

آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظة الأوراق المالية

د. حسن إسماعيل فارس

egyptwatch@hotmail.com

المخلص

إن تقييم واختيار الأسهم أصبح من المهام الصعبة لمديرى استثمار محافظ الأوراق المالية خاصة بعدما أصبحت أسواق راس المال تتمتع بحالة رواج كبيرة فى الآونة الأخيرة، ولما كانت مصر قد انضمت هى الأخرى الى تلك الأسواق باعتبارها من الأسواق الناشئة، فقد استوجب وضع آلية يستعين بها مدير الاستثمار تساعده على تقييم واختيار الأسهم المكونة لمحافظ الأوراق المالية، خاصة فى ظل اشتداد المنافسة فيما بينها فى سوق تعد الأوراق المالية المتداولة به قليلة نسبيا مقارنة بالدول المتقدمة، وقد توصلت الدراسة فى النهاية الى وضع مقترح آلية لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية.

كلمات رئيسية: محافظ الأوراق المالية، التحليل الفنى، التحليل الأساسى

Proposed Mechanism for the Evaluation and Selection of Stocks for Securities Portfolio

Dr. Hasan Ismail Faris

egyptwatch@hotmail.com

Abstract:

Evaluating and selecting of stocks has become a difficult task for portfolio investment managers, especially after the remarkable popularity that securities are enjoying nowadays. Since Egypt is a member in those markets, this necessitated a mechanism to be adopted by investment managers to evaluate and select the constituent securities of portfolios, particularly in light of heightened competition among them in a market in which the average number of traded securities is relatively low compared with developed markets. The study concludes with recommending a mechanism for evaluation and selection of securities for portfolios.

**Keywords: Securities Portfolios, Technical Analysis,
Fundamental Analysis**

آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية

شهدت بورصات الأوراق المالية ومن ضمنها البورصة المصرية طفرة كبرى سواء فى قيمة التداول اليومي أو فى عدد المتعاملين بها من المصريين والأجانب على حد سواء؛ فعلى سبيل المثال ارتفعت قيمة التداول السنوى من 122 مليون جنيه عام 1986 الى 363526 مليون جنيه، وارتفع متوسط قيمة التداول الشهرى من 10 مليون جنيه عام 1986 الى 30294 مليون جنيه، كما ارتفع عدد الأوراق المتداولة من 6 مليون ورقة عام 1986 إلى 15098 مليون ورقة، وارتفع عدد العمليات من 3876 مليون عملية عام 1986 إلى 9020597 مليون عملية.

وبالتالى ازدادت أهمية الدور الذى يلعبه مدير الاستثمار فى تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية فى ظل سوق ناشئ يتسم بانخفاض عدد الشركات التى يتم تداول أسهمها ، لدرجة جعلت من الأهمية بمكان التوصل إلى آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية.

مشكلة البحث:

إن الدور الرئيسى الذى يلعبه مدير الاستثمار يتمثل فى توفير الإدارة الكفؤة للاموال ، وعلى مدير الاستثمار أن يبذل فى إدارته للأموال عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح أصحاب راس المال فى كل تصرف أو إجراء، بما فى ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق، وتنويع أوجه الاستثمار، وتجنب تضارب المصالح بينه وبين أصحاب راس المال. ويكون لمدير الاستثمار حرية التصرف فى الأموال التى يديرها بما يحقق الهدف من السياسة الاستثمارية للمحفظة التى التزم باتباعها طبقاً لعقد الإدارة، وله فى سبيل ذلك اتخاذ كافة القرارات الإدارية والفنية المتعلقة بذلك.

ولما كان المستثمر العادى الذى لا يمتلك أى خبره يمكنه ان يحقق معدل عائد على الاستثمار مماثل لمعدل العائد على مؤشر السوق وذلك عن طريق الاستثمار فى

محفظة مماثلة تماما لمحفظة أسهم مؤشر السوق، فأن مديري الاستثمار المحترفين - بما يمتلكونه من خبرة وكفاءة وتخصص ونظير ما يحصلون عليه من أتعاب إدارة- يجب ان يكونوا اقرب إلى التفوق على محفظة السوق من المستثمر العادى، وهو الامر الذى اعطى اهمية كبرى للآليات التي يطبقها مديري استثمار محافظ الارواق المالية عند تكوين وإدارة تلك المحافظ.

وتكمن مشكلة البحث فى دراسة الصعوبة التي يواجهها مدير الاستثمار - لتحقيق أداء متميز عن محفظة السوق- فى تقييم وانتقاء الأسهم بمحافظ الأوراق المالية التي يديرها، وهنا يمكن القول بأن كلاً من التحليل الأساسى والتحليل الفنى منهجين هامين فى مجال تقييم وانتقاء الأسهم يعتمد عليهما مدير الاستثمار. وتظهر كفاءة مدير الاستثمار فى استخدام هذين المنهجين بالشكل الذى ينعكس على أداء مدير الاستثمار وبالتالي المحفظة التي يديرها، وهو الامر الذى يميز مدير استثمار عن آخر، ويزيد من الطلب على الخدمات التي يقدمها، وبالتالي زيادة الاموال التي يديرها مدير الاستثمار ومن ثم زيادة العمولات التي يحصل عليها مدير الاستثمار Management Fees نظير ادارته لتلك الاموال كنسبة مئوية منها يحصلها مدير الاستثمار دوريا وفقا لما ينص عليه عقد ادارة الاموال، وذلك علاوة على عمولة حسن الاداء Performance Fees التي يحصل عليها مدير الاستثمار اذا ما تخطى ادائه نسبة معينه ينص عليها عقد الادارة.

ولما كان اداء مدير الاستثمار هو العامل الاساسى لاستمراره فى نشاط ادارة الاموال، فان تقييم وانتقاء الاسهم بمحافظ الاوراق المالية يعتبر الدور الرئيسى لمدير الاستثمار، وتزداد اهمية تقييم وانتقاء الاسهم بمحافظ الاوراق المالية بصفة خاصة اذا كانت سوق الاوراق المالية من الاسواق الناشئة -كحالة مصر- هذا فضلا عن اتسام تلك السوق باشتداد المنافسة على عدد قليل نسبيا من الاوراق المالية المتداولة، ولذلك تبدو الحاجة الى وضع الية كى يستعين بها مدير الاستثمار فى تقييم وانتقاء أسهم الشركات. حيث نبحث فى الاساس النظرى وعينة المسح للتوصل إلى الدرجة التي يستخدمون بها المفاهيم النظرية بغرض دعم قرار الشراء، أو التمسك بالسهم أو بيعه.

الدراسات السابقة:

يتسم موضوع الدراسة بندرة تناوله في ادبيات الادارة المالية، ولقد تمثلت الدراسات السابقة في هذا الموضوع في دراسة سابقة أجريت على مدراء الاستثمار بفنلندا أجراها كلاً من (Granlund و Kjellman, 1998)، وخلصت الدراسة إلى أن مقدره الشركة على النمو؛ والتنافسية الإدارية، ومضاعف الربحية المتوقع، والربح المتوقع هي العوامل الأهم في نظر مدير الاستثمار التي يستعين بها في تقييم وانتقاء أسهم الشركات. ولم تصل الدراسة الى اسلوب محدد لتقييم وانتقاء أسهم الشركات.

كما تناولت دراسة سابقة أجريت على مديري الاستثمار بالنمسا والسويد وبريطانيا أجراها كلاً من (Michael Franz و Armand Collins, 2002) كيفية قيام مديري الاستثمار بتلك الدول بإدارة محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم، وتوصلت الى اعتماد مديري الاستثمار على استراتيجيه الاستثمار من اسفل الى اعلى وكذلك استراتيجيه الاستثمار من اعلى الى اسفل، ولم تحدد الدراسة مراحل محددة يتبعها مدير الاستثمار لتقييم وانتقاء أسهم الشركات، مع تحديد اهم العوامل التي تؤثر على قيام مدير الاستثمار بتقييم وانتقاء أسهم الشركات، ومن هذه العوامل موقف المنشأة المالي وسياسة حقوق المساهمين ونمو مبيعات المنشأة واتجاه الطلب المستقبلي على منتجات الشركة.

أهداف البحث:

كما اوضحنا عند مناقشة مشكلة البحث، فإن لهذا البحث ثلاثة أهداف رئيسية:

1. توصيف واستعراض المفاهيم والمبادئ الرئيسية لتحليل الاسهم بغرض تحديد الخلفية والأدوات التي تمكن من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم.
2. تحديد منظومات تقييم واختيار الاسهم التي يطبقها مديري الاستثمار في الأسهم. ويشتمل هذا الهدف على تبين منطق هذا الانتقاء وكذلك الأهمية النسبية والتطبيق العملي لمنظومات التقييم والاختيار.
3. التوصل إلى آلية مقترحة لتقييم واختيار الاسهم اعتمادا على كلا من الدراسات النظرية والواقع العملي معاً.

أهمية البحث:

بما أننا ننظر إلى مدير الاستثمار على أنه مستثمر مؤسسي كفاء، فإن من بين إسهامات هذا البحث تقديم المبادئ والإرشادات اللازم استخدامها عند تقييم وانتقاء السهم. وتحديد العوامل والمؤشرات التي يركز عليها مدير الاستثمار عند الاستثمار في الأسهم العادية. كما يمكن استعمال ما توصل إليه البحث كأساس لمزيد من البحث مستقبلاً، ومن ذلك تطوير مفاهيم تقييم وانتقاء السهم لاختبارها على أنواع أخرى من المستثمرين المؤسسيين.

الإسهامات الإضافية للبحث:

- استعراض النظريات الرئيسية في مجال تقييم وانتقاء سهم الشركة
- بحث كيفية تطبيق مديري الاستثمار لتلك النظريات في الواقع العملي
- التوصل الى آلية مقترحة لتقييم وانتقاء الأسهم بالاعتماد على كل من الدراسات النظرية والواقع العملي معا

فرضيتا البحث:

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه يمكن صياغة الفرضيتين التاليتين:-

1. يوجد اختلاف بين الأساس النظري والواقع العملي من حيث منظومات تقييم واختيار الاسهم
2. يمكن التوصل الى آلية مقترحة لتقييم وانتقاء الاسهم بالاعتماد على كل من الدراسات النظرية والواقع العملي معا

خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه تنقسم خطة البحث الى اربعة مباحث اساسية: المبحث الاول يتناول نبذة عن استراتيجيات الاستثمار في محافظ الأوراق المالية ودور مديري الاستثمار. اما المبحث الثاني فيتناول اساليب تقييم واختيار الاسهم ومحافظ الأوراق المالية. لنصل الى المبحث الثالث الذي يتناول الدراسة المسحية

لبحث سبل تقييم واختيار الاسهم بمحافظ الاوراق المالية بجمهورية مصر العربية،
ويتناول المبحث الرابع الية مقترحة لتقييم واختيار الاسهم بالاعتماد على كل من
الدراسات النظرية والواقع العملى معا.

منهجية البحث:

يعتمد البحث على المنهج الاستقرائى والاستنباطى، حيث تم الاعتماد على
المنهج الاستقرائى فى المباحث الثلاثة الاولى التى انصبت على مراجعات لادبيات فى مجال
استراتيجيات الاستثمار فى محافظ الاوراق المالية ودور مديرى الاستثمار. واساليب تقييم
واختيار الاسهم بمحافظ الأوراق المالية. والدراسة المسحية لبحث سبل تقييم واختيار الاسهم
بمحافظ الاوراق المالية بجمهورية مصر العربية، فى حين تم استخدام المنهج الاستنباطى فى
التوصل الى آلية مقترحة لتقييم وانتقاء الاسهم بالاعتماد على كل من الدراسات النظرية
والواقع العملى معا. كما اعتمد الباحث على اسلوب الدراسة المقارنة سواء ما تعلق بمحافظ
الاوراق المالية المصرية او الاجنبية كلما دعت الضرورة لذلك. كما تمت المقارنة بين اسلوب
التحليل الفنى والتحليل الاساسى.

ويرى الباحث الى ان البحث يميل اكثر الى المنهج الاستنباطى حيث يهدف الى التوصل
إلى آلية مقترحة لتقييم وانتقاء الاسهم بالاعتماد على كل من الدراسات النظرية والواقع العملى
معا.

المبحث الأول: استراتيجيات الاستثمار في محافظ الأوراق المالية

ودور مديري الاستثمار

يتناول هذا المبحث استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية ودور مديري الاستثمار.

أولاً - استراتيجيات الاستثمار في محافظ الأوراق المالية:

توجد عدة استراتيجيات للاستثمار في محافظ المالية وذلك على النحو التالي¹:-

1 - الاستراتيجيات الساكنة للاستثمار في الأوراق المالية:

يطلق على الاستراتيجيات التي تؤمن بان السوق كفاء، ولها مسمى اخر هو الاستراتيجية الساكنة او السلبيه *Passive Strategy*، ذلك ان الايمان بكفاءة السوق، يحمل في طياته اقتناع بان اسعار الاسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، بما يعنى ان العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوى عليها الاستثمار في السهم، وعليه فلا جدوى من اجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق ارباح غير عاديه، فالارباح غير العادية في السوق الكفاء لا تتحقق الا مصادفة، وفي ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة اساسية لهذه الاستراتيجية، كذلك يتوقع ان يكون عائد المحفظة في حدود عائد محفظة السوق، وتستند هذه الاستراتيجية على انه لا يمكن لاي استراتيجية نشطة -تقوم على التحليل واعادة التقييم المستمر لمكونات المحفظة واحداث تعديلات فيها- ان تحقق عائداً يفوق عائد السوق بعد اخذ المخاطر في الاعتبار، فالتكاليف المصاحبة لاعادة تشكيل المحفظة عادة ما تفوق العائد الاضافى المتولد، على عكس الاستراتيجيات الساكنة التي تحمل في طياتها تكلفة اقل للمعاملات، وحد ادنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة.

ومن ابرز الاستراتيجيات الساكنة استراتيجية الشراء والاحتفاظ *Buy and Hold Strategy* والتي تقضى بانه بمجرد توفير الاموال المخصصة، فانه على المستثمر ان يسارع في الشراء دون انتظار طالما ان أسعار الأسهم في السوق

¹ منير ابراهيم هندی، اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2007، ص 416 - 444.

ملائمة، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار، فالسوق كفاء وليس هناك فرصة حالية أو مستقبلية يمكن ان يحقق من ورائها أرباحا متميزة على حساب آخرين. ولا تعنى هذه الاستراتيجية وقوف المستثمر مكتوف اليدين، بل عليه أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافها، في إطار مستوى المخاطر الذي يبدي استعدادة لتحمله، وعلى المستثمر ان يجرى تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح بتحمل مخاطر اكبر او يدعو له لتحمل مخاطر اقل، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء احد الأسهم بصورة ملفته للنظر، كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها النسبية، بشكل يؤدي الى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له، بحيث يصبح اعادة تشكيل مكونات المحفظة مسالة لا مفر منها.

الى جانب استراتيجية الشراء والاحتفاظ هناك استراتيجية أخرى ساكنة يطلق عليها استراتيجيات صناديق المؤشرات Index Funds Strategy، وتقضى تلك الاستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق وبذات نسبة الاسهم لكل منشأة داخل المؤشر، وبالتالي ضمان تحقيق عائد يماثل عائد المؤشر الذي هو نفسه متوسط عوائد الاسهم المتداولة في السوق.

2 – الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في الاوراق المالية:

تقوم هذه الاستراتيجية على اعتقاد اساسى مؤداه ان أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، مثل هذه الفئاعة قد يكون مرجعها معرفة وخبرة ومهارة تحليليه يملكها المستثمر، أو قد يكون مرجعها معلومات داخلية لا تتاح للآخرين Insider Information، هذا يعنى ان سبل التحليل الاساسى والفنى ونماذج تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية، تعد جميعها أدوات نافعة قد يستطيع المستثمر ان يحقق من ورائها أرباح غير عادية، وفي هذا الصدد توجد ثلاث مداخل للاستراتيجية النشطة لإدارة محافظ الأوراق المالية هي: استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات المختلفة، واستراتيجية التوقيت، واستراتيجية اختيار الأوراق المالية.

وتقوم استراتيجية توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات Sector Rotation على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمى للقطاعات الأخرى.

وتقوم استراتيجية توقيت السوق Market Timing Strategy على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، بمعنى انه يمكن للمستثمر تحقيق أرباحا غير عادية لو انه أدرك متى يدخل في سوق الأسهم والى متى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منه، موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية وأذون الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

هذا ويمكن تصنيف الأسهم بصفة عامة الى أسهم نمو Growth Stocks أو أسهم قيمة Value Stocks، وذلك تبعاً لخصائصها. حيث تتصف أسهم القيمة بمعدلات نمو في العائد بطيئة إلا أنها أكثر استقراراً، وعادةً ما يدفع المستثمرون سعراً أقل في السهم من هذا النوع. كما أن عائدات أسهم القيمة غالباً ما تكون متوقعة، وهو ما يجعلها أقوى نسبياً². وفي المقابل نجد أن أسهم النمو تحمل إمكانية تحقيق عوائد على المدى البعيد يمكن أن تفوق تقديرات السوق. وتتغير مع الزمن مستويات عدم الاستقرار وتحقيق عوائد استثمارية بالنسبة للنمو والقيمة.

ومن الصعب توقع توقيت حدوث نقلة في السوق نحو تفضيل أسلوب النمو أو أسلوب القيمة. بل أنه يصعب على الخبراء التحديد الدقيق للنقاط التي عندها ينتقل السوق لتفضيل إستراتيجية على أخرى. ويسمى الاستثمار في أسهم النمو وأسهم القيمة معا بالاستثمار الخليط blend investment. وهناك من مديري الاستثمار من يفضل أسلوباً على الآخر. على أن هناك مديري استثمار يديرون محافظهم بطريقة تتسم بالمرونة وتتيح لمدير المحفظة المالية صلاحية تفضيل أياً من الأسلوبين وذلك وفق ظروف السوق، ولتحقيق استراتيجية الاستثمار الخاصة بكل محفظة يتعين وضع استراتيجية لتقييم واختيار الأسهم.

ولكى يمكن تطبيق هذه الاستراتيجيات فان مدير الاستثمار يوكل أية مجموعة من المهام كما يحظر عليه أيضا مجموعة من الأعمال، وهذا ما نعرضه الآن.

ثانياً- تنظيم أعمال مدير الاستثمار

فيما يلي نوضح بعض جوانب نشاط مدير الاستثمار مثل واجبات مدير الاستثمار والمحظورات على أعماله أو أتعابه:-

² <http://www.fidelity.com>

1 - مهام مدير الاستثمار :

يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته للأموال عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح أصحاب راس المال في كل تصرف أو إجراء، بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق، وتنويع أوجه الاستثمار، وتجنب تضارب المصالح بينه وبين أصحاب راس المال. ويكون لمدير الاستثمار حرية التصرف في الأموال التي يديرها بما يحقق الهدف من السياسة الاستثمارية للمحفظة التي التزم باتباعها طبقاً لعقد الإدارة، وله في سبيل ذلك اتخاذ كافة القرارات الإدارية والفنية المتعلقة بذلك. ويمكن تلخيص بعض الأعمال التي يقوم بها مدير الاستثمار في تكوين وإدارة المحفظة، والمحافظة على حدود الاستثمار، وذلك على النحو التالي:-

أ - تكوين وإدارة المحفظة:

يقوم مدير الاستثمار بتوجيه الأموال الى أوجه الاستثمار المختلفة طبقاً للسياسة الاستثمارية بالمحفظة، كما يلتزم مدير الاستثمار بالاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة أية التزامات عاجلة، وكذلك الوفاء بأية مديونيات. ولا يقتصر دور مدير الاستثمار على عملية تكوين محفظة الأوراق المالية Portfolio Construction، بل يقوم مدير الاستثمار بمتابعة هذه المحفظة بصورة مستمرة واتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة Portfolio Maintenance.

ب- المحافظة على حدود الاستثمار:

يلتزم مدير الاستثمار بالمحافظة على حدود الاستثمار المحددة بالسياسة الاستثمارية بمحفظة الأوراق المالية كتخصيص نسبة معينة لقطاع اقتصادي معين، أو عدم الاستثمار في قطاع معين، أو عدم تخطي المستثمر في قطاع معين أو شركة معينة عن نسبة محددة سلفاً.

2 - الأعمال التي يحظر على مدير الاستثمار القيام بها :

حددت بنود اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم 95 لسنة 1992 بعض الأعمال التي يحظر على مدير الاستثمار القيام بها، والتي يمكن الاسترشاد بها عند إدارة المحافظ المالية وذلك كما يلي:-

- أن تكون له مصلحة من أية نوع مع الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب المحفظة التي يديرها

- أن يفترض من الغير، ما لم يسمح له عقد الإدارة بذلك، وفي الحدود المقررة بالعقد.
 - إذاعة أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة، أو حجب معلومات أو بيانات هامة.
 - إجراء أو اختلاق عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة أو غيرها.
- 3 - أتعاب الإدارة :**

يقوم مدير الاستثمار بإدارة الأموال في حدود الغرض المرخص له به مقابل أتعاب الإدارة المنصوص عليها في عقد الإدارة، ونظراً لتفاوت أتعاب الإدارة من مدير استثمار الى مدير آخر فإنها تعتبر أحد العناصر المؤثرة في الميزة التنافسية لمديرى الاستثمار، وبصفة عامة تتمثل أتعاب إدارة الاستثمار في نسبة من صافى الأصول المستثمرة تستحق وتسدد على فترات دورية. ويحصل مدير الاستثمار على أتعاب الإدارة حتى لو كانت هناك خسائر محققة او غير محققة بالمحفظة التي يديرها، وفي هذه الحالة يحدث فقط انخفاض في قيمة الأتعاب التي يحصل عليها مدير الاستثمار.

لقد تبين لنا من هذا المبحث تنوع استراتيجيات الاستثمار، والتي استوجبت على مديرى الاستثمار القيام بأعمال معينة والامتناع عن أعمال أخرى، وهنا يثور السؤال كيف يمكن لمدير الاستثمار أن يحقق هذه الاستراتيجية؟ ونجيب بان استراتيجية اختيار الأوراق المالية Security Selection تقضى القيام بالتحليل الاساسى والتحليل الفنى، كما تقتضى استخدام أساليب تقييم الأسهم التي يستخدمها التحليل الاساسى، بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بالسعر المتوقع للسهم والذي يحدده التحليل الفنى، ثم اتخاذ قرارات او بقاءها فيها أو تضمينها المحفظة أو استبعادها منها، وهذا ما سنقوم ببيانه في المبحث التالى.

المبحث الثاني: أساليب تقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية

يركز هذا المبحث على شرح المبادئ والمفاهيم الأساسية لتقييم واختيار الأوراق المالية للشركات، حيث نتناول التحليل الفني، والتحليل الأساسي، وأخيرا نعرض مقارنة بين التحليل الفني والتحليل الاساسي.

أولاً- التحليل الفني Technical Analysis:

يعرف التحليل الفني بأنه توقع التحركات السعرية المستقبلية وذلك بناءً على البيانات التاريخية لسعر السهم وأحجام التداول. ويعتمد أسلوب تحليل السوق هذا على مبدأ أن معرفة تطور بيانات تداول سهم معين خلال فترة زمنية مضت يمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لهذا السعر. ويعتمد المحللون على دراسة البيانات التاريخية للسعر ذاته فقط وليس أية عوامل اقتصادية أخرى غير منظورة. وبالتالي فإن التحليل الفني يختلف مع التحليل الأساسي، والذي يبحث عن تحديد القيمة الذاتية للسهم من خلال الشركة نفسها. ففي دراسة شاملة قدم (Levy, 1966, p.20) ملخصاً للفلسفة والفروض التي يقوم عليها التحليل الفني مؤداه :

- 1- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد أساساً على قوى العرض والطلب.
- 2- أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد، والبعض الآخر غير رشيد. ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الاساسي، ومن بينها أيضاً ما يبتعد عنه مثل مزاج المستثمرين، وغيرها.
- 3- يعطى السوق - ألياً وبصفة مستمرة - وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- 4- انه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر، فان أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت .

وتتمثل أهم أدوات التحليل الفني في الرسم البياني، تحليل اتجاه السعر، الفجوات، المتوسط المتحرك، والمؤشرات الفنية الأخرى على النحو التالي:

1- الرسم البياني Chart :

يعتبر تحليل الاشكال البيانية من المكونات الأساسية للتحليل الفني، حيث يفترض أن يسجل أى شكل بياني كافة الحقائق المتعلقة بالسوق ويعرضها في تصميم متنسق، بحيث يمكن للتحليل قراءة كافة المعلومات الناجمة عنه. أما أهم ما علينا وضعه في الاعتبار - حسبما يقول (Kahn , 2007, p.18) هو الكيفية التي وصل بها السوق إلى هذه الوضعية خلال أية نقطة زمنية. فهو يرى أن الكيفية التي تحرك بها السوق من سعر إلى آخر خلال فترة زمنية معينة تبين قدراً كبيراً من المعلومات حول العرض والطلب، والحالة النفسية التي تحكم المستثمر، والمقدرات التي يحملها ذلك السعر³. ونجد لدى Kahn تفسير مبسط يقول فيه، "تساعد معرفة ما إذا كان السوق يتجه نحو الصعود او الهبوط المستثمر على ألا يشتري سوى الأسهم التي تنصب التوقعات في صالحها. فمثلاً، لو بدأ اتجاه السعر في الهبوط فإن هذا قد ينبه المستثمر إلى أن هذا هو التوقيت المناسب لبيع السهم".

ويؤكد (Dahlquist, 1999, p.75 و Bauer) على إن الجوهر الذي تتحرك على أساسه جميع الأسواق هو أنه في حال زاد الطلب عن العرض فإن السعر يرتفع. والشكل البياني ذو منحنى السعر التصاعدي دليل على الزيادة النسبية في الطلب؛ وبالتالي فإنه من الأفضل شراء السهم حينما يكون الطلب أعلى من العرض وليس العكس. ويعتمد التحليل الفني على أنماط مختلفة من الأشكال البيانية حتى يستطيع التنبؤ بالتحركات في سعر السهم. ويفرق (Schwanfelder, 2000) بين ثلاثة أنماط رئيسية من الأشكال البيانية: الشكل البياني الخطي Line Chart، وشكل القضبان Bar Chart، وشكل عصي الشمعدان Candle Stick Chart.

2- تحليل اتجاه السعر Trend Analysis:

ينبني هذا التحليل على فكرة أن الاتجاه السعري ما أن يتشكل حتى يستمر في نفس الاتجاه إلى أن يتغير اتجاهه؛ وبالتالي يتمكن المستثمرون من المضي في استثماراتهم وفقاً للاتجاه الحالي وحتى يتغير اتجاهه مرة أخرى، ويمكنهم بدلا من ذلك انتظار تغير اتجاه الاتجاه القائم ومن ثم الاستثمار في نفس منحنى الاتجاه الجديد.

³ M. N. Kahn, Technical Analysis Plain and Simple: Charting the Markets in your Language, 1999.

وقد أقر (Kahn, 2007, p.30) بحقيقة أن معرفة الاتجاه السعري لا تقل أهمية عن تفادي المضاربات الخاسرة. وكما يقول، "يكون لاستراتيجيات من قبيل شراء الأسهم الراكدة جدواها في حال كان الاتجاه السعري يسير في المسار الذي تخطط له. أما لو لم يكن كذلك، فعندها ترتفع نسبة المخاطرة وتتضاءل الأرباح المتوقعة".

عادةً ما تستخلص الاتجاهات السعرية من حركة عشوائية تماماً لأسعار الأسهم التي شكلت اتجاهاً سعرياً لا يميل المستثمر في الغالب إلى الاستثمار بعيداً عنه. ويوضح (Martin Zweig , 2006 , p.3)⁴ في هذا الصدد: "لا يمكنني المبالغة في التركيز على أهمية مسايرة الاتجاه السعري للسوق، وعدم مقاومة التحركات السعرية الرئيسية، حيث أن في هذا مخاطرة مجانية لا مقابل ولا داعى لها".

3- الفجوات Gaps:

تعرف الفجوات بأنها النقلة السريعة في تقديرات السوق نتيجة لأبناء عن دمج أو استحواذ أو أخبار تتعلق بتوجهات استراتيجية. وحقيقة أن تلك المؤشرات ذات مساحة خالية في الأشكال البيانية تفسر سبب استخدام هذا المسمى. ويعرف (Kahn, p.25) الفجوة بأنها المستوى السعري الذي عنده لا يتم أي تداول بالسوق. ويقول بأن الفجوة تظهر في السوق الصاعد حينما تفتتح الأسعار عند مستوى أعلى من أعلى أسعار سجلت في اليوم السابق ولا يتم التداول بأسعار أقل لسد تلك الفجوة.

4- المتوسط المتحرك Moving Averages:

من أشهر أدوات تحديد توقيت تغير الاتجاه السعري فحص العلاقة بين السعر الحالي والمتوسط المتحرك لحركات الأسعار السابقة. ويمكن اعتبار المتوسط المتحرك الوسيلة الحسابية لأسعار الإقفال الماضية لسهم أو مؤشر معين على مدى فترة زمنية معينة، ولأنها تتعامل مع فاصل زمني أكبر من يوم تداول واحد، فإن المتوسط السعري أكثر ثباتاً أو أنه يتقلب بدرجة أقل من الأسعار اليومية للسهم. ويرى المحلل الفني أن المتوسط المتحرك يمكن المتعاملين السوق من التعرف على التقلبات الحيوية ومن دون الانشغال بالتقلبات اليومية بالسوق.

5- المؤشرات الفنية الأخرى Other Technical Indicators:

⁴ M. Zweig, Winning on Wall Street, New York, Warner Books, p.121. 2006.

ومن أهم المؤشرات الفنية الأخرى: المؤشر الصاعد الهابط Advance decline index ، ومؤشر القوة النسبية "RSI" Relative Strength Index ، والمؤشر الاحتمالي Stochastic Indicator ، ومؤشر تدفق الأموال Money Flow Index "MFI" ومؤشر معدل التغير "ROC" Rate of Change ومؤشر توازن الحجم "OBV" On Balance Volume والمذبذب العشوائي Stochastic Oscillator ومنحنى التوقف والانعكاس "Stop And Parabolic SAR Reversal" ونطاق مستويات الارتداد Retracements ومؤشر التوقيت Timing Indicator ، ومؤشرات الحالة Mood Indicators ، ومؤشر المناخ التجارى Business Climate Index .

ثانيا- التحليل الأساسي Fundamental Analysis:

التحليل الأساسي عبارة عن دراسة النشاط التجاري الجوهرى للشركة التي يفكر المستثمر في الاستثمار بها⁵. ويحدد التحليل الأساسي قيمة الاستثمار. فإذا كانت القيمة المحددة من قبل التحليل الاساسى أكبر من سعر السوق، فإن المحلل ينصح بشراء السهم، أما إذا كان أقل فإنه ينصح ببيعه. وإذا تساوت القيمة المحددة مع سعر السوق، وخلص المحلل إلى أن السوق كفؤ بالنسبة لهذا الاستثمار على وجه الخصوص. فعندها ينصح المحلل المستثمر بأن يحتفظ بسهمه⁶، وفى هذا الصدد سنتناول نبذة عن فنيات الاستثمار الاساسى، ومناهجه ، ومتطرقين بالتالى الى الاستثمار من القمة للقاع ومن القاع للقمة، لننتهى الى أهم أدوات التحليل الاساسى، ونماذج تقييم الأعمال، علاوة على التقييم النوعى للأعمال.

1- فنيات الاستثمار Investment Techniques :

يفرق الأكاديميون كما تمت الإشارة سابقا بين أسلوبى الاستثمار وفق القيمة والاستثمار وفق النمو Value - and Growth Investment Technique . فالمستثمر وفق القيمة يحسب القيمة الأساسية للاستثمار ويقارن هذا بالسعر الراهن

5 Keasy, K. Hudson, R. and Littler, K., The intelligent guide to Stock Market Investment, John Wiley & Sons Ltd England, 2007.

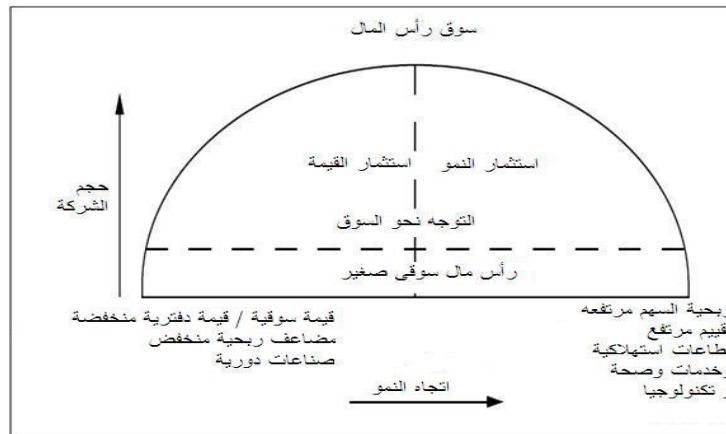
6 S.H. Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill International, Finance Series, pp. 8-17. 2001.

الذي يعرضه السوق له. فإذا كان السعر أقل من القيمة بهامش كافٍ فإن المستثمر يشتري الورقة المالية⁷.

وعلى النقيض من استثمار القيمة، فإن استثمار النمو يهتم بالتعرف على تلك الأنشطة التجارية ذات القدرة على تحقيق عوائد تتفوق على عائد السوق. وخلال عملية البدء في البحث عن أسهم النمو يقترح (Litter و Hudson و Keasy, 2007 , p.9) أن أول ما ينبغي القيام به هو وضع اليد على قطاعات النمو، ويجب تطبيق منهج الاستثمار من أعلى لأسفل هنا. وبعد تحديد قطاع النمو تأتي الخطوة التالية وهي الفهم السليم للهدف الاستثماري، فليست كل الشركات التي تنتمي لقطاع ينتم بالنمو تنتم هي الأخرى بالنمو، ويرى (Litter و Hudson و Keasy, 2007, p.13) أن هناك أنماط مختلفة من أسهم النمو. أما النمط الأكثر شيوعاً فهو نمط أسهم النمو، والتي تظهر فترة نمو طويلة، تعتمد في الغالب على طفرة تقنية، ولكن هذا النمو يصل في النهاية إلى منتهاه. ويوضح الشكل التالي أوجه التفرقة بين اسهم النمو واسهم القيمة.

شكل رقم: 1

مقارنة بين أسلوبي الاستثمار وفق القيمة والاستثمار وفق النمو



Source: Reprinted with permission from Frank Russell Company, Tacoma, WA.

⁷ B. C. N. Greenwald, J. Kahn, P. D. Sonkin, M. Van Biema, Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond, Wiley Ltd, pp. 12-15, 2002.

وبالإضافة إلى ذلك يمكن التفرقة بين نمطين آخرين من أسهم النمو، فهناك النمط الدوري cyclical والنمط المرتد Turnaround . والأسهم الدورية عبارة عن أسهم عادية تبدي نمواً وتراجعاً قوياً عبر مرحلتَي الصعود والهبوط للدورة. وعلى العكس من أسهم النمو الحقيقي التي يمكن أن تشتري في أي وقت، فإن الأسهم الدورية تحتاج إلى قدر كبير من حسن اختيار توقيت الدخول والخروج.

2- مناهج الاستثمار Investment Approaches:

يفرق كل من (Litter , Hudson , Keasy, 2007 , p.15) بين منهجي الاستثمار من أعلى لأسفل Top Down Investment والاستثمار من القاع للقمة Bottom Up Investment. حيث أن هدف الاستثمار من أعلى لأسفل هو تحديد الاتجاهات الاجتماعية والتقنية والسياسية والاقتصادية، ومن ثم بدء الاستثمار وفقاً لها. وينبني الاستثمار من أعلى لأسفل على أساس التقدير واسع النطاق لكامل الاقتصاديات والصناعات، باستخدام هذا المنهج؛ أما التحليل التفصيلي لشركات بعينها فهو ذو أهمية ثانوية. وعلى النقيض من ذلك، فإن المستثمر الذي يتبع منهج من القاع إلى القمة فيسلك مساراً معاكساً، فهو يبحث عن أفضل الشركات ولا يهتم كثيراً بما إذا ما كانت تمثل شركات كبرى أم لا. فهدف هذا المنهج هو تحديد الشركات الناجحة، ومن ثم بدء الاستثمار وفقاً لها. ولاهمية كلا المنهجين سوف نتناول كلا من المنهجين بالتفصيل.

أ- الاستثمار من القمة إلى القاع:

يميل الكثير من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية العامة، وأن تكون النهاية هي تحليل ظروف المنشأة ذاتها، وهو ما يطلق عليه التحليل من أعلى إلى أسفل أو بمدخل التحليل الكلي فالجزئي -Macro Micro Approach. وفي المرحلة الأولى يتم تحليل الظروف الاقتصادية، بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية في الدولة، والتأثير المحتمل لتلك التغيرات على أسواق رأس المال. يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، أما 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 المرحلة الأخيرة يأتي التحليل

على مستوى المنشأة، بهدف معرفة افضل المنشآت داخل الصناعات الواعدة، التي يوصى المحلل بالاستثمار فى الاوراق المالية التي تنتمى اليها.

ب- الاستثمار من القاع الى القمة :

فى مقابل مدخل الاستثمار من اعلى لاسفل هناك مدخل بديل تكون نقطة البداية فيه هى تحليل ظروف المنشآت الفردية، يتبعه تحليل الصناعة او القطاع الذى تتبعه المنشأة ، وبذا تكون المحطة الاخيرة هى تحليل الظروف الاقتصادية التى فى ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها. هذا التحليل يطلق عليه بالتحليل من اسفل الى اعلى Bottom-Up Analysis او مدخل التحليل الجزئي فالكلى Micro-Macro Approach، وعن مدى كون اى المدخلين اكثر ملائمة لا يعتقد فرنش (French, 2004, p.112) فى وجود اجابة محددة على مثل هذا السؤال. ذلك ان هناك من يعتقد فى ان المدخل الاول هو الاكثر ملائمة. فبمجرد معرفة الصناعة الواعدة نكون قد قطعنا اكثر من نصف الطريق نحو الهدف الذى نرجوه، اذ ما يتبقى بعد ذلك لا يخرج عن كونه البحث عن افضل منشأة داخل تلك الصناعة، وهذه مشكلة سهلة. ذلك ان الاستدلال على منشأة جيدة داخل صناعة واعدة كشف عنها التحليل، هو ايسر بكثير من محاولة الاستدلال على منشأة جيدة من بين صناعات عديدة لا نعلم عنها شيئا.

وعلى الجانب الاخر هناك من يعتقد فى ان المدخل الثانى هو الاكثر ملائمة، على اساس ان اتباع المدخل الاول قد يؤدي الى تخطى منشأة ما يكون الاستثمار فيها مربحا. يحدث ذلك عندما تكون للمنشأة ظروفها الخاصة المتميزة عن المنشآت الاخرى التى تعمل معها فى ذات الصناعة، وان الصناعة ذاتها استبعدت فى المرحلة الثانية من التحليل. واذا كان هذا انتقادا موجها الى المدخل الاول، فان هناك انتقادا مماثل يمكن ان يوجه الى المدخل الثانى. ذلك ان المنشأة التى يكشف التحليل عن ملائمتها للاستثمار، قد لا تكون بالضرورة هى الافضل، اذ قد يكون هناك منشآت اخرى ملائمة ولكن لم يمتد اليها التحليل. يضاف الى ذلك ان ظروف المنشأة المختارة قد تكون ملائمة ، ولكن ظروف الصناعة التى تنتمى اليها والتي تترك اثرها فى النهاية على المنشأة ذاتها، قد تكون غير ملائمة (Huang& Randall,1987.p.189) .

وإذا كان لكل مدخل سماته المميزة، فإن الواقع العملي يشير الى ان كل منهما مكمل للآخر (Sharpe,1985,p.614). فعادة ما يتم تحليل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة (المدخل الاول) في ذات الوقت الذي يتم فيه تحليل ظروف المنشآت الفردية (المدخل الثاني). وإذا ما اتضح ان النتائج النهائية للمدخلين منسجمة، حينئذ تزداد الثقة في امكانية الاعتماد على تلك النتائج في اتخاذ قرارات الاستثمار. اما اذا كان الامر على خلاف ذلك فيعاد النظر في نتائج المدخلين. بل ويقترح فرنش (French,1989,p.231) ان يجري كل من المدخلين في معزل عن الاخر، ثم تجرى المقارنة بين نتائجهما، للوقوف على مدى انسجامهما ومصدر الاختلاف ان وجد.

3- اهم ادوات التحليل الاساسي :

فيما يلي نتناول بالمناقشة اهم ادوات التحليل الاساسي المتعارف عليها:-

أ- تحليل النسب المالية **Financial Ratios Analysis**:

لاحظ (Litter و Hudson و Keasy, 2007 , p.32) أن الشركة عبارة عن كيان متعدد الأبعاد، وليس من الممكن أن نستخلص النتائج من بند مالي واحد معزول عن بقية البنود. فلو كان بند تمويل الدين مثلاً قد ازداد بشكل ملحوظ لدى شركة ما، فقد يكون هذا مؤشراً سلبياً، وقد لا يكون كذلك. فلو كان الدين قد ازداد بسبب أن الشركة قد توصلت إلى فرصة ممارسة نشاط مربح يمكن أن يؤدي إلى زيادة أصولها الثابتة، فإن تلك الزيادة تكون عندئذ إيجابية وليست سلبية، وهناك مناهج مختلفة لتصنيف هذه النسب الرئيسية. حيث يصنف (Litter , Hudson , Keasy, 2007 , p.42) هذه النسب وفقاً لنمط البيان المالي الى نسب الميزانية، ونسب بيان الدخل، ونسب التدفقات النقدية، ونسب السوق.

وحسبما يرى كل من (Ross, 2006, p. 31 و Westerfield و Jaffe) فإن البيانات التي توحىها النسب المالية تقدم معلومات عن خمس جوانب من الأداء المالي هي: الملاءة المالية على المدى القصير، والنشاط، والتمويل الذاتي، والربحية، والقيمة السوقية للشركة.

ووفقاً لما يرى (Penman , 2001, p. 40) فإن أسلوب تحليل النسب الرئيسية يتم كالتالي:

- تكوين مجموعة مقارنة بين الشركات المتشابهة في النشاط.
- تحديد مقاييس لهذه الشركات التي ستتم المقارنة فيما بينها مأخوذة من بياناتها المالية مثل العوائد، القيمة الدفترية، المبيعات، التدفقات النقدية.
- تطبيق هذه النسب على المقاييس الخاصة بالشركة المستهدفة.

ب- نماذج تقييم الأعمال Business Valuation Models:

يقول (Spremann, 2005, p. 140) أن نماذج التقييم تقدم "مجموعة أدوات" لتقييم الأعمال. كما يقول بأن لا وجود لشيء اسمه التقييم السليم والتقييم غير السليم، فمسألة تحديد العوامل التي تتناسب مع نوع ما من التقييم لم يعد لها منطق أو وجود. ولكل نموذج تقييم أفضل تطبيق، إلى أن تظهر معرفة جديدة تؤدي إلى استبداله بنموذج آخر.

ومن أشهر نماذج تقييم الأعمال نموذج الخصم Discount Model الذي يقوم على أساس ان القيمة العادلة للاسهم العادية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم مناسب، وعندما يتم تطبيق هذا النموذج على الاسهم العادية يطلق عليه نموذج تقييم التوزيعات، على ان هناك صور مختلفة لنماذج نمو التوزيعات مثل نموذج النمو الصفري Zero Growth Model، ونموذج النمو الثابت Constant Growth Model، ونموذج النمو غير الثابت Non-Constant Growth Model، والى جانب نموذج خصم التوزيعات يستخدم المحللين الاساسيين نموذج مضاعف الربحية Earnings Multiplier .

هذا التحليل يتماشى مع رأي (Penamn, 2005, p. 15-14) الذي يقول بأن في فترة من الفترات كان يتم الاعتماد على نماذج التدفقات النقدية المخصومة DCF - Discounted Cash Flow Models بصفة اساسية، ولكن بعد فترة زمنية معينة تظهر العديد من النماذج المختلفة. يركز أغلبها على "الربح الاقتصادي" ويشير إلى عوامل اقتصادية معينة. فالإدارة القائمة على القيمة Value – Based Management، والقيمة الاقتصادية المضافة Economic Value Added، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار Cash Flow Investment - CFROI Return on هي مجرد أمثلة عليها. ويعتمد اختيار المحلل للنموذج المناسب على

العديد من العوامل. ويقدم الجدول التالي استعراضاً لأهم نماذج التقييم وبداية ظهورها والاعتماد عليها بكثافة.

جدول رقم: 1

نماذج تقييم الاعمال

Valuation Model	نموذج التقييم	العام
Asset Based Valuation	التقييم بناء على الأصول	1920
Present Value	القيمة الحالية	1940
Brand Value	قيمة الاسم التجاري	1950
Gordon Growth Model	نموذج جوردون للنمو	1960
DCF-Model	نموذج التدفقات النقدية المخصومة	1970
Corporate Governance	حوكمة الشركات	1980
Real Options	الخيارات الواقعية	1990
Intellectual Capital	رأس المال الفكري	2000

المصدر: من إعداد الباحث

ج- التقييم النوعي للأعمال: Qualitative Business Valuation

يفحص التقييم النوعي للأعمال الحالة الاقتصادية للنشاط من خلال تقييم الشركة من منظور تأثير نشاطها على الاقتصاد. وتبعاً لما يراه (Radinger, 2001, p. 24) فإن هذا الأسلوب يحتوي على التحليل النوعي للمكونات الرئيسية التالية وهي مكونات أي نشاط تجاري ناجح: المهارة في إدارة النشاط، وجودة الإدارة، والاستراتيجية، والمنافسة والمكانة داخل السوق، وهيكل الملكية. وبالنظر إلى اتصاف التقييم النوعي للأعمال بالاتساع والتعقيد، من (Litter و Hudson و Keasy, 2007 , p.208-209) بأنه من الصعب على المستثمر أن يحلل ويقيم كافة المكونات الرئيسية لقيمة النشاط التجاري.

ثالثاً- مقارنة بين التحليل الفني والتحليل الاساسى :

يركز التحليل الفني على سوق المال، واتجاه أسعار الأسهم وأحجام التداول عبر فترة من الزمن. وينصب التركيز على التغيرات السعرية المحتملة باستخدام الرسوم البيانية والجداول والنسب المالية، مع التدقيق في اتجاهات السوق والمتوسطات لأجل تحديد ما إذا كان "الوقت مناسب" للاستثمار أم لا. أي أن التحليل الفني يعض الطرف عن الشركة نفسها. وفي المقابل، فإن التحليل الأساسي يركز على العوامل التي تؤثر في قيمة الشركة نفسها، مع قليل من الاهتمام باتجاه أسعار السهم لأجل تحديد القيمة الداخلية للنشاط.

ويتسم التحليل الفني بعدد من المزايا التي خلقت له اتباعاً ومؤيدين. وفي مقدمة تلك المزايا السهولة والسرعة. فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار، يصبح تطبيقها على أي عدد من الأسهم. كل ذلك دون حاجة إلى تجميع وتحليل الكم الهائل من المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي، والتي تتطلب وقتاً وجهداً كبيراً. أما الميزة الثانية فهي أن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوى ثقافته. وهي ميزة لا يتيحها التحليل الأساسي.

يضاف إلى ذلك ميزة ثالثة هي أن المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يومياً وبانتظام، من خلال التقارير التي تظهر في الصحف المتخصصة. وبالطبع يختلف الوضع كثيراً بالنسبة للتحليل الأساسي. هذا إضافة إلى أن بعض التقارير المالية التي يقوم عليها هذا التحليل تغطي فترة ماضية. وإذا كان للتحليل الفني كل هذه المزايا فإنه لا يخلو من العيوب. فيعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي Fundamental Analyst الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني. ولعل أهم أسباب ذلك أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت الملائم، أما المحلل الفني فإن عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار. يضاف إلى ذلك ما اثبتته الواقع من أن المستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني يندر أن يحقق عائداً غير عادي على استثماراته.

ويضيف فرنش (French, 2004, p.3) انتقاداً آخر مؤداه أن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بانفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها Self-

Fulfilling Prophecy. فلو ان مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الاسلوب وذات البيانات، فانهم يتوصلون الى ذات القرار. ولو ان القرار كان شراء سهم منشأة بسبب توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل، فسوف يتدفقون لشراء ذلك السهم مما ينجم عنه ارتفاع السعر، وهذا امر طبيعي. بعبارة اخرى ان الارتفاع في السعر احده في الاساس سلوك اولئك الذين يؤمنون ويستخدمون التحليل الفني، وليس اى شئ اخر. إن الغرض الرئيسي من دراسة النظرية هو تبيان أن مناهج التقييم الرئيسية المتاحة تهدف إلى حل نفس الإشكالية ولكن على أسس متنوعة فهي مناهج مختلفة، وهدف واحد. أما القاسم المشترك فيما بينها فهو توقع السعر السوقي المستقبلي للأوراق المالية. ويختلف التحليل الأساسي عن التحليل الفني من حيث أسلوب كلاً منهما، حيث يعتمد التحليل الفني على فكرة أن الأسعار تتحرك وفق اتجاهات سعرية، بينما يبني التحليل الأساسي على أن لكل سهم قيمته.

وهو ما يؤكد **Phil Roth** الذي يقول: "أكبر خطأ يرتكبه المحلل الأساسي هو الظن بأن لا فارق بين السهم والشركة. أما أكبر خطأ يقع فيه المحلل الفني فهو نظرتة إلى السهم والشركة على أنهما شيئان مختلفان"⁸. الحقيقة أن التحليل الأساسي لا يشتمل على دراسة لحركة السعر. على أن هناك خط مشترك بين التحليلين الأساسي والفني، ألا وهو دراسة الإتجاه السعري. وفي حين يدرس التحليل الفني الإتجاهات في السعر وحجم التداول، فإن التحليل الأساسي يهتم باتجاهات النمو الاقتصادي ونمو نشاط الشركة. وليس هذا بالتشابه الهام، بالنظر إلى اختلاف طبيعة هذه الاتجاهات.

كما يرى **Roth**، فإننا نقول بأنه لا وجود لما يسمى بالأسلوب "السليم" أو "الأفضل" لانتقاء السهم وتوقيت الدخول إلى السوق والخروج منه. ويظهر لنا حتى الآن أن كلاً من الأسلوبين اللذان تم توصيفهما في الأقسام السابقة من هذا الفصل ملائمين تبعاً للعديد من الاهتمامات بما في ذلك دورة النشاط، والاستراتيجية الاستثمارية. ونقول بأن في السوق شديد التقلب مثلاً يركز المستثمر على المدى القصير على أسهم القيمة لكي يتفادى الخسارة الكبيرة. وفي مثل هذه المواقف يكون الاستثمار مع دراسة اتجاه سوق المال هو المؤشر الرئيسي لاتخاذ القرار النهائي، وهذا هو الخيار الواقعي.

⁸ Phil Roth, chief technical market analyst, Morgan Stanley Dean Witter, www.morganstanley.com

فآ آآن أن المسآآمر الذآ آآآآ عن آقآآر طوآل الأآل لرأس المال لا آهآم كآآراً بالآآاهات السعرىة الراهنة وآرآر أكثر على آقآآر القآمة، واحآمالات نمو الشركاآ أو القآاعاآ. على أننا نؤكد أن آلك المفاهآم المقآمة فآ هذآ الفصل لا آعنى أن من العقلاآفة أن آهمل المسآآمر آماماً أسلوباً لصالح أسلوب آآر، أياً كان الحال، ولذلك نرى أن أمآل منهاآ هو الآمع آآن مآآآلف الأسالآب بطرقفة آآآآ بها الآكامل آآن كل هذآ المفاهآم. وبالآبعفة آكون على المرء الآوصل إلى أسلوبه أو اسآراآآآآه الاسآآمارفة الآاصة به، مع الوضع فآ الآآآار هدفه الاسآآمارآ.

وفآ المآمل نقول بأن كلاً من الآآلآل الأساسآ والآآلآل الفنى منهآآن هامآن فآ آآلآل السهم، وسآؤذآ الآآساب المعرفة العملية بهما إلى آآآآ القرار الاسآآمارآ الناح.

بعآ اآصاح كآففة آقآآبم واختآار الاسهم آآور سؤال عن كآففة آطبآق ذلك من آلال مآآرى الاسآآمار بمصر، هذآ ما نآآب علفه فآ المآآآ الآلى:-

المبحث الثالث: الدراسة المسحية لسبل تقييم واختيار الأسهم بمحافظة الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية

يعرض هذا الجزء من البحث النتائج التطبيقية لعينة المسح التي اشتملت على مجموعة من مديري استثمار محافظ اوراق مالية خاصة باكبر خمسين مؤسسة فى جمهورية مصر العربية والتي تتضمن محافظ الاوراق الخاصة بهم اسهم شركات، بهدف عرض وتحليل المادة التي تم جمعها واستقاء الاستنتاجات المرتبطة بالنظرية المطروحة حول تحليل وتقييم أسهم الشركات، وكان معيار اختيار العينة هو اكبر قيمة استثمارات فى الاوراق المالية مدرجة ضمن اصول تلك المؤسسة بقوائمها المالية المعلنة، وغطت العينة السنوات المالية من 2004 وحتى 2007، وانتجت معظم شركات العينة الى قطاع الخدمات المالية المصرفية وغير المصرفية نظرا لطبيعة نشاطهم، فى حين ظهر بند الاوراق المالية فى القوائم المالية للشركات بالقطاعات الاقتصادية الاخرى بنسب ضئيلة نسبيا، ويوضح الجدول التالى (رقم 2) متوسط القيمة السوقية للاستثمارات فى الاوراق المالية بالقطاعات المختلفة بمصر عن السنوات المالية 2004 - 2007 والتي تم الاعتماد عليها لتحديد شركات العينة.

وسنقوم بعرض النقاط الرئيسية التي تم التوصل اليها من خلال هذه الدراسات المسحية.

جدول رقم: 2

متوسط القيمة السوقية للاستثمارات فى الأوراق المالية بالقطاعات المختلفة بمصر
عن السنوات المالية 2004 – 2007

الأرقام بالآلاف جنيهه

المتوسط	السنة المالية				اسم القطاع
	2007	2006	2005	2004	
165334210	56155085	157738104	158034342	124075098	البنوك
2255002	2372941	2416699	1110169	865197	الخدمات المالية
1946760	1877718	1564558	1311106	1086898	التأمين
1084949	983403	992561	1163390	115493	التعمير ومواد البناء
725290	40367	2069848	60453	5202	الأغذية والمشروبات
575735	1586350	62653	37838	40364	العقارى
369448	345279	339605	204233	219226	السياحة
263540	200178	446461	139227	4755	الصناعات
94277	90363	170720	15768	5980	المنتجات المنزلية
76525	99725	126857	2993	0	الاتصالات
70417	200994	8777	740	740	الصحة والأدوية
35264	18444	12980	2253	72116	التجارة والخدمات
5879	17409	227	0	0	الكيمواويات
0	0	0	0	0	المواد الأولية
0	0	0	0	0	الغاز والبتترول
0	0	0	0	0	المنافع العامة

Source: www.KompassEgyptFinance.com

اولا- أسلوب تقييم واختيار الأسهم:

من خلال الدراسة المسحية التي تمت على مديري الاستثمار وجد ان الغالبية (86%) من جهود مديري الاستثمار ركزت على التقييم الأساسي للأعمال كدأة رئيسية عند اختيارهم للسهم العادي.

كما اظهرت العينة أن نسبة ضئيلة من جهود مديري الاستثمار التي تمت دراستهم (14%) تم توجيهها الى التحليل الفني. وأن التحليل الفني يستخدم أساسا لتوقيت السوق والأغراض التجارية. ومما سبق نرى أنه على المستثمرين الذين يعتمدون على الأسعار السابقة عند التعامل على الأسهم أن يستخدموا التحليل الأساسي لدعم قراراتهم أو العكس. على سبيل المثال فإنه يمكن للتعامل على سهم ذو اتجاه تصاعدي أن يدعم قراره بتقدير لقيمة الأسهم الرئيسية اعتماد على ادوات التحليل الاساسي. ونعتبر هذا الأمر أمرا جوهريا لأن هذا الاتجاه التصاعدي -وفقا لتصورات السوق- يمكن أن يواصل ارتفاعه دون أن يعكس الزيادة الحقيقية لقيم السهم بقدر عكسه لتصورات المشاركون في السوق. ويعتبر الاستثمار وفق مثل هذا التوجه نوعا من المخاطرة اذا ما حدث نوع من التدني الفادح في قيمة الاستثمار حتى على المدى القصير للغاية. على أي حال فإن المدى الذي يمكن في نطاقه المزج بين الطرق المختلفة يعتمد على قضايا عديدة مثل ظروف السوق ودورة الأعمال أو أهداف الاستثمار أو الاستراتيجية أو غيرها.

ويرجع ذلك إلى أن المستثمرين يأخذون في اعتبارهم أن أسعار السوق تعتمد على اساسيات التحليل الاساسي على المدى الطويل مع أن تذبذب الأسعار يبدو أكثر حدوثا وتأثيرا على استثماراتهم على المدى القصير. ومن جهة نظرنا فإن تحديد القيم الحقيقية لسهم ما يعتبر نقطة مرجعية في تحديد صحة تسعير السوق للسهم من عدمه. علاوة على ذلك فإن معرفة ما إذا كان السهم أقل أو أكبر من قيمته الحقيقية تعتبر مدخلا هاما بخصوص قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ.

ثانيا- تقييم الاداء الاستثماري للمحفظة:

دلت الدراسة المسحية الى ان 40% من مديري الاستثمار يعتمدون في تقييم ادائهم الاستثماري على القيمة المطلقة لمعدل العائد الاجمالي الفعلي

المرجح بالزمن، وركز 40% آخرين على التفوق على مؤشر السوق المستخدم كمؤشر مرجعي للمقارنة Benchmark، في حين ركزت نسبة 20% الباقية على كلا الهدفين معا.

وتؤكد النتائج المشار لها سابقا على حقيقة أن الاعتماد على المؤشر كمقياس مرجعي أداة هامة للغاية في قياس أداء مديري محافظ الاسهم ومن ثم الأسهم نفسها. ويؤكد سيجل (Siegel , 1998) في هذا الصدد على أن مؤشرات السوق تعتبر مؤشرات يستند إليها مديري الاستثمار في قياس أدائها.

ثالثا- النطاق الزمني، واستراتيجية الاستثمار، ومنهج الاستثمار:

هناك اهتمام كبير من مديري الاستثمار بالمدى الزمني Time horizon، فقد ركز 71% منهم على الاستثمار قصير الأجل (أقل من عام) بينهما ركز 29% منهم على الاستثمار طويل الأجل (أكثر من عام)، لذا فإن المتعاملين الفنيين Technical Traders يتبعون بدرجة اكبر أسلوب الاستثمار قصير الأجل في حين يحتفظ المستثمرون الرئيسيون Fundamental Investors ببقية الأسهم. والجدير بالإشارة من خلال عينة البحث أن 100% من المستثمرين على المدى القصير لا يتجاهلون كلية التحليل الاساسي لتقييم الأسهم. وهو ما يتسق مع ما ذكره كل من (Greenwald, Kahn, Sonkin, and Biema, 2002, p 312) الذين يرون أن المستثمرون على المدى الطويل هم المستثمرون الرئيسيون أساسا، حيث يطبق المستثمرون على المدى القصير طرق أساسية أو فنية أو مزيج بينهما. وهو ما يؤكد على ما ذهبت إليه العينة المسحية بضرورة المزج بين الطريقتين عند اختيار الأسهم العادية.

وعن استراتيجية الاستثمار Investment Strategy فقد اتضح ان متوسط العينة البحثية تستثمر 49% في النمو و51% في قيمة الأسهم، بما يتفق مع الدراسة التي أجراها فيدلتي Fidelity وهي الدراسة التي تشير إلى أنه في المتوسط فإن مديري الاستثمار يستثمرون حوالي 50% في كل من النمو وقيمة الأسهم. هذا وتسير قيمة الأسهم بمعدل أبطأ ومعدلات نمو للأرباح أكثر ثباتا وتكون الأرباح أكثر توقعا مما يجعلها بالتالي أقل تقلبا. وعلى العكس من ذلك فإنه يتوقع أن يكون لنمو الأسهم أرباحا طويلة الأجل

أعلى من توقعات السوق، ومن هنا فإنه بقدر ما يكون الاعتماد وتخصيص الأموال على القيمة بدلا من النمو يكون ذلك نوعا من المخاطرة وهدفا للاستثمار. وتتضمن المعلومات الإضافية حقيقة أن المستثمرين- على المدى القصير- يغيرون توجههم نحو النمو أو أسلوب أسهم القيمة اعتمادا على الظروف الخاصة بالسوق. وعلى سبيل المثال فإنه في حالة السوق المتذبذب حاليا يفضل بعض المستثمرين أسهم القيمة لتفادي الخسائر المفرطة وتحقيق دخل منتظم. على أي حال فإن الجانب الصعب في هذا الصدد هو القدرة على التنبؤ بتوقيت تحول السوق نحو استثمار النمو أو أسلوب القيمة.

اما عن منهج الاستثمار Investment Approach فان الفكرة الكامنة وراء الاستثمار من اعلى لاسفل Top Down Investment تركز على إدراك الاتجاهات الجغرافية أو القطاعية، والاستثمار وفقا لهذا الإدراك. وعلى النقيض من ذلك فإن مستثمرو النمط السفلي العلوي Bottom Up Investors يعلمون في الاتجاه المعاكس إذ يحددون الشركات الناجحة ويستثمرون وفقا لذلك، وأشارت الدراسة المسحية ان مديري الاستثمار يركزون أكثر (99%) على تحديد الشركات والقطاعات الناجحة أكثر من التركيز على تقييم الأقاليم الجغرافية، حيث ان استثمار مديري الاستثمار المصريين في البورصات الاجنبية يكاد يكون معدوما.

رابعاً- العوامل والمؤشرات الأكثر أهمية:

من خلال العينة المسحية قام مديري الاستثمار بترتيب العوامل والمؤشرات الاقتصادية على حسب أهميتها، ويوضح الجدول التالي ترتيب أكثر العوامل والمؤشرات أهمية، ويظهر الجدول أن الوضع المالي للشركة وسياسة قيمة المساهمة ومؤشر مناخ الأعمال والأرباح المتوقعة واتجاهات الطلب المستقبلية ونمو المبيعات هي العوامل الأكثر أهمية التي يركز عليها مديرو الاستثمار عند الاستثمار في الأسهم العادية. وثمة ملاحظة واضحة وهي أن هذه العوامل الهامة الخمسة مرتبطة أكثر بالوضع المستقبلي للشركة، وليس بالأداء التاريخي لها، وهو ما يؤكد على مكانة الاقتصاد المالي الذي تكون فيها عوامل مثل المعلومات السابقة أقل أهمية مقارنة بالأداء المتوقع في تقييم الأعمال. كذلك فإنه مقارنة بدراسة كلا من (Granlund, Kjellman, 1998, p. 71) حول

سوق الأسهم كانت العوامل التالية هي الأكثر أهمية: تخصص الإدارة، نسبة مضاعف الربحية المتوقعة والربح المتوقع.

جدول رقم: 3

العوامل والمؤشرات الأكثر أهمية

Most important factors and indicators	العوامل والمؤشرات الأكثر أهمية
Financial Situation	الوضع المالي
Shareholder Value Policy	سياسة قيمة المساهمة
Economic Development Ratio	معدل النمو الاقتصادي
Expected Earnings	الأرباح المتوقعة
Sales Development, Future Demand Trends	تطور المبيعات واتجاهات الطلب المستقبلية
Support & Resistance Levels	مستويات الدعم والمقاومة
Market share & Distribution Network	الحصة السوقية وشبكة التوزيع
Return on Equity	العائد على الملكية
Free Cash Flow to Firm	التدفق النقدي الحر
Trend Lines	مؤشرات التوجهات
Chart Formations	أشكال الرسوم البيانية
Competitive Strategy	استراتيجية التنافس
Market Development	النمو السوقي
P/E Ratio	نسبة مضاعف الربحية
Relative Sector Development Compared to Market Index	النمو النسبي للقطاع مقارنة بمؤشر السوق
Customer Orientation & Service	التوجه نحو العميل وخدمة العميل
Strategic Planning	التخطيط الاستراتيجي
Debt to Equity	نسبة الديون للملكية
Earnings per Share "EPS"	ربحية السهم الواحد

المصدر: من إعداد الباحث

خامسا- تحليل النسب المالية:

من خلال الدراسة المسحية حدد مديري الاستثمار النسب التالية كاهم العوامل الرئيسية في إطار تحليل النسب الرئيسي بنفس الترتيب من حيث الأهمية: العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين الى الملكية، ربحية السهم بالجنيه، ومضاعف الربحية. ويؤكد سبريمان (Spreman, 2002, p. 54) على أن إعداد وتقديم النسب المالية هو خطوة ضرورية عند تقييم الأعمال. إلا أن النسب الرئيسية المشار إليها هنا ليست كافية بالنسبة للمستثمر حول قيمة الأسهم للشركة المعنية، بل إنها تقدم معلومات عن الأداء المالي السابق للشركة وأرباحها. ونؤكد أيضا على أن تحليل النسب المالية سيكون ملائما بالنسبة لقطاع واحد يتضمن مجموعة شركات تقوم بعمليات متشابهة للحصول على قاعدة للاختيار منها. أي أن تحليل النسب هو وسيلة مبدئية أساسية وسريعة لفحص الحالة المالية فيما يتعلق بالشركات التي تنتمي لقطاع واحد قبل اتخاذ خطوات أخرى في تقييم واختيار الأسهم.

سادسا- تحليل التدفق النقدي المخصوم:

أشارت الدراسة المسحية التي تمت إلى أن مديري الاستثمار نادرا ما يعتمدون على نموذج التدفقات النقدية الحرة لحقوق الملكية

"FCFE" Free Cash Flow to Equity Model ونموذج التوزيع المخصوم "DDM" Dividend Discounted Model، حيث أن نموذج التدفقات النقدية الحرة للمنشأة "FCFF" Free Cash Flow to Firm Model يعتبر الأكثر مناسبة لوسيلة تحليل التدفق النقدي المخصوم عند تقييم عمل ما.

جاءت هذه النتيجة متسقة مع الدراسات السابقة حيث ينتقد (Penmann, 2002, p. 95) نموذج التوزيع المخصوم بالتأكيد على أن نموذج التوزيع المخصوم يتوقع شيئا غير مرتبط بالقيمة. وإضافة إلى ذلك فإنه يؤكد على أن تطبيق نموذج التوزيع المخصوم يكون مفيدا عندما تكون مدفوعات الشركة مرتبطة دوما بالقيمة الناتجة من الشركة أي عندما.

ومن وجهة نظرنا فإنه يمكن أن يكون نموذج التوزيع المخصوم ملائما عندما يكون معدل المدفوعات لأسهم بعينها ثابتة أو تتزايد بمعدل ثابت. وتشير التعليقات التي حصلنا عليها بدراستنا إلى أن الكثير من المديرين الذين تمت

مقابلتهم يؤكدون على التنبؤ بالتدفقات النقدية الحرة عند تحديد قيمة استثمار ما. وهو ما يتسق مع رأي S. Feldman الذي يقول: "لقد ظهر نموذج التدفقات الحرة المخصومة "Discounted Free Cash Flow" (DFCF) بشكل مستقل، ويعتبر هو أدق وسيلة لتقييم الأعمال الجارية، وهو النموذج الذي تطور حتى أصبح المتخصصون الماليون يستخدمونه على نطاق واسع للتقييم، وتتسم نماذج التدفق النقدي الحرة بأن لها ميزة عدم التأثر بالقواعد المحاسبية". ومن ثم فإنه نظراً لأن قيام المحللين بالتنبؤ بالأرباح للتدفق النقدي الحر يتطلب مزيداً من عمليات التنبؤ فإنه من الصعب تقدير التدفق النقدي الحر على المدى البعيد.

وبالرغم من هذه العيوب فإننا نوصي بحساب نماذج التدفق النقدي الحر عند تقدير قيمة استثمار ما، وإضافة إلى ذلك يمكن ملاحظة أن معدل الخصم ذو أهمية كبيرة، ويؤكد معظم مديري الاستثمار على تطبيق المتوسط المرجح لتكلفة التمويل WACC مقارنة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM. ويؤكد S. Feldman على أن استخدام معدل تكلفة رأسمالية مرتفعة أمر مفيد بشكل خاص للشركات مرتفعة المستوى، والشركات التي بها التدفق النقدي الحر بالنسبة لنموذج الملكية سلبي. وهو ما يتسق مع ما ذكره فيلدمان الذي يرى أن استخدام هذا النموذج القائم على تكلفة الملكية يعكس خطر مستمر للعمل الذي تقوم به الشركة، بينما نموذج المخاطرة الإئتمانية يحدد تكلفة ديون الشركة.

سابعاً- التقييم الكيفي للأعمال:

يتناول التقييم الكيفي للأعمال العديد من المحددات الرئيسية للنجاح بدلاً من التركيز على قياس أدائها المالي.

وإضافة إلى ذلك فإن (Hamel, Prahalad, 1989, p. 63-76) يؤكدان على الإدارة وثقافة الشركة كعوامل رئيسية للنجاح مستقبلاً.

إن تطبيق التقييم الكيفي للأعمال لا يعني القيمة الرقمية للأعمال، وبدلاً من ذلك فإنه يؤكد على حالة الشركات المستهدفة، ومن خلال عينة دراستنا البحثية يظهر أن التقييم الكيفي للأعمال من أكثر العوامل أهمية عند استخدام هذا المنهج للحصول مقياس للاختيار داخل مجموعة أقران.

إن التقييم الكيفي للأعمال تم تقييمه على أنه ذو أهمية قصوى من قبل 90% من مديري الاستثمار التي تمت دراستها، بينما لم يطبق 10% فقط هذا المنهج. وهو ما يؤدي إلى زيادة كبيرة في أهمية العوامل التالية: "الوضع المالي، سياسة قيمة المساهم، اتجاهات تطور المبيعات والطلب المستقبلي والحصة السوقية وشبكة التوزيع" التي أصبحت أهم العوامل في تقييم واختيار السهم.

وفيما يناقض النتائج المتحصلة فإن نظرية تقييم أسهم الشركات تختلف بصورة كبيرة عن منهج التقييم الكيفي للأعمال، وبدلاً من ذلك فإنها تركز أكثر على نماذج التقييم الأخرى مثل تحليل التدفقات النقدية المخصومة والتحليل الفني.

ولم يحظى هذا المنهج الهام في تقييم الأعمال باهتمام حيث لاحظ بعض مديري الاستثمار محل الدراسة أن التقييم الكيفي للشركة صعب لأنه يتطلب ضرورة تناول الأعمال من منظور واسع النطاق في الموضوعات الاقتصادية.

ومن أجل تقييم استراتيجية التنافس للشركة - مثل التجديد أو المرونة الفنية- فعلى المرء أن تكون لديه معرفة عميقة بالمجالات الاقتصادية ذات الصلة، وتأتي معظم العوامل المتصلة بتحليل التدفقات النقدية المخصومة بأوجه الاقتصاد الجزئي المختلفة وتكون غير مرتبطة بالناحية المالية.

وبصورة إجمالية فإننا نرى وجهة نظر متوازنة عند تقييم الأعمال واستشفاف ما وراء التحليل المالي وتقييم الأعمال المستهدفة من وجهة نظر اقتصادية متعددة التخصصات، إن العمل الذي يدار بشكل جيد سيكون مربح مستقبلاً. ويبدو تحليل التدفقات النقدية المخصومة مناسباً لإنجاز مثل هذا الهدف".

ثامناً- المؤشرات الفنية Technical Indicators:

إضافة إلى العوامل التي تم تحديدها مسبقاً فإننا نرى في هذا الجزء أن العوامل الفنية هامة للغاية حيث ترشد مدير الاستثمار في اختياراتهم للأسهم. ويجب أن يذكر أن المؤشرات الفنية تستخدم أكثر في استراتيجية توقيت السوق.

ويخبرنا التحليل الفني بشكل عام الوضع السابق للسوق ووضع التالى، كما يرتبط بممارسة التنبؤ بحركات الأسعار المستقبلية من التاريخ السابق للسعر وأحجام التجارة اعتماداً على أن معرفة الأسعار السابقة تخبرك بتوجه الأسعار فيما بعد، ويتعامل - التحليل الفني - مع أسئلة من قبيل: هل يجب أن أشتري اليوم؟ ما الذى ستكون عليه الأسعار غداً، أو الأسبوع المقبل، أو العام التالى؟ وفي صدد الإجابة على مثل هذه الأسئلة فإن النتائج تشير إلى: التوجهات، ومستويات الدعم والمقاومة، والرسوم البيانية هي أكثر ارتباطاً بالمؤشرات الفنية في إطار التحليل الفني.

ويذكر (Steven B. Achelis, 2002, p. 34) "في ضوء خبرتي فإنه يمكن لعدد قليل من الفنيين تحديد الأسعار المستقبلية بدقة" إلا أنه لم يتجاهل التحليل الفني كوسيلة حذرة للاستثمار بقوله: "على أي حال فإن لم تكن قادراً على التنبؤ الدقيق بالأسعار فيمكنك الاستعانة بالتحليل الفني لتقليل المخاطر وتحسين أرباحك".

ويؤكد Achelis في هذا الصدد: "إنك لست بحاجة إلى معرفة السعر الذى ستكون عليه الورقة المالية مستقبلاً لصنع أموال، بل يجب أن يكون هدفك - ببساطة - هو تحسين احتمالات الربح، حتى لو كان تحليلك بسيطاً للغاية لتحديد الاتجاهات طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل للورقة المالية فإنك ستصل إلى نتيجة مفادها أنه عليك عدم القيام بذلك بدون الاستعانة بالتحليل الفني"

تاسعا- عوامل هامة أخرى:

نعرض هنا إلى أهم العوامل التي اعتبرها مدير الاستثمار هامة في عمليات تقييم واختيار الأسهم ولم تدرج في الاستبيان، وقد ورد بند "أخرى" في الاستبيان لتلبية هذه الغاية. وتتلخص أهم هذه العوامل في الأمانة العملية والبيانات والمعلومات وقدرة مدير الاستثمار وعمليات اتخاذ القرار لإدارة المحفظة

ويسود انطباع بأن مجال الأعمال ملئ بالأكاذيب والغش والخداع لزيادة العائدات. ودعم هذا الرأي أن رجال الأعمال درجوا على الاعلان عن أفكار مثالية في سعيهم لتحقيق ربح خاص. وطبقاً للتعليقات المتحصلة فإنه

يمكن تقييم مصداقية العمل من خلال النظر فيما تدعيه شركة معينة حول كفاءة عملها ونجاحها المستقبلي وإنجازها النهائي على المدى الطويل. وعلاوة على ذلك فإن عينة البحث أفادت أن مديري الشركات مدركون حقيقة أنه لن يقوم مستثمرون عاقلون بالاستثمار في أعمالهم (مديرو الاستثمار) إن لم تتم تلبية المطالب. " وحتى على المدى القصير فإن التطمينات بالأمانة في التعامل تكون ذات نتائج مجدية عادة. ويمكن فقط من خلال تقديم تطمينات ذات مصداقية بالأمانة في التعامل للقائمين بالأعمال تحويل العملاء المحتملين إلى عملاء فعليين"

وانطلاقاً من تصورنا للمزيد من المصداقية للعمل عند تقديم مقولات عن جودته وعمله مستقبلاً، فإنه سيكون قادراً على جذب المستثمرين. ويرى بعض مديري الاستثمار أن انتهاء بحث أولي في إطار زيارات الشركة محدد بشكل رئيسي بقدره فريق مديري الاستثمار. ومن ثم فإنهم يعتمدون على معلومات ثانوية يوفرها المحللون والوسطاء.

بعد تناول الاساليب المختلفة لتقييم واختيار الاسهم بمحافظ الأوراق المالية من خلال الدراسة المسحية، وبعد ايضاح كيفية تقييم واختيار الاسهم بمحافظ الأوراق المالية، وجدنا تبايناً ملحوظاً في الواقع العملي عنه في المفاهيم النظرية، كما لا توجد استراتيجية واضحة لتقييم واختيار الاسهم بمحافظ الأوراق المالية، وبالتالي فقد ثبتت صحة الفرضية الاولى والتي تنص على وجود اختلاف بين الاساس النظرى والواقع العملى من حيث منظومات تقييم واختيار الاسهم وعليه سوف نتعرض فى المبحث التالى لمناقشة الفرضية الثانية والتي تبحث امكانية التوصل الى آلية مقترحة لتقييم وانتقاء الاسهم بالاعتماد على كل من الدراسات النظرية والواقع العملى معا.

المبحث الرابع: آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية

كما أوضحنا بالمبحث الأول توجد عدة استراتيجيات للاستثمار في محافظ المالية منها الاستراتيجيات الساكنة للاستثمار في الأوراق المالية والتي تؤمن بان السوق كفاء، وفي ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة أساسية لهذه الاستراتيجية، كذلك يتوقع ان يكون عائد المحفظة في حدود عائد محفظة السوق، على عكس الاستراتيجيات الساكنة التي تحمل في طياتها تكلفة اقل للمعاملات، وحد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة.

ومن هذه الاستراتيجيات ايضا الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في الاوراق المالية التي تقوم على اعتقاد اساسى مؤداه ان اسعار الاسهم في السوق لاتعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية على الاقل، هذا يعنى ان سبل التحليل الاساسى والفنى ونماذج تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية، تعد جميعها ادوات نافعة قد يستطيع المستثمر ان يحقق من ورائها ارباح غير عادية.

وحيث ان الواقع العملى يشهد تباينا ملحوظا بين مديرى الاستثمار فى تقييم واختيار الاسهم بمحافظ الاوراق المالية التى يديرونها لتعدد الاساليب المتاحة امام كل منهم، فاننا سنتناول فيما يلى الآلية مقترحة لآلية مقترحة لتقييم واختيار الاسهم بمحافظ الاوراق المالية، وتفيد هذه الآلية المقترحة فى حالة اتباع الاستراتيجيات النشطة للاستثمار فى الاوراق المالية بدرجة اكبر من الاستراتيجيات الساكنة للاستثمار فى الاوراق المالية للأسباب السابق اوضحها.

وتتكون الآلية المقترحة لاختيار الاسهم بمحافظ الاوراق المالية من خمسة مراحل، وتتمثل المرحلة الاولى فى تحديد الاهداف الرئيسية للاستثمار والتي تنقسم بصفة عامة الى النمو، او الدخل، او الدخل والنمو، وبالتالي يترتب عليها تكوين تشكيلة محفظة الاوراق المالية ونسب الاستثمارات بها، وذلك علاوة على وجود اى قيود على الاستثمار مثلما ورد بقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 والمشار اليها بالمبحث الاول.

وتعرف مراحل الآلية من الثانية الى الرابعة بتحليل الاقتصاد ثم القطاع ثم الشركة Economy-Industry-Company "EIC" Analysis.

وتتناول المرحلة الثانية ادوات التحليل الكلى لاختيار الدولة التى يتم الاستثمار فيها Economy Analysis وهذه المرحلة غير مهمة بالنسبة لمحافظ الاوراق التى لا تستثمر فى بورصات الدول الاخرى.

تليها المرحلة الثالثة وهى مرحلة التحليل القطاعى Industry Analysis للوصول الى القطاعات المناسبة للاستثمار فى اسهم الشركات التى تنتمى اليها.

اما المرحلة الرابعة وهى مرحلة تحليل الشركات Company Analysis وتتكون من اسلوبين يتم تطبيقهما فى نفس الوقت، هما التحليل الاساسى بادواته المتنوعة للوصول الى القيمة التقديرية للاسهم المختلفة، والتحليل الفنى بادواته المتنوعة للوصول الى القيمة المتوقعة للاسهم المختلفة.

لنصل الى المرحلة الخامسة والتى يتم فيها مقارنة القيمة التقديرية للاسهم المختلفة بالقيمة المتوقعة لتلك الاسهم، فإذا كانت القيمة المحددة من قبل التحليل الاساسى أكبر من القيمة المحددة من قبل التحليل الفنى، فإن المحلل ينصح بشراء السهم، أما إذا كان أقل فإنه ينصح ببيعه. وإذا تساوت القيمة المحددة من قبل التحليل الاساسى مع القيمة المحددة من قبل التحليل الفنى، وخلص المحلل إلى أن السوق كفو بالنسبة لهذا الاستثمار على وجه الخصوص. فعندها قد ينصح المحلل المستثمر بأن يحتفظ بسهمه⁹.

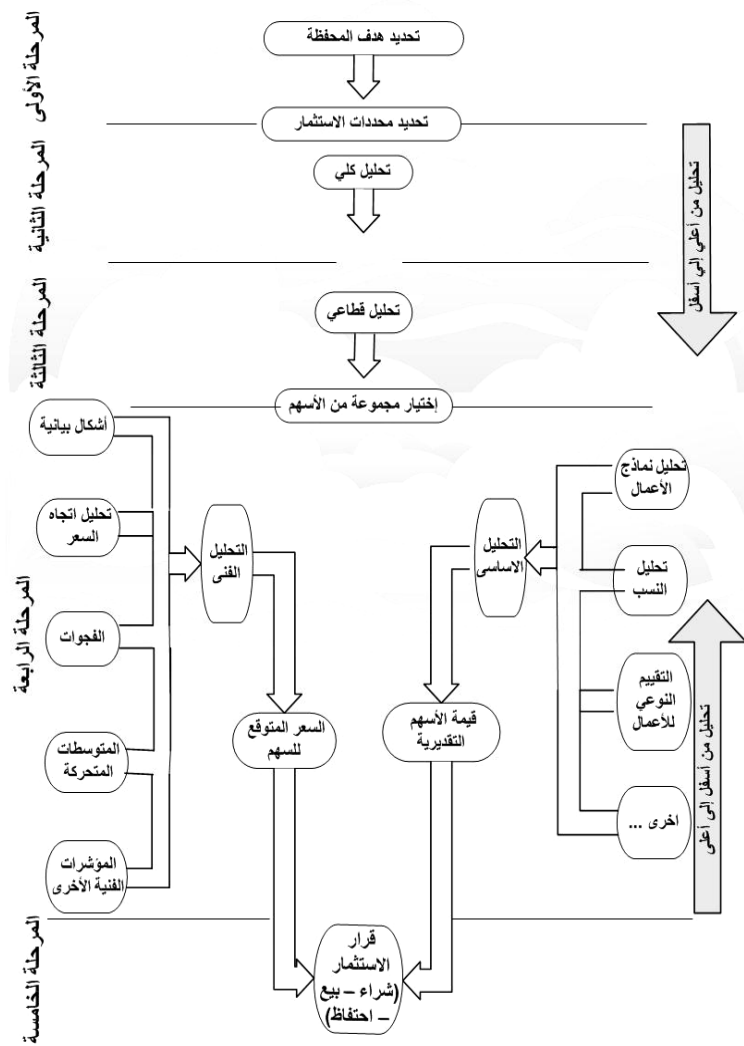
ومن المهم فى هذا الصدد توضيح ان هذه الاستراتيجية المقترحة لاختيار الاسهم بمحافظ الاوراق المالية انما تصلح لجميع محافظ الاوراق المالية حيث يتم تحديد الاهداف الرئيسية للاستثمار فى بداية الاستثمار بالمرحلة الاولى من الآلية، ومن ناحية اخرى فان هذه الاستراتيجية تصلح ايضا لمحافظ الاوراق المالية القطاعية ولكن بعد استبعاد مرحلة التحليل القطاعى حيث انه قد تم تحديده سلفا من قبل مدير المحفظة.

⁹ S.H. Penman, Financial Statement Analysis and Security Valuation, McGraw-Hill International Edition 2001, Finance Series, pp. 8-17, 2001.

ومن ثم فقد ثبتت الفرضية الثانية حيث تماثلت وصل الى آلية مقترحة لتقييم وانتقاء الاسهم بالاعتماد على كل من الدراسات النظرية والواقع العملي معا.

شكل رقم : 2

آلية مقترحة لاختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحث

الخاتمة

أن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة هو كيفية التعرف على قيمة الأسهم ونظم الاختيار التي يطبقها مديرو محافظ الأوراق المالية التي تستثمر في أسهم عند التعامل مع الأسهم العادية بما في ذلك تناول السبب وراء اختيارهم وكذا الأهمية النسبية والتطبيق العملي لنظم التقييم والاختيار التي يطبقونها.

إضافة إلى ذلك فإننا استهدفت الدراسة تناول أهم العوامل على صعيدي الاقتصاد الكلي والجزئي والمؤشرات عند اختيار الأسهم العادية وتناول السبب الكامن وراء أهمية هذه العوامل، كما عملنا على تحديد المبادئ والمفاهيم الأساسية لتقييم أسهم الشركات بهدف توفير معرفة وأدوات مساعدة في صنع قرارات استثمارية صائبة، ولتحقيق هذه الغايات البحثية وضعنا أسئلة بطريقة متماسكة لتحقيق أهدافنا المذكورة.

النتائج

توصلت الدراسة إلى تحقيق هدفها الأول والثاني، وذلك بتوصيف واستعراض المفاهيم والمبادئ الرئيسية لتحليل الأسهم بغرض تحديد الخلفية والأدوات التي تمكن من اتخاذ القرار الاستثماري الملائم. وتحديد منظومات تقييم واختيار الأسهم التي يطبقها مديرو الاستثمار في الأسهم.

فالمستثمرين يصنفون الأسهم إما بالنمو أو القيمة: ويستخدمون بانتظام منهجين رئيسيين لتقييم واختيار الأسهم لتكوين محفظة أوراق مالية قوية، كما طبقنا مفهومي التقييم الفني أو الأساسي. إن التحليل الفني أو القائم على الرسوم البيانية يستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم من خلال مطالعة أسعارها الماضية وحجم تداولها وفقا للقدرة على معرفة توجه الأسعار. ويتعلق التحليل الأساسي بتناول الأعمال الأساسية للشركة التي ينوى المستثمر الاستثمار فيها لتقييم قيمة هذه الشركة بدلا من التركيز على سعر السهم فقط. ومن ناحية أخرى فإن التقييم الكمي يتطلب استخدام الحاسبات والمعادلات الرياضية والإحصاءات لتحقيق هدف قيمة الأسهم، وهو التقييم الذي يمكن استخدامه كخطوة أولى في التحليل الأساسي أو الفني لتحديد التركيز على عدد من الشركات المستهدفة داخل نفس القطاع أو الصناعة مثلا. كما يمكن أن

يستخدم في التحليل الفني في القياس العلمي للعوامل المؤثرة على اتخاذ قرارات الاستثمار أو لدراسة أنماط الدراسة المتاحة.

وبعد تناول الاساليب المختلفة لتقييم واختيار الاسهم بمحافظ الأوراق المالية من خلال الدراسة المسحية، وبعد ايضاح كيفية تقييم واختيار الاسهم بمحافظ الاوراق المالية، وجدنا تباينا ملحوظا فى الواقع العملى عنه فى المفاهيم النظرية، كما لا توجد استراتيجية واضحة لتقييم واختيار الاسهم بمحافظ الأوراق المالية، وبالتالي فقد ثبتت صحة الفرضية الاولى والتي تنص على وجود اختلاف بين الاساس النظرى والواقع العملى من حيث منظومات تقييم واختيار الاسهم.

كما توصلت الدراسة إلى تحقيق هدفها الثالث، وذلك بالتوصل إلى آلية مقترحة لتقييم واختيار الاسهم اعتمادا على كلا من الدراسات النظرية والواقع العملى معاً. وبالتالي فقد ثبتت صحة الفرضية الثانية لهذا البحث.

المراجع

اولا : باللغة العربية

1 - الكتب :

سعيد توفيق عبید. الاستثمار: النظرية والتطبيق - منهج تحليلي كمي. القاهرة : مكتبة عين شمس ، 2007 .

____. الاستثمار في الأوراق المالية: القاهرة : مكتبة عين شمس ، 1998 .

محمود صبح. الأسواق المالية: منظور مالي واقتصادي. القاهرة: دار النهضة العربية، 1993 .

مصطفى إسماعيل عويس، أذون الخزانة: أهميتها كأحدى وسائل تنمية سوق النقد، (البنك المركزي المصري-معهد الدراسات المصرفية، 2004)، ص 8 .

منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

____. الأوراق المالية وأسواق رأس المال . الاسكندرية : منشأة المعارف ، 1993

____. الاسواق الحاضرة والمستقبلية: اسواق الاوراق الماليه واسواق الاختيار واسواق العقود المستقبلية. الاردن: المعد العربي للدراسات الماليه والمصرفيه ، 1994 .

____. ادوات الاستثمار في اسواق رأس المال: الاوراق الماليه وصناديق الاستثمار. الاردن: المعهد العربي للدراسات الماليه والمصرفيه، 1993 .

____. سلسلة الفكر الحديث في مجال الادارة الماليه : الفكر الحديث في مجال الاستثمار. الاسكندرية : منشأة المعارف ، 1996 .

____. تقرير التمويل الدولي في جمهورية مصر العربية، جامعة القاهرة، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، تقارير غير دورية، اكتوبر 1999)، ص 119 - 120.

2 - المقالات والدوريات :

المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، أسواق الأوراق المالية العربية : واقعها وإمكانيات تطويرها والربط فيما بينها، الكويت: سلسلة الدراسات الاقتصادية والاستثمارية رقم (8) ، نوفمبر 1988.

المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، معوقات الاستثمار في الدول العربية، الكويت: سلسلة الدراسات الاقتصادية والاستثمارية رقم 7 ، إبريل 1988).

حسن اسماعيل فارس. مؤشر مقترح لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار يلائم أسواق رأس المال العربية. مؤتمر دور المحاسبة والمراجعة في مرحلة الخصخصة ، القاهرة ، يونيو 2007 .

صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستحدثة في سوق رأس المال المصري . مؤتمر دور المحاسبة والمراجعة في مرحلة الخصخصة ، القاهرة، سبتمبر 1996 .

تقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار: بالتطبيق على البورصة المصرية. رسالة ماجستير، معهد البحوث والدراسات العربية، اغسطس 1998 .

نموذج لتقييم الأداء الاستثماري لمحافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار: بالتطبيق على البورصة المصرية. رسالة دكتوراه، اكاديمية السادات، يوليو 2002 .

صناديق الاستثمار في الميزان . مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد 1387، اغسطس 2003 .

مؤشر الأهرام الاقتصادي لصناديق الاستثمار . مجلة الأهرام الاقتصادي، اعداد مختلفه، 1996:2008

3 - المؤتمرات :

اتحاد المصارف العربية، دور المصارف العربية في التخصيصية وتطوير الأسواق المالية، إسطنبول، 12 - 13 مايو 1993

اتحاد المصارف العربية، آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة ، 2004.

صندوق النقد العربي ومؤسسة التمويل الدولية والأمانة العامة لجامعة الدول العربية واتحاد المصارف العربية، أسواق رأس المال العربية : الفرص والتحديات، أبو ظبي: 5 نوفمبر 1995

صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإئتمان الاقتصادي والاجتماعي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي ومؤسسة التمويل الدولية، السياسات المالية وأسواق المال العربية، أبو ظبي : 25 - 26 يناير 1994

نظير يوسف ميخائيل. صناديق الاستثمار لدى المصارف المصرية مع التركيز على تجربة بنك مصر. تقرير مقدم لندوة صناديق الاستثمار المشترك ودورها في تطوير اسواق المال العربي، القاهرة، يناير 1995.

على محمد نجم. سوق الاوراق الماليه وصناديق الاستثمار. تقرير مقدم لندوة صناديق الاستثمار المشترك ودورها في تطوير اسواق المال العربي، القاهرة ، يناير 2000 .

عمرو مصطفى ابوزيد، صناديق الاستثمار في مصر: الاموال والادارة (دراسة مقارنة)، ابحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، القاهرة، 1997، الجزء الاول، ص 55

الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية، الاستثمار ومعوقاته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية. نظمها ، الدار البيضاء : 16 - 18 ديسمبر 1986.

المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وسوق عمان المالي، أسواق الأوراق المالية العربية : تنظيمها أدواتها وأوضاع التعامل فيها، الكويت : المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1985.

صندوق النقد العربي، أسواق رأس المال في الدول العربية : واقعها ومجالات تطويرها، أبو ظبي 4 - 6 فبراير 1984.

4 - المواقع على شبكة الانترنت:

<http://www.cma.com.eg>
<http://www.cibceg.com>
<http://www.egyptse.com>
<http://www.egyptwatch.com>
<http://www.mcsd.com.eg>

ثانيا : باللغة الإنجليزية

1 - الكتب :

Ansoff, H. I., **Corporate Strategy**, Mc Graw-Hill, New York, 1965.
Berkowitz, Stephen A., Louis D. Finney, and Dennis Logue. **The Investment Performance of Corporate Pension Plans**. New York: Quorum Books, 1988.
Bernard, Victor. "Capital Markets Research in Accounting During the 1980s: A Critical Review," in *The State of Accounting Research as We Enter the 1990s*, Thomas J. Frecka, Ed. Urbana: University of Illinois Press, 1989.
Bauer, R. J. Dahlquist, J. R., **Technical Market Indicators: Analysis and Performance**, Wiley and Sons, Inc, 1999.
Damodaran A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, 2nd Edition, 2002.
English J. R. **Applied Equity Analysis: Stock Valuation Techniques for Wall Street Professionals**, McGraw-Hill, 2002.
Fisher, I., **How to Invest When Prices are Rising**, Scranton, Pa.: Lynn Summer and Co., 1912.
Fontanills, G. A. Gentile T., **The Stock Market Course**, John Wiley & Sons, Ltd., 2001
Fredman, J. and Wiles, Russ, **How Mutual Funds Work**, New York Institute of Finance, Prentice Hall, Inc., 1998.
Greenwald B. C. N., Kahn J., Sonkin P. D., Van Biema M., **Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond**, Wiley Ltd., 2002.
Hamel, G. and Prahalad, C.K., **Competing for the Future**, Harvard Business School Press, Boston, MA, 1994.

- Hawawini, Gabriel. **European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency**, Monograph 1984-4/5. Monograph Series in Finance and Economics, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business, New York University, 1984.
- Kahn, Michael N. (2007), **Technical Analysis Plain and Simple: Charting the Markets in your Language**. Keasy, K. Hudson, R. and Littler, K. The intelligent guide to Stock Market Investment, John Wiley & Sons Ltd England, 2007.
- Malkiel, Burton G. **A Random Walk Down Wall Street**. New York: Norton, 2000.
- Shafrin, Hersh. **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing**. Boston: Harvard Business School Press, 1999.
- Shafrin, Hersh, and Meir Statman. **"Behavioral Capital Asset Pricing Theory."** *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, no. 3, September 1995.
- Penman, S.H., **Financial Statement Analysis & Security Valuation**, McGraw-Hill International Edition 2001, Finance Series, 2001.
- Ross, Westerfield, Jaffe, **Corporate Finance**, Fifth Edition, McGraw- Hill Int. Editions, 2006.
- Smith E. L., **Common Stocks as Long-Term Investments**, New York: Macmillan, 1925.
- Zweig M., **Winning on Wall Street**, New York: Warner Books, p.121, 1990.

2 - المقالات والدوريات :

- Ball, Ray. **"The Theory of Stock Market Efficiency: Accomplishments and Limitations."** *Journal of Applied Corporate Finance* 8, no. 1, Spring 1995.
- Banz, R. W. **"The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks."** *Journal of Financial Economics* 9, no. 1, March 1981.
- Barry, Christopher B., and Stephen J. Brown. **"Differential Information and the Small Firm Effect."** *Journal of Financial Economics* 13, no. 2, June 1984.
- Basu, Senjoy. **"Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis."** *Journal of Finance* 32, no. 3, June 1977.
- Bernard, Victor. **"Capital Markets Research in Accounting During the 1980s: A Critical Review,"** in *The State of Accounting Research as We*

- Enter the 1990s*, Thomas J. Frecka, Ed. Urbana: University of Illinois Press, 1989.
- Bernard, Victor L., and Jacob K. Thomas. “**Post-Earnings-Announcements Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?**” *Journal of Accounting Research* 27, Supplement, 1989.
- Fama, Eugene F. “**Efficient Capital Market: II.**” *Journal of Finance* 46, no. 5, December 1991.
- Fisher, I., **How to Invest When Prices are Rising**, Scranton, Pa.: Lynn Summer and Co., 1912.
- Hawawini, Gabriel. **European Equity Markets: Price Behavior and Efficiency**, Monograph 1984-4/5. Monograph Series in Finance and Economics, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, Graduate School of Business, New York University, 1984.
- Huberman, Gur, and Shmuel Kandel. “**Market Efficiency and Value Line’s Record.**” *Journal of Business* 63, no. 2, April 1990.
- Ibbotson, Roger G., Jody Sindelar, and Jay R. Ritter. **Initial Public Offerings.** *Journal of Applied Corporate Finance* 1, no. 3, Summer 1988.
- Jain, Prom C. “**Response of Hourly Stock Prices and Trading Volume to Economic News.**” *Journal of Business* 61, no. 2 April 1988.
- Kahn, Michael N. (1999), **Technical Analysis Plain and Simple: Charting the Markets in your Language.** Keasy, K. Hudson, R. and Littler, K. The intelligent guide to Stock Market Investment, John Wiley & Sons Ltd England, 1998.
- Keim, Donald B. “**Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality.**” *Journal of Financial Economics* 12, no. 1, June 1983.
- Keim, Donald B., and Robert F. Stambaugh. “**Predicting Returns in Stock and Bond Markets.**” *Journal of Financial Economics* 17, no. 2, December 1986.
- Lev, Baruch. “**On the Usefulness of Earnings and Earning Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research.**” *Journal of Accounting Research*, Supplement 1989.
- Loughran, Timothy, and Jay Ritter. **The New Issues Puzzle.** *Journal of Finance* 50, no. 1, March 1995.
- Miller, Robert E., and Frank K. Reilly. “**Examination of Mispricing, Returns, and Uncertainty for Initial Public Offerings.**” *Financial Management* 16, no. 2, January 1987.
- Ou, J., and S. Penman. “**Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns.**” *Journal of Accounting and Economics*, November 1989.

- Seyhun, H. Nejat. “**Insider Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency.**” *Journal of Financial Economics* 16, no. 2, June 1986.
- Shafrin, Hersh. **Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing.** Boston: Harvard Business School Press, 1999.
- Shafrin, Hersh, and Meir Statman. “**Behavioral Capital Asset Pricing Theory.**” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30, no. 3, September 1995.
- Porter, M. E. (1985), **Competitive Advantage Creating and Sustaining Superior**
- Ball, R., **Changes in Accounting Techniques and Stock Prices,** The Journal of Accounting Research, Supp. 10, 1972.
- Brock, W. J. Lakonishok and Lebaron, J. (1992), **Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns,** The Journal of Finance, 47, 5 BZW Securities Limited, (1997) The BZW Equity-Gilt Study, 42nd Edition, January 1997
- Ellis, C. D., **The Loser’s Game,** Financial Analysts Journal, July/August, 1975.
- Fama, E., **Efficient Capital Markets: A review of Theory & Empirical Work,** Journal of Finance, 25 May, 1970.
- Foster G., Olsen, C. and Shelvin T., **Earning Releases, Anomalies, and the Behaviour of Security Returns,** The Accounting Review, 59, October, 1984.
- Jensen, M. C. and Ruback, R., **The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence,** Journal of Financial Economics, 11 April 1983.
- Moon, P. and Bastes, K., **CORE Analysis in Strategic Performance Appraisal,** Management Accounting Research, 4, 1993.
- Kjellman, A. Granlund, M., **What determines the value of a stock? A survey among Finnish Mutual Fund Managers,** Research Project, Department of Economics, Åbo University, 1998.
- Wood, Arnold S., ed. **Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management.** Charlottesville, Va.: Association for Investment Management and Research, April 1995.

3 - المواقع على شبكة الانترنت:

<http://www.wilshire.com>
<http://www.fool.com>
<http://www.dailystocks.com>
<http://www.firstquadrant.com>
<http://www.fitchinv.com>

<http://www.moodys.com>
<http://www.standardandpoors.com/ratings>
<http://www.kalotay.com>
<http://www.salomonsmithbarney.com/research>
<http://www.russell.com>, Frank Russel Company
<http://www.pathfinderscience.net>
<http://www.mutualfunds.about.com>
<http://www.comdirect.de>
<http://www.ameritrade.com/education/html/encyclopedia/index.html>
<http://www.marketvector.com/data/index.htm>
<http://www.stoxx.com/indexes>
<http://www.fidelity.com>
<http://www.equis.com/Education/TAAZ/>
<http://www.wileyurope.com/cda/cover/0,,0471393150|excerpt,00.pdf>
http://www.ifo.de/pls/ifo_app/CESifoSwitch?setPage=/pls/ifo_app/
<http://www.cesifo.de/IfoInstitute>
<http://www.bizownerhq.com>
<http://www.globefund.com/centre/GettingStarted11.html>