

ح) فهد بن عبدالله حامد الحويماي، ١٤٢٦هـ

فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر

الحويماي، فهد بن عبد الله

المال والاستثمار في الأسواق المالية. / فهد بن عبدالله الحويماي - ط٢ - الرياض، ١٤٢٦هـ.

٦٢٠ ص، ٢٤ سم

ردمك: ٤ - ٩٨٠ - ٤٩ - ٩٩٦٠

١- الأسهم- صناديق الاستثمار-السندات ٢-التحليل الفني ٣-التحليل الأساسي أ- العنوان

١٤٢٦/٧٤٥٧

٣٣٢,٦٣٢٢٧٣ ديوي

ردمك ٤ - ٩٨٠ - ٤٩ - ٩٩٦٠

رقم الإيداع: ١٤٢٦/٧٤٥٧

عدد الصفحات ٦٢٤، عدد الكلمات ١٥٧,٣٠١، عدد الأحرف ٧٤٦,٨٤٧.

ح) حقوق الطبع محفوظة للناسر، ولا يجوز تصوير أو نشر أي جزء من هذا الكتاب إلا بموافقة كتابية من الناسر. وجميع الحقوق الأخرى من صور وأشكال وعلامات تجارية محفوظة لأصحابها.

صف وإخراج: د. فهد عبد الله الحويماي

نصميم غلاف: بندر السويج

نصوير: مشعل الحميدان، فادي قماطي

مراجعة لغوية: عبدالقادر المطاحي

طباعة: مطابع دار الهلال للأوفست

الطبعة الثانية

٢٠٠٦م (١٤٢٧هـ)

الناسر

د. فهد عبد الله الحويماي

fahad@fahadbiz.com

المحتويات

IX	تمهيد
X.....	مختصر لمحتويات الكتاب
XIII	جمهور الكتاب
XIII	الاستفادة من الكتاب
XIV	الترجمة واللغة
XV	المراجع والمصادر
XV	التوافق مع تعليمات الشريعة الإسلامية
XV	أساتذة الجامعات والطلبة
XVI	شكر وتقدير
١٩	مقدمة
٢٠	مفهوم الاستثمار
٢١	دروس مستفادة
٢٣	الإنترنت
٢٤	تساؤل
٢٥	الخاتمة
٢٧	الباب الأول: الاستثمار والاستقلال المالي
٢٩	الفصل الأول: الاستثمار في الأسهم
٣٠	فوائد الاستثمار عن طريق الإنترنت
٣٢	مخاطر الاستثمار في الأسهم
٣٢	مخاطر الاستثمار عبر الإنترنت
٣٤	نصائح للمستثمر
٣٦	الخلاصة
٣٧	الفصل الثاني: التخطيط المالي
٣٨	الحاجة إلى التخطيط المالي
٣٩	مبادئ التخطيط المالي
٤٠	كيف تصبح مليونيراً؟
٤١	نمو رأس المال

٤٢	..... الخلاصة
٤٥	..... الفصل الثالث: حساب الأداء الاستثماري
٤٥	..... القيمة الزمنية للمال
٥٠	..... المبلغ المتكرر (السنوية) (ANNUITY)
٥١	..... العائد على الاستثمار
٥٦	..... الخلاصة
٥٩	..... الباب الثاني: أسواق المال ووسطاء السوق
٦٠	..... الفصل الرابع: أسواق تداول الأسهم
٦٠	..... الشركات ودورها في التنمية الاقتصادية
٦٢	..... سوق نيويورك للأسهم
٧١	..... سوق [نازداك] للأسهم
٧٩	..... الخلاصة
٨١	..... الفصل الخامس: طرح الأسهم (الاكتتاب)
٨٢	..... دوافع الطرح الأولى
٨٤	..... التصويت على مناصب مجلس الإدارة
٨٥	..... خطوات طرح الأسهم (IPO)
٨٧	..... كيفية الاستفادة من الطرح الأولى
٨٩	..... الخلاصة
٩١	..... الفصل السادس: الوسطاء وطرق التداول
٩٢	..... وسيط الخدمة الكاملة (FULL-SERVICE BROKER)
٩٥	..... وسيط التكلفة المنخفضة (DISCOUNT BROKER)
٩٧	..... أنواع الحسابات لدى الوسيط
١٠١	..... البيع المُسبق (SHORT SELLING)
١٠٧	..... سوق الساعات الإضافية (EXTENDED HOURS TRADING)
١٠٩	..... التداول اليومي (DAY TRADING)
١١١	..... الخلاصة
١١٣	..... الفصل السابع: أوامر البيع والشراء
١١٣	..... أمر بسعر السوق (MARKET ORDER)
١١٤	..... أمر بسعر محدد (LIMIT ORDER)
١١٦	..... أمر الشراء الموقوف (BUY STOP ORDER)
١١٨	..... أمر البيع الموقوف (SELL STOP ORDER)

١٢١	أمر البيع المُسبق (SELL SHORT)
١٢٢	طرق الاستفادة من أوامر البيع والشراء
١٢٧	الخلاصة
١٢٩	الباب الثالث: تحليل الأسهم
١٣١	الفصل الثامن: الجدوى من تحليل الأسهم
١٣٥	طرق تحليل الأسهم (STOCK ANALYSIS)
١٣٨	فرضية كفاءة السوق (EFFICIENT MARKET HYPOTHESIS)
١٤٢	الجدوى من انتقاء الأسهم
١٤٥	الخلاصة
١٤٧	الفصل التاسع: التحليل الأساسي للأسهم
١٤٨	قائمة المركز المالي (BALANCE SHEET)
١٦٠	قائمة الدخل (INCOME STATEMENT)
١٦٧	قائمة التدفقات النقدية (STATEMENT OF CASH FLOW)
١٧١	تقييم الأسهم (STOCK VALUATION)
١٧٥	الخلاصة
١٧٧	الفصل العاشر: مؤشرات الأداء
١٧٨	السيولة (LIQUIDITY)
١٨٠	إدارة الأصول (ASSET MANAGEMENT)
١٨٣	إدارة المديونية (DEBT MANAGEMENT)
١٨٦	الربحية (PROFITABILITY)
١٨٨	القيمة السوقية (MARKET VALUE)
١٩٢	أهمية التدفق النقدي (CASH FLOW)
١٩٣	الخلاصة
١٩٧	الفصل الحادي عشر: متابعة المؤشرات المالية والاقتصادية ..
١٩٨	مؤشرات الحالة الاقتصادية
٢١٣	قراءة مؤشرات السوق
٢١٨	الاستثمار في شركات التكنولوجيا الحيوية BIOTECH
٢٢١	الاستثمار في قطاع التكنولوجيا TECHNOLOGY
٢٢٥	الخلاصة
٢٢٧	الفصل الثاني عشر: التحليل الفني للأسهم
٢٢٨	أهمية التحليل الفني ونشأته

٢٣٣	تضاريس الخارطة CHARTS
٢٤٩	النماذج السعرية
٢٦٤	الشموع اليابانية JAPANESE CANDLESTICKS
٢٦٩	المؤشرات الفنية ومقاييسها
٢٨٩	نقاط عامة ومقولات مشهورة
٢٩٢	أدوات المحلل الفني
٢٩٧	الخلاصة
٢٩٩	الباب الرابع: التداول عبر الإنترنت
٣٠١	الفصل الثالث عشر: الإنترنت والمستثمر
٣٠٢	بعض المهارات اللازمة للتعامل مع الإنترنت
٣٠٣	المواقع المالية على الإنترنت
٣٠٤	موقع [ياهو] المالي (YAHOO! FINANCE)
٣١٩	موقع زاكس (ZACKS)
٣٢٠	موقع أديفازر إنسايت (ADVISOR INSIGHT)
٣٢٠	خدمات التنقيب عن الأسهم
٣٢٣	مواقع الوسطاء
٣٢٦	الوسطاء المحليين
٣٢٦	الخلاصة
٣٢٩	الفصل الرابع عشر: دليل المواقع الاستثمارية على الإنترنت
٣٣٠	خدمات الخرائط (CHART SERVICES)
٣٣٠	التخطيط المالي (PERSONAL FINANCE)
٣٣٠	تحليل الشركات (COMPANY ANALYSIS)
٣٣٠	أسهم متحركة (HOT STOCKS)
٣٣٠	مواقع لبعض الوسطاء (BROKERS)
٣٣١	الصناديق الاستثمارية (MUTUAL FUNDS)
٣٣١	الطرح الأولي (IPOS)
٣٣١	مجلات الاستثمار (ONLINE MAGAZINES)
٣٣١	معلومات عامة عن الاستثمار (INVESTING INFORMATION)
٣٣٢	مواقع الأسواق المالية (SECURITIES EXCHANGES)
٣٣٢	مواقع بحث وأرقام إحصائية (SEARCH AND STATS)
٣٣٣	مواقع مؤسسات حكومية وهيئات عامة

٣٣٣	مواقع إخبارية (NEWS)
٣٣٣	منتديات عربية
٣٣٣	الاستثمار الإسلامي
٣٣٤	منتديات إنجليزية
٣٣٤	مواقع متفرقة (MISCELLANEOUS)
٣٣٧	الباب الخامس: الاستثمار بأكثر من طريقة
٣٣٩	الفصل الخامس عشر: صناديق الاستثمار وأسهم المؤشرات ..
٣٤٠	مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية
٣٤١	سلبات الاستثمار في الصناديق الاستثمارية
٣٤٢	قبل اتخاذ قرار الدخول في الصناديق الاستثمارية
٣٤٢	أداء صناديق الاستثمار
٣٤٤	أنواع الصناديق الاستثمارية وخصائصها
٣٤٧	صناديق المؤشرات (INDEX MUTUAL FUNDS)
٣٤٨	أسهم المؤشرات (INDEX SHARES)
٣٤٩	أسهم ISHARES للمؤشرات
٣٥٠	أسهم إيصالات الإيداع لمؤشر [أس أند بي] (SPDRS)
٣٥٠	الأسهم القابضة (HOLDERS)
٣٥٦	الاستثمار الإسلامي
٣٦١	الاستثمار في الأسهم الدولية
٣٦٣	الاستثمار في إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRS)
٣٦٣	الاستثمار في العقار
٣٦٥	الاستثمار عن طريق البنوك المحلية
٣٦٥	الخلاصة
٣٦٧	الفصل السادس عشر: عقود الخيار
٣٦٨	فكرة عقود الخيار
٣٧٠	خصائص عقد الخيار
٣٧٧	مصطلحات العقد
٣٨١	الحصول على الأسعار عن طريق الإنترنت
٣٨٢	التعامل المناسب مع عقود الخيار
٣٨٦	استراتيجيات أخرى
٣٨٧	عقود الخيار على الإنترنت

٣٨٨	..... الخلاصة
٣٩١	..... الفصل السابع عشر: السندات
٣٩٢	..... هل من الضروري معرفة السندات؟
٣٩٢	..... خصائص السندات
٣٩٦	..... أنواع السندات
٣٩٧	..... كيفية حساب عائد الاستحقاق (YTM)
٣٩٨	..... منحني عائد الاستحقاق (YIELD CURVE)
٤٠١	..... قراءة أسعار السندات
٤٠٣	..... استراتيجيات التعامل في السندات
٤٠٣	..... الخلاصة
٤٠٥	..... الفصل الثامن عشر: الأسواق الآجلة
٤٠٦	..... أنواع العقود الآجلة
٤١٢	..... التعامل في العقود الآجلة
٤١٧	..... طرق الاستفادة من العقود الآجلة
٤٢٢	..... عقود الخيار للعقود الآجلة
٤٢٣	..... تداول العملات الدولية
٤٢٩	..... الخلاصة
٤٣١	..... الفصل التاسع عشر: متفرقات
٤٣١	..... قضايا جماعات المتضررين CLASS-ACTION LAWSUIT
٤٣٣	..... إفلاس الشركة BANKRUPTCY
٤٣٤	..... الاحتيال على الإنترنت وكيفية تجنبه
٤٣٧	..... أشهر انهيار للأسواق MARKET CRASH
٤٤٠	..... سقوط شركة إنرون ENRON COLLAPSE
٤٤١	..... سقوط بنك بيرنجز BARINGS BANK
٤٤٣	..... ما هي صناديق التحوط HEDGE FUNDS؟
٤٤٦	..... الفقاعات المالية FINANCIAL BUBBLES
٤٤٨	..... إحصاءات وأرقام
٤٥٧	..... الباب السادس: الأسهم السعودية
٤٥٩	..... الأسهم السعودية
٤٦٠	..... الاقتصاد السعودي
٤٧٢	..... أنظمة السوق

٤٧٩	المعلومات في السوق السعودي
٤٨٢	التسهيلات
٤٨٣	الاكتتاب
٤٨٨	المؤشر العام للأسهم
٤٩١	كفاءة السوق السعودي
٤٩٤	أوامر البيع والشراء
٥٠٢	التحليل الفني للأسهم السعودية
٥١٣	التحليل الأساسي للأسهم السعودية
٥٣٠	تحليل شركة مساهمة
٥٣٧	الاستثمار في أسهم البنوك
٥٤٢	صناديق الاستثمار
٥٤٧	مستقبل السوق السعودي
٥٥٣	الخلاصة
٥٥٥	توصيات
٥٥٩	خاتمة
٥٦٣	مصطلحات
٥٨٧	المراجع
٥٩١	كشاف INDEX

3

الباب الثالث

تحليل الأسهم

١٣١	الفصل الثامن: الجدوى من تحليل الأسهم
١٤٧	الفصل التاسع: التحليل الأساسي للأسهم
١٧٧	الفصل العاشر: مؤشرات الأداء
١٩٧	الفصل الحادي عشر: متابعة المؤشرات المالية والاقتصادية
٢٢٧	الفصل الثاني عشر: التحليل الفني للأسهم

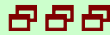
الفصل الثامن

الجدوى من تحليل الأسهم



في هذا الفصل

- ✓ لماذا يبذل بعض الناس وقتاً طويلاً في البحث والتحري عند شراء جهاز تلفزيون بـ ٢٠٠ دولار ولا يفعلون ذلك عند شرائهم لأسهم بـ ٢٠٠ ألف دولار؟
- ✓ كيف يمكن تقسيم الشركات إلى قطاعات وصناعات معينة لتسهيل عملية تصنيفها؟
- ✓ ما الطريقتان الرئيسيتان لتحليل الأسهم وما الفرق بينهما؟
- ✓ ما المقصود بفرضية كفاءة السوق، وهل بالفعل إن الأسواق المالية في حالة توازن دائم؟



من أغرب ما يقوم به كثير من الناس للأسف الشديد هو الدخول في العديد من الشركات بدون القيام بالدراسة الكافية لما هم مقدمون عليه. فالبعض يعتقد أنه لا يحتاج إلى القيام بتحليل وضع الشركة المالي طالما إنه ينوي الاستثمار على المدى القصير أو إنه فقط يود المضاربة على السهم، وهذا خطأ كبير، حيث إن السهم القوي استثمارياً أفضل للمضارب ويحميه من الوقوع وقت الشدة. إن من يتقن أسلوب التحليل المالي يستطيع تجاوز الكثير من الخسائر ويكتشف الفرص القوية متى ما ظهرت له. فنجد كثيراً من الناس يزجون بالآلاف الدولارات في سوق الأسهم دون أدنى معرفة لطبيعة الشركة التي يستثمرون بها، وأحياناً دون حتى معرفة اسم الشركة، بل يكفي باستخدام الرمز الخاص بالشركة والذي يتكون من حرف واحد إلى خمسة أحرف¹. فقد يقوم المستثمر بالاتصال بالوسيط أو عن طريق الإنترنت ويقوم بطلب شراء عدد معين من الأسهم لشركة رمزها ABCD، والتي غالباً ما يكون قد سمع عنها من صديق أو من أحد المصادر على الإنترنت. وتحدث قصص حقيقية لأناس قاموا بطلب رمز مختلف عن الذي كانوا يتوقعونه نتيجة عدم تأكدهم

¹ تتكون رموز الشركات المسجلة في سوق نيويورك وكذلك السوق الأمريكي من واحد إلى ثلاثة أحرف، بينما رموز شركات نازداك تتكون من أربعة إلى خمسة أحرف.

من الرمز، وتكون النهائية عادة إما مضحكة أو مبكية (حسب النتيجة النهائية) عندما يتم اكتشاف ما تم شراؤه.

والغريب حقاً أن الإنسان عادة ما يبذل جهداً جهيداً ويقضي وقتاً طويلاً في التسوق والمقارنة الدقيقة عندما ينوي شراء جهاز تلفزيون أو جهاز فيديو بسعر لا يتجاوز ٢٠٠ دولار، بينما تجده يقذف آلاف الدولارات في شركات لا يعرف عنها شيئاً على الإطلاق. وقد يكون أحد أهم أسباب مثل هذا التصرف المتهور السهولة اللامتناهية في عملية إنجاز عمليات البيع والشراء للأسهم سواء بالطرق التقليدية عن طريق الهاتف أو عن طريق شبكة الإنترنت. هذه السهولة تشبه إلى حد كبير الفرق بين الدفع بواسطة بطاقة الائتمان والدفع نقداً، حيث إن من يدفع نقداً يكون أكثر حرصاً ممن يدفع بواسطة بطاقة بلاستيكية!

وإنه لعجيب حقاً لو أنك طلبت من ذلك المستثمر المتهور الدخول في عملية تجارية مع أحد التجار في المنطقة التي يعيش فيها، كأن يستثمر مبلغ ١٠ آلاف دولار في شركة يملكها صديق له، فإنه لن يقدم على هذا الشيء إلا بعد أن يقوم بمعرفة هذه الشركة وعدد العاملين بها وطبيعة المنتج الذين يقومون بصناعته وعدد الشركات المنافسة ومستقبل منتجاتها ويسأل صديقه ألف سؤال قبل أن يقوم باستثمار ماله في الشركة. ومرة أخرى نجد الشخص ذاته يدفع مبالغ طائلة في شركات مغمورة في سوق الأسهم دون أن يكلف نفسه عناء البحث والتفكير.

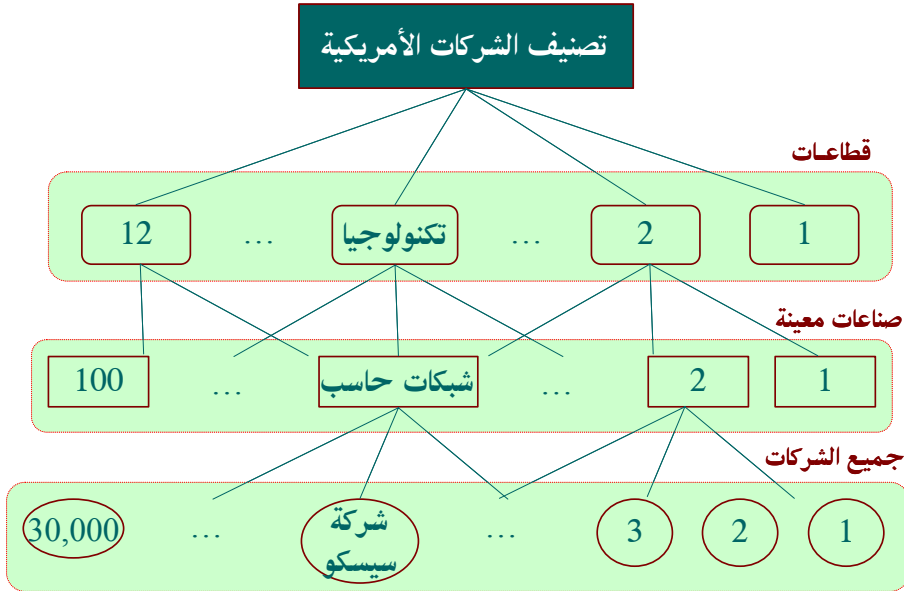
الحقيقة المرة التي يجب على من أراد الدخول في الاستثمار، سواء في الأسهم الأمريكية أو غيرها، أن يدركها هي إن شراء الأسهم يتطلب جهداً أكبر بكثير من شراء جهاز تلفزيون أو فيديو أو مشاركة زميل في الاستثمار بمنشأة محلية صغيرة الحجم سهلة الفهم والتحليل.

تصنيف الشركات

بنظرة سريعة إلى تصنيف الشركات الأمريكية حسب المتبع من قبل شركة [ملتكس] المتخصصة في بيانات الشركات (MarketGuide) نجد أن كل شركة يتم تداول أسهمها في الأسواق الأمريكية تنتمي إلى صناعة معينة (Industry)، كصناعة الملابس أو المشروبات، أو الصناعات الكيميائية أو المنتجات الورقية، أو أجهزة الكمبيوتر أو العقار، وغيرها، وتستجد أن كل مجال صناعي ينتمي بدوره إلى قطاع عام (Sector) يضم العديد من الصناعات، الشكل ٨-١. في هذا المثال نجد إن شركة [سيسكو] (Cisco Systems) تنتمي إلى صناعة شبكات الحاسب الآلي، إلى جانب عدد كبير من الشركات في المجال نفسه، وإن صناعة شبكات الحاسب الآلي تنتمي إلى قطاع التكنولوجيا.

² قم بزيارة الموقع (<http://biz.yahoo.com/p>) لرؤية جميع الصناعات وبعض المعلومات عنها.

وحسب هذا التصنيف فهناك اثنا عشر قطاعاً مستخدمة في تصنيف الشركات، كما هو مبين في الجدول ٨-١ (صفحة ١٣٥)، ومثل هذا التصنيف يعين في فهم موقع كل شركة في سوق الأسهم.



الشكل ٨-١: مثال لتصنيف الشركات حسب قطاعات وصناعات معينة.

هنا يتضح الخطأ الذي يقع فيه كثير من المستثمرين، وهو عدم التركيز على صناعة معينة أو حتى قطاع معين. فنجد من يشتري ويبيع في أسهم شركات قطاع المواد الخام وكذلك شركات قطاع المواد الاستهلاكية الدورية، إلى جانب شركات قطاع النقل والمواصلات والخدمات الصحية! أمر عجيب حقاً أن يستطيع شخص أن يلم بطبيعة عمل عدد كبير من القطاعات ويستثمر في صناعات مختلفة داخل هذه القطاعات علماً بأن كل قطاع مختلف تماماً عن الآخر. هذا التصرف لا يحدث عند دخول الشخص في استثمارات محلية، حيث قل ما نجد من يملك شركة أدوية ويعمل في مجال العقار ولديه مخبز ومحل حلالة ومؤسسة خدمات كمبيوتر!

إن الدراسة والفهم الصحيح لما نود أن نستثمر أموالنا فيه أمر في غاية الأهمية ولا يمكن أن ينجح المستثمر في استثماره دون بذل الجهد اللازم لتحقيق الأهداف المطلوبة. وحتى في حالة رغبة الشخص في تنويع استثماراته عليه التركيز على قطاع معين أكثر من غيره، وإن صح التعبير، فعليه التخصص في قطاع معين وعدد قليل من الصناعات داخل هذا القطاع، وقصر التنويع في قطاعات أخرى إلى نسبة قليلة من رأس المال أو في شركات محددة، أو الاستعانة بمدير محفظة أو صندوق استثماري.

سؤال: قد يسأل سائل عن مدى أهمية بذل كل ذلك الجهد لمن أراد أن يستثمر عن طريق مدير محفظة أو عن طريق أحد محترفي السوق أو عن طريق وسيط الخدمة الكاملة. أليس الأمر في غاية البساطة؟ حيث كل ما على المستثمر القيام به فتح حساب لدى أحد هؤلاء المحترفين وترك حرية التصرف فيما يباع ويشترى له؟ أليس من المقترض أن يكون هذا الشخص ملماً بالأسواق المالية ووسائل الاستثمار الناجحة وطرقه، إلى جانب كونه يحمل شهادة متخصصة في هذا المجال ولديه خبرة طويلة من أحد بيوت الاستثمار المعروفة؟

الجواب عن هذا السؤال نعم، إن بالإمكان الاعتماد بشكل كلي أو جزئي على هؤلاء الخبراء، ويحدث ذلك كثيراً في الأسواق المالية، والذي بسببه ظهر قطاع الخدمات والاستشارات المالية في كل مكان. فنجد بيوت الاستثمار التي تقدم خدمات المتاجرة في الأسهم، ونجد دور وسطاء الخدمة الكاملة، ونجد ناشري رسائل النصح والإرشاد في كيفية التعامل مع السوق، إلى جانب من يقدم خدمات اختيار الأسهم وتوقيت الدخول والخروج منها.

لكن السؤال الحقيقي هو كيف نجد من يتقن هذه المهام بالشكل الصحيح؟ وهل تتناسب طرق وأساليب هذا الشخص، أو تلك الجهة، مع الأسلوب الذي يناسبنا؟ وهل درجة المخاطرة مناسبة؟ وهل الفترة الزمنية التي يبني هذا المختص قراراته عليها مناسبة لنا؟ وكيف نعرف إن كان الشخص يعمل لصالحنا ويبدل الجهد المطلوب؟ وإذا عرفنا أن بعض هؤلاء المحترفين يحققون أرباحهم عن طريق عمولات البيع والشراء بغض النظر عن أداء الأسهم التي ينصحون بها، نجد أن الجواب ليس بغاية السهولة³. وطبيعي أنه في حالة توفر هذا المحترف المطلوب واقتناعنا بقدراته فقد يكون الاستثمار عن طريقه هو الحل المناسب. وبديهي جداً أن الهدف الحقيقي من الاستثمار في نهاية الأمر هو تحقيق العائد المالي المطلوب، فإن تحقق ذلك عن طريق شخص آخر بدلاً منا فهذا هو عين الصواب.

وأخيراً فإن الفهم الصحيح لطبيعة الاستثمار لن يذهب أدراج الرياح، حيث إنه بغض النظر عن الطريقة المتبعة للاستثمار، سواء عن طريق المحترفين أو عن طريق الشخص نفسه، نجد أن الفهم الصحيح لما يدور في عالم الأسهم وطبيعة عملها وكيفية تحليل أداء الشركات والعوامل التي تركز عليها عملية اختيار الأسهم المناسبة تعود في النهاية على المستثمر بفائدة عظيمة. فالمعرفة تصفي قدراً كبيراً من الثقة في النفس عند اتخاذ القرار، وتساعد المستثمر في التحاور مع من يدير أمواله بذكاء ومقدرة.

³ تأخذ صناديق الاستثمار غالباً عمولتها كنسبة من رأس مال الصندوق، وبالنسبة لصناديق المحترفين المعروفة باسم صناديق التحوط Hedge Funds فتأخذ غالباً من 1-2% من رأس مال الصندوق إضافة إلى 20-25% من صافي الأرباح.

الجدول ٨-١: تقسيم الشركات إلى اثني عشر قطاعاً مختلفاً، وعدد الصناعات في كل قطاع.

عدد الصناعات	Sector	القطاع	
١١	Basic Materials	المواد الخام	١
٧	Capital Goods	المعدات الكبيرة	٢
١	Conglomerates	متعددة المجالات (قابضة ضخمة)	٣
١٢	Consumer Cyclical	مواد استهلاكية دورية	٤
٨	Consumer/Non-Cyclical	مواد استهلاكية غير دورية	٥
٤	Energy	مجال الطاقة	٦
١٠	Financial	مجال الخدمات المالية	٧
٤	Healthcare	مجال الخدمات الصحية	٨
٢٥	Services	مجال الخدمات	٩
١١	Technology	مجال التكنولوجيا	١٠
٦	Transportation	مجال النقل والمواصلات	١١
٣	Utilities	مجال الكهرباء، والغاز، والماء	١٢

المصدر: خدمة Yahoo

طرق تحليل الأسهم (Stock Analysis)

لحسن الحظ إن عملية تحليل الأسهم تخضع بشكل كبير لطريقتين فقط: التحليل الأساسي (Fundamental Analysis)، والتحليل الفني (Technical Analysis)؛^٤ يعتمد التحليل الأساسي على دراسة جميع جوانب الشركة التشغيلية والمالية والتسويقية وأداء مجلس إدارتها ومديريها التنفيذيين والفنيين وغير ذلك من التفاصيل الخاصة بالشركة، إضافة إلى وضع الشركات المنافسة ووضع الاقتصاد الكلي والعوامل الاقتصادية الأخرى التي قد تؤثر على أداء الشركة.

فالتحليل الأساسي يفحص بشكل دقيق جميع جوانب المخاطرة الناتجة عن الاستثمار في الشركة المراد الاستثمار بها، وتأتي هذه المخاطرة من الشركة نفسها (Company-Specific Risk) ومن السوق نفسه (Market-Specific Risk). فالمخاطرة الخاصة بالشركة تأتي نتيجة عدم قيام الشركة بمهامها التجارية بالشكل المطلوب، أو نتيجة ظهور بديل أفضل لمنتجات الشركة أو

⁴ هناك في الواقع طريقة ثالثة تعتمد على التحليل "النفسي" للسوق، إلا أنني أعتبرها جزءاً من التحليل الفني.

خدماتها، أو أن الشركة تعتمد على مشترٍ معين أو مورد معين قد تخسره لاحقاً لسبب ما، وهكذا من المخاطر التي قد تعيق نمو الشركة وسعيها نحو تحقيق أهدافها. أما المخاطرة الخاصة بالسوق فهي تأتي بسبب الوضع العام للسوق والاقتصاد والتشريعات الحكومية والمشاكل الدولية المختلفة. فربما تكون الشركة بأحسن حال ومنتجاتها ناجحة للغاية، ولكن قد يتغير الوضع الاقتصادي للبلاد، وقد يسود الاقتصاد جو من الركود أو الكساد (Recession) مما يحد من قدرة المشترين لمنتجات الشركة. وقد تتفاقم نسبة التضخم في البلاد وتزيد البطالة، الأمر الذي يجعل الشركة غير قادرة على بيع منتجاتها بالشكل المطلوب. أضف إلى ذلك العديد من الاعتبارات الأخرى الخاصة بالتنافس الدولي وسعر صرف العملة المحلية وأثر الحروب والمشاكل السياسية وما إلى ذلك، وعندها تجد أن الشركة لا تعمل في معزل عن العالم، وإن هذه المتغيرات قد تؤثر بشكل كبير على سعر سهم الشركة.

أما بالنسبة للتحليل الفني للأسهم فهو يختلف تماماً عن التحليل الأساسي، حيث يعتمد بشكل كبير على ظاهر الأمور في الوقت الحاضر وما تم اكتشافه من حركات وتصرفات تمت في الماضي. فتجد أن المحلل الفني يركز على حركة سعر السهم وكمية التداول واتجاه مؤشرات السوق الفنية وما إلى ذلك من حقائق وأرقام حدثت في الماضي، وعن طريقها يحاول التنبؤ بالمستقبل. إن الافتراض الذي ينطلق منه المحلل الفني هو أن حركة الأسعار تتبع مسارات معروفة تأتي على شكل نماذج معينة تتكرر باستمرار، أي أن التاريخ يعيد نفسه وإن المطلوب فقط هو اكتشاف هذه النماذج مبكراً وإتباع ما توحى به.

الفرق بين المحلل الأساسي والمحلل الفني

يمكن تشبيه الفرق بين المحلل الأساسي والمحلل الفني بالحالة الافتراضية التالية. لنفرض أن هناك سوقاً كبيرة جداً لبائعي الملابس تتكون من مئات البائعين وآلاف المشترين المتواجدين في ساحة دائرية كبيرة، على أطرافها يوجد مئات المحلات الصغيرة. ومن بوابة كبيرة يدخل كل من المحلل الأساسي والمحلل الفني، حيث يمكنهما رؤية جميع المحلات التي تعرض المنتجات وكذلك يريان جموع المشترين والبائعين المنتشرين في كل مكان في هذه الساحة.

هنا نجد أن المحلل الأساسي هو ذلك الشخص الذي يمر على المحلات بهدوء تام بحثاً عن شيء يشتريه. فتراه يمد يده إلى قميص قطني ويفحصه بيديه لمعرفة جودة قماشه وهل هو قطن خالص أم ممزوج، وهل هو من إنتاج مصر أو الهند أو إحدى جزر الكاريبي. ثم قد ينظر إلى قوة خيط التفصيل وأنواع الأزرة المستخدمة والشركة المصنعة وجودة التصميم ومتانة القميص وقوته. بعد ذلك يقوم بمقارنة القميص مع قمصان أخرى في محلات أخرى ويقوم بمقارنة الأسعار، ومن ثم يقرر شراء عدد من هذه القمصان لبيعها في وقت لاحق بسعر مناسب، أو قد يحتفظ بها ويلبسها!

في مكان آخر من هذه الساحة نجد المحلل الفني يقوم بعملية مغايرة تماماً لنظيره الأساسي. فهو في الواقع لا يعرف ماذا يريد أن يشتري ولا يعنيه ما سيشتري، بل هدفه الوحيد معرفة الشيء الذي يبدو أن أكثر المتسوقين متجهين لشرائه ليقوم بشرائه على أمل أن يتزايد عدد المشتريين لاحقاً مما يؤدي إلى ارتفاع السعر، ويستطيع هو البيع بسعر أعلى من سعر الشراء. وقد يراقب السوق لفترة طويلة ويحاول أن يعرف الشيء الذي تم شراؤه أو بيعه بشكل ملفت للنظر وبأي كمية، ويحاول أن يدرس ما تؤول إليه الأسعار بعد عمليات البيع والشراء، ومن ثم يحاول اكتشاف أسباب تحرك الأسعار باتجاه معين، وهكذا.

لاحظ أن المحلل الأساسي قد قام بشراء القميص نتيجة اعتقاده بأن السعر الحقيقي للقميص يستحق أكثر من سعره الحالي، وإن باستطاعته بيعه في وقت لاحق بسعر أعلى عندما يكتشف بقية المتسوقين جودة هذا النوع من القمصان. فهو يبني قراره على اعتقاده بأن هذا النوع من القمصان جيد وسوف يتزايد طلب الشراء عليه في المستقبل، لذا فهو يسارع بشرائه الآن ويحتفظ به إلى أن يكتشف بقية المتسوقين جودته ويبدؤون بشرائه. لاحظ كذلك أن المحلل الفني لديه منطق سليم، فهو لن يقبل على شراء هذه القمصان حتى يرى بعينه الكثير من الناس بما فيهم المحللين الأساسيين وهم يتدافعون لشراء القميص، عندها يعلم بأن المحللين الأساسيين قد اتفقوا على قرار معين ويستطيع هو بدوره مشاركتهم "الغنيمة". هذه الطريقة التي يسلكها المحلل الفني تسمى طريقة الاندفاع Momentum Trading، وهي واحدة من طرق كثيرة متاحة للمحلل الفني.

وقفة

حاول أن تتصور سوفاً لا يوجد فيه محللون أساسيون، مجرد محللين فنيين، وحاول أن تتخيل كيف لهذا السوق أن يعمل. أين سيجد المحلل الفني إشارة الشراء التي يأخذها عادة من المحلل الأساسي، طالما أنه لا يوجد في هذا السوق محلل أساسي؟ نتوقع في هذه الحالة حدوث فوضى وعشوائية في البيع والشراء، فعند حدوث أي حركة من أحد المحللين الفنيين سوف يتدافع البقية للشراء ظناً منهم أن هناك تحركاً إيجابياً في ذلك السهم، مما سيرفع السعر لفترة معينة ولكن، آجلاً أم عاجلاً، لن يجد السهم من يود الاحتفاظ به فيتهاوى حينما كان.

لاحظ أن هدف المحلل الأساسي في هذا التشبيه هو الحصول على القميص باكراً وقبل اكتشاف بقية الناس له، أو عندما يعتقد بأن سعر القميص أصبح متدنٍ جداً لدرجة مغرية فيقوم بشرائه قبل غيره، بينما المحلل الفني يأتي دائماً متأخراً بعض الوقت. كلا المحللين ينتهج مسلكاً مختلفاً تماماً عن الآخر، وكلاهما يعتقد أن طريقته هي الصحيحة، وقد يشير كل منهما إلى نتائج استثماراته حسب الطريقة التي يتبعها ويؤكد أن منهجه صحيح للغاية. ونسأل هل صحيح ما يدعيه كلا الطرفين؟ هل بالإمكان دراسة وضع شركة ما من ناحية أساسية وبذل ما لدينا من جهد لمعرفة قوتها ومستقبلها المالي، واكتشاف فرصة استثمارية لم تخطر على بال الآخرين؟ وهل من الممكن

الاستفادة مما تم اكتشافه بالرغم من معرفة غيرنا بالشيء نفسه؟ هل هو مجرد حقاً أن نقوم بدراسة حركة سعر السهم ونعرف من ذلك كيف يتحرك السعر في اليوم التالي، أو في الشهر القادم؟ الجواب عن هذه التساؤلات لا يزال مصدر نقاش واختلاف في الآراء بين الباحثين والأكاديميين من جهة، والمحترفين والمهنيين من جهة أخرى، وهذا ما سوف نتطرق إليه فيما يلي.

فرضية كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis)

يعتقد معظم الأكاديميين بأن الأسواق المالية بشكل عام أسواق ذات كفاءة (أو فاعلية) عالية (Efficient)، مما يجعلها في حالة توازن دائم، وإن اتجاه الأسعار يتبع مساراً عشوائياً (Random Walk) في هذه الأسواق. لذا فعند النظر إلى سعر سهم معين في أي لحظة من اللحظات فإن ما نشاهده هو السعر الذي اتفق عليه جموع البائعين والمشتريين ولا يمكن لهذا السعر أن يكون مختلفاً عما هو عليه حالياً! هذا الافتراض يقوم على أساس أن هناك آلاف المحللين والمتابعين لكل شركة من الشركات التي تباع أسهمها في السوق وتشتري، وإن هؤلاء الأشخاص لهم مصالح كبيرة وتدفع لهم مبالغ طائلة لمتابعة تطور وأداء كل شركة تقع تحت اختصاصهم. لذا فمن غير الممكن للقيمة الحقيقية لأي شركة أن تكون مختلفة عما يعكسه سعر السهم الخاص بها في أي لحظة من اللحظات. فلو فرضنا أن القيمة "الحقيقية" للسهم أعلى مما هي عليه الآن، فذلك يعني أن غيرنا من محللين ومتابعين قد اكتشف الشيء ذاته (بحكم أن لدينا جميعاً المعلومات نفسها ولدينا جميعاً عقول تفكر بشكل طبيعي وسليم)، وبناءً على ذلك فمن المفترض أن يقوم هؤلاء المحللون والمتابعون على الفور بشراء السهم، مما سيرفع سعره إلى أن يصل إلى السعر "الحقيقي". ولو فرضنا أن القيمة "الحقيقية" للسهم أقل مما هي عليه الآن، فإن تصرف جموع المشاركين في السوق سيقود لا محالة إلى هبوط السعر إلى مستواه "الحقيقي"! معنى ذلك أن سعر السوق هو السعر "الحقيقي".⁵

بإيضاح أكثر إن ما تعنيه هذه الفرضية المثيرة للجدل هو أنه لسخيف جداً أن نقول انظر إلى سعر هذه الشركة إنه رخيص جداً، أو انظر إلى سعر هذه الشركة إنه مرتفع جداً، ذلك لأن كفاءة السوق تضمن أن السعر الحالي هو السعر الحقيقي والوحيد المتوفر لدينا، وإنه لا يوجد هناك سعر مرتفع ولا سعر منخفض!

هذا المفهوم في الواقع خطير جداً، كونه يعني أن ما يقوم به المحللون الأساسيون والفنيون مضيعة للوقت، ذلك لأن القاعدة التي ينطلق منها هؤلاء الأشخاص (وهي مصدر رزقهم) مبنية على أن

⁵ تسمى فرضية (وليست نظرية) لأن النظرية في المفهوم العلمي شيء مثبت ومتفق عليه، وهي ليست كذلك.

⁶ السعر الحقيقي غير معروف ولا يمكن معرفته، ولكن سعر السوق يتحرك بشكل عشوائي حول السعر الحقيقي.

السعر الحالي غير صحيح، وإن هناك سعراً آخر (أعلى أو أقل من السعر الحالي من شأنه أن يحقق نسبة عائد مناسبة) سينجلي في المستقبل، وعن طريقه يتحقق الربح المنشود. ولكن فرضية كفاءة السوق تقول بأن السعر الحالي هو السعر الحقيقي، وإن أي سعر في المستقبل هو سعر عشوائي تحكمه ظروف لا نعلم عنها ولن نعلم عنها إلا بعد أن نتحقق.

وقفه

حاول التفكير في معنى هذا الكلام وستجد أنه إن صحت مزاعم هذه الفرضية وعرفنا أنه من المستحيل معرفة اتجاه السعر بشكل مجزٍ، فماذا علينا أن نفعل؟ هل بنا ألا نستثمر على الإطلاق؟ أو أن نستثمر كيفما شاء ونضع أموالنا في أي سهم كان؟ شيء مذهل حقاً ما تذهب إليه هذه الفرضية، والتي طرحت لأول مرة في الستينيات الميلادية في رسالة دكتوراه لشخص يدعى "يوجين فاما"، فيما بعد أصبح بروفيسوراً مرموقاً في جامعة شيكاغو ويرشحه البعض حالياً للفوز بجائزة نوبل للاقتصاد. الجواب على ذلك حسبما يقول "فاما"، إن أقصى شيء يمكن أن نحققه هو تحقيق العائد نفسه الذي تحققه السوق ككل ممثلة بمعيار معين (Benchmark) أو مؤشر معين (Index)، كمؤشر [داو جونز] أو مؤشر [أس آند بي] أو غيرهما. أي أن السوق سوف تسلك مساراً معيناً ليس لنا إلا أن نقبل به، وأي محاولة لمعرفة توجه السوق تعارض نفسها!

هذا المفهوم لكفاءة السوق يعرف بالجانب القوي لكفاءة السوق (Strong Form)، وقليل من المحللين والمستثمرين يؤمن به بهذا الشكل، بل إن الكثير يعتقد أن هناك ثغرات في السوق يمكن استغلالها وإن السوق ليست كفؤة بهذه القوة. وكلنا نعلم أن المعلومة، إيجابية كانت أم سلبية، لا تنتشر في جميع أنحاء السوق على الفور، ولا تصل إلى أذهان جميع المستثمرين في الوقت نفسه، هذا بالرغم من سرعة شبكات المعلومات ووسائل البث وتطورها. فلا توجد وسيلة تضمن إيصال محتوى المعلومة لجميع المشاركين في السوق في الوقت نفسه، ولا يمكننا، بأي حال من الأحوال، القول بأن الجميع سيتصرفون بالمعلومة في الوقت نفسه، ولا أن يتصرفوا بالطريقة نفسها!

بل هناك من لديهم معلومات لا تتوفر لغيرهم من المشاركين في السوق، كالعاملين في الشركة وبالذات مجلس إدارتها ومديريها الفنيين ومن لهم دراية باتجاهات الشركة وخططها المستقبلية، والذين يعرفون بـ "من لهم علاقة داخلية بالشركة" Insiders. فقد تتوفر لهؤلاء الأفراد معلومات عن نتيجة الأرباح، عن عقد متوقع مع شركة كبيرة، عن ثبوت عزم جهة على الاستحواذ على أسهم الشركة بسعر معين، وما إلى ذلك من معلومات حالما تصل إلى بقية المشاركين في السوق، فإن من شأنها أن تؤثر بشكل كبير على سعر السهم. وهذا الواقع ينافي ما تذهب إليه الفرضية بشكلها القوي، والتي تنفي المقدرة على الاستفادة من هذه المعلومات الداخلية، والتي معروف بشكل قاطع أنها تجعل من الممكن تحقيق عائد غير عادي على حساب الآخرين، سواء قام بها من لهم علاقة داخلية بالشركة أم من تتبع تعاملاتهم.

أما الشكلان الآخران لفرضية كفاءة السوق فيعرفان بالشكل شبه القوي (Semi-strong Form) والشكل الضعيف (Weak-Form). ويمكن تلخيص مفهوم الفرضية بشكلها شبه القوي بأنه من الصعب جداً (بل من المستحيل) على المستثمر أن يحقق مكاسب كبيرة وبشكل مستمر عن طريق ما يتوفر في السوق من معلومات عن الشركات والاقتصاد وغيرها من معلومات ذات تأثير على أسعار الأسهم. أي أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة لعامة الناس، ولن يستطيع الشخص تحقيق مكاسب كبيرة بشكل متكرر سواء اتبع التحليل الأساسي أم التحليل الفني. ولأن السعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة لعامة الناس، فلن تكون هناك فرصة لتحقيق ربح غير عادي إلا عندما تظهر معلومات جديدة. لكن الشكل شبه القوي لهذه الفرضية يقول بأن المعلومة تصل إلى الجميع بسرعة، وإن سعر السهم يتغير بسرعة تامة تجعل من المستحيل تحقيق أي ربح منه.

معلومة

بالرغم من ذلك، فهناك أمثلة استثنائية لمستثمرين ناجحين ممن حققوا ثروة كبيرة عن طريق سوق الأسهم، واستطاعوا أن "يتغلبوا" على السوق لسنوات طويلة، ويكذبوا بذلك فرضية كفاءة السوق. وأشهر هؤلاء على الإطلاق هو وارين بفيت (Warren Buffett) والذي بدأ الاستثمار بمبلغ ٩,٨٠٠ دولار فقط في عام ١٩٥٠م وتساعد هذا المبلغ بواسطة المتاجرة بالأسهم إلى أن تجاوز رأس ماله العشرة بلايين دولار في التسعينات الميلادية. وقصته معروفة في الأوساط الاستثمارية ويعتبر من أنجح المحللين الأساسيين على الإطلاق. وغيره كذلك الأسطوري بيتر لينش (Peter Lynch) الذي كان يدير صندوق ماجيلان للأسهم من عام ١٩٧٧م-١٩٩٠م، والذي استطاع أن يحقق عائداً تجاوز ٢٦% سنوياً!

إلا أن مناصري هذه الفرضية يردون بقولهم إن مثل هذه الحالات شاذة، الأمر الذي يحدث في كل طريقة عشوائية، حيث توجد هناك قيم شاذة عن المألوف، وبالتالي أداء هؤلاء الأشخاص هو مجرد حالة عشوائية شاذة. وهذا بالطبع لا يفسر سر تكرار هؤلاء الأشخاص لأدائهم غير العادي، مما جعل كثير من مناصري الفرضية يعترفون بإمكانية تحقيق عوائد غير عادية ولكنهم يؤكدون أنها تبقى حالات شاذة.

ولكن المؤكد إن الطريقة الوحيدة لتحقيق ربح أعلى من أداء السوق هي فقط بالقبول بنسبة مخاطرة عالية، وتقاس هذه المخاطرة بعدد درجات الانحراف المعياري، أو بعد الأسعار عن المتوسط (راجع الصفحة ٢٧٤ لبعض الشرح عن الانحراف المعياري). وهذا بالضرورة يعني احتمال تحقيق خسارة أكبر من الخسارة المتحققة من أداء السوق ككل!

بقي الشكل الضعيف لهذه الفرضية والذي يقول بأن جميع حركات السهم السابقة، وكميات التداول وأية أرقام وأشكال بيانية لحركة السهم تمت في الماضي، بما في ذلك البيانات المالية التاريخية، لا تعني شيئاً على الإطلاق، لأن السعر الحالي يعكس جميع هذه التحركات، وبالتالي فإن التحليل الفني

لا يجدي بشيء! لذا يتحدث "يوجين فاما" عن بداياته مع سوق الأسهم وكيف أنه كان يعمل مع شخص وظفه من أجل تصميم نظام يصدر علامات بيع وشراء حسب تحليلات فنية معينة، وكيف أنه وجد أن النظام كان يعمل بشكل جيد عند استخدام بيانات سابقة (تاريخية)، ولكنه يفشل عند تطبيقه على الحاضر أو المستقبل! هذا يعني (حسب ما يعتقد "فاما") إن ما يقوم به المحللون الفنيون في واقع الأمر يعتبر مضيعة للوقت! وبالطبع فإن كثيراً من المحترفين ممن ينتهج التحليل الفني لا يأخذ بهذا الادعاء ويشير إلى نتائج كثيرة متميزة وأدلة فنية واضحة.

ملخص فرضية كفاءة السوق

الشكل القوي: السعر الحالي يعكس جميع المعلومات العامة والخاصة، المعروفة وغير المعروفة، أي أن السعر الحالي هو أفضل سعر ولا يمكن تحقيق ربح غير عادي بأي حال من الأحوال.

الشكل شبه القوي: السعر الحالي يعكس جميع المعلومات العامة والمتاحة للناس، مثل البيانات التاريخية للأسعار والبيانات المالية للشركة، أي أنه لا فائدة من القيام بالتحليل الأساسي ولا الفني.

الشكل الضعيف: السعر الحالي يعكس جميع البيانات التاريخية للأسعار، فلا فائدة من القيام بالتحليل الفني.

بقي أن نؤكد أن هذه الفرضية بجميع أشكالها لا زالت تثير الكثير من الجدل، وبالذات من قبل المحترفين من وسطاء ومحللين ممن يقوم صلب عملهم على تقديم النصح والإرشاد والتنبؤ باتخاذ الأسهم اتجاهًا معينًا في فترة معينة، وتحقيق عوائد أفضل من العوائد الممكنة عن طريق الاستثمار في السوق بشكل عام (عن طريق [أس أند بي] على سبيل المثال). فهناك من يقول بأن ما تذهب إليه فرضية كفاءة السوق يخالف ما يذهب إليه هؤلاء المحترفون، وهذا بطبيعة الحال يؤثر على مصدر عيشهم الذي يعتمد على مد المستثمرين بالمعلومات التي من المفترض أن تجعلهم يحققون عوائد عالية جداً! ولكن هناك الكثير من المحللين الفنيين الذين يتعاملون مع أشكال بيانية للأسهم ويقرؤون أرقاماً معينة (سوف نتطرق لها لاحقاً) ويحققون نتائج جيدة، مما يعني أن على الشخص إيجاد طرق أكثر نكاهاً وابتهاج تحليلًا أكثر دهاءً وأبعد أفقاً مما هو متاح للجميع، ليتغلب على فرضية كفاءة السوق. وهناك محللون أساسيون تشير نتائجهم المالية المدققة إلى عوائد متميزة مما يلقي ظلاً من الشك في صحة هذه الفرضية.

وبأي حال من الأحوال إن من المؤكد أن هناك أسواقاً أكثر كفاءة من غيرها، كسوق السندات مثلاً، وهناك أسهم لها كفاءة أكثر من غيرها. فأسهم الشركات الكبيرة تعتبر أكثر كفاءة من أسهم الشركات الصغيرة، وهكذا. ومرة أخرى نؤكد أن هناك شيئاً واحداً ثابتاً في كل هذه المتغيرات، وهو أن هناك فرقاً كبيراً بين من لديه معرفة بهذه الأمور وبين من يجهل هذه المفاهيم جملة وتفصيلاً. لذا فإن الاطلاع على هذه الفرضية وغيرها من المفاهيم، بما في ذلك طبيعة عمل السوق، والشركات

وأواعها، والتحليل الأساسي والفني، وخبرات من سبق في هذا المجال وقصص النجاح والفشل المختلفة، من شأنه أن يعطي المستثمر بعداً استراتيجياً ونظرة ثاقبة للاستثمار لا تتوفر لغيره من المشاركين في السوق. ونحن نعرف المقولة الشعرية العربية التي تؤكد على أن ليس أخو علم كمن هو جاهل!

سؤال

هل تعتقد أن سوق الأسهم المحلية ذات كفاءة عالية؟ من المعروف أنه كلما كانت السوق عريقة وكثر فيها عدد المشاركين، وتوفرت فيها المعلومات للجميع بوقت واحد كانت سوقاً أكثر كفاءة، وهذا في الواقع يدخل في صميم تعريف فرضية كفاءة السوق. وطالما أن معظم أسواقنا المحلية ضعيفة في كل واحدة من هذه العوامل، فالمفترض إذًا أن أسواقنا المحلية ليست ذات كفاءة عالية، مما يعني أن هناك ثغرات كبيرة وكثيرة يمكن للتداول الحاذق استغلالها والاستفادة منها لتحقيق عائد أعلى من المتوسط!⁷

الجدوى من انتقاء الأسهم

من المعروف أن المحللين في شركة [أس أند بي] هم من أبرز محللي الأسهم في العالم نظراً للخبرة الكبيرة المتوفرة لدى الشركة في هذا المجال، واعتماد الكثير من المحللين في العالم على تقارير [أس أند بي] وما تقدمه من قواعد بيانات مالية. لذا فقد يكون من المستحسن النظر إلى طريقة هؤلاء المحللين في انتقاء الأسهم ومن ثم تقييم نتائجهم على مدى السنوات الماضية.

أولاً إن ما نحاول القيام به هنا هو معرفة ما إذا كانت هناك طريقة لاختيار الأسهم تكون نتيجتها أفضل من أداء السوق بشكل عام (أي مؤشر [أس أند بي] نفسه أو مؤشر [داو جونز])، وبالطبع أفضل من الانتقاء العشوائي. وكما علمنا عند مناقشة فرضية كفاءة السوق إن القيام بهذا الشيء يعتبر صعباً للغاية. الخطوات التي يتبعها محلل [أس أند بي] هي كما يلي:

- دراسة التقارير الرئيسية للشركة، مثل نموذج 10K (النتائج المالية السنوية المدققة)، ونموذج 10Q (النتائج المالية الفصلية المدققة)، والتقارير السنوية للشركة ومناقشات المؤتمرات الصحفية التي تقوم بها الشركة بعد إعلان الأرباح، ما يعرف بـ Conference Call.
- مناقشة إدارة الشركة من خلال الهاتف أو الالتقاء بهم شخصياً لمعرفة توجهاتهم العامة والظغوط التي تواجه ربحيتهم وكفاءة عملياتهم، وهكذا.
- إجراء تقديرات أولية للأرباح بناءً على الماضي والتوقعات المستقبلية ومناقشة ذلك مع الإدارة.

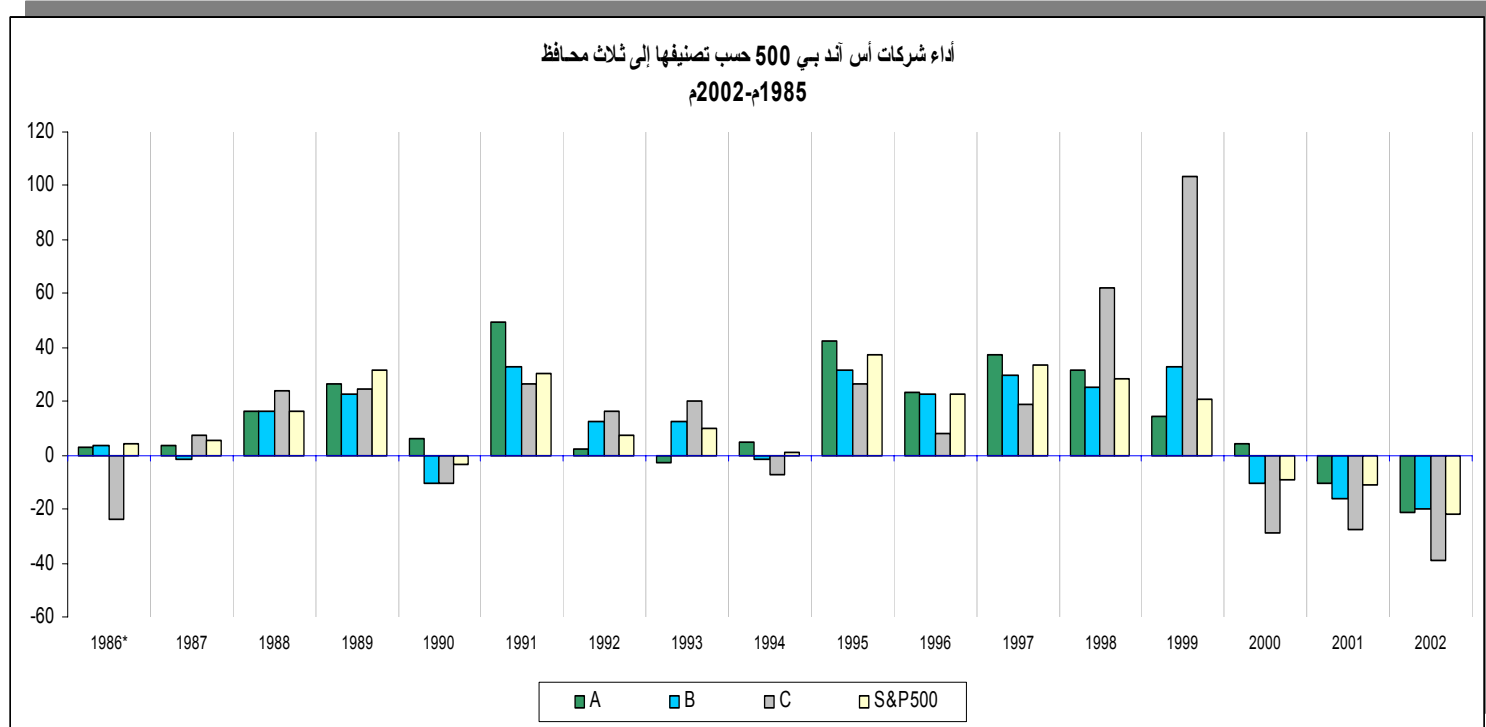
⁷ راجع الباب السادس (صفحة ٤٩١) للمزيد حول كفاءة السوق المحلية.

- تقييم كفاءة إدارة الشركة، وبيئة المنافسة التي تعيش فيها، وضع الموردين والمشتريين وعوائق دخول المنافسين إلى مجال عمل الشركة، وتأثير أي تشريعات أو أنظمة جديدة على عمل الشركة.
- تقدير القيمة الحقيقية للشركة بتحليل قيمتها الجوهرية والنسبية وتقسيم الشركة إلى أجزاء حسب منتجاتها، ودراسة كل جزء على حدة.
- تحديد السعر المستهدف للـ ١٢ شهراً القادمة.

وبهذا الأسلوب قامت شركة [أس أند بي] بدراسة تحليلية على مدى ١٧ عاماً لمعرفة جودة انتقاء الشركات التي يقوم بها هؤلاء المحللون، وتبين أن أداء الشركات التي تم تصنيفها على أنها عالية الجودة (A) كان أفضل من الشركات متوسطة الجودة (B) وأفضل من ضعيفة الجودة (C)، كما نرى في الشكل ٨-٢، حيث يمثل كل عمود أداء كل فئة من هذه الشركات حسب السنوات المذكورة، والعمود الرابع عبارة عن أداء مؤشر [أس أند بي ٥٠٠].

وقد تبين أن أداء مؤشر [أس أند بي ٥٠٠] خلال هذه الفترة يساوي ١٠,٨% كعائد تراكمي سنوي، بينما فئة (A) من الشركات حققت ١٢,٣%، وفئة (B) حققت ٩,٥% وفئة (C) حققت ٧,١% كعوائد تراكمية سنوية. وكانت المخاطرة في أسهم الفئة (A) أقل منها في الفئة (B) والتي بدورها حظيت بمخاطرة أقل من فئة (C). ويقصد بالمخاطرة هنا مقدار تذبذب العائد من عام إلى عام، كما يتم حسابه بواسطة مقياس الانحراف المعياري. ومن ذلك نلاحظ أنه بالإمكان انتقاء شركات ذات أداء أعلى من أداء السوق، وكذلك انتقاء شركات ذات أداء أقل من أداء السوق، وهذا أمر هام جداً ويخالف بالطبع فرضية كفاءة السوق.

أخيراً نشير إلى أن عملية الانتقاء التي تمت في هذه الدراسة كانت مبنية على قوة نمو أرباح الشركة من عام لآخر ومقدار ما تدفعه من أرباح موزعة، الأمر الذي قد يؤخذ على أنه طريقة جيدة لانتقاء الشركات الواعدة.



الشكل ٢-٨: العائد السنوي لثلاث فئات من الأسهم المنتقاة من قبل خبراء [أس آند بي] خلال ١٧ عاماً، وفي ذلك تحد صريح لفرضية كفاءة السوق.

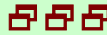
الخلاصة

إن أهم شيئين ذكرا في هذا الفصل هما ضرورة بذل بعض الجهد عند انتقاء الأسهم وضرورة معرفة القواعد التي تسيّر عليها حركة الأسهم ونمو أداء الشركات. رأينا كذلك الطريقة التي يمكن أن تصنف بها الأسهم، وهي الطريقة المتبعة من قبل Market Guide و Yahoo، وذكرنا أنه من الصعب جداً على المستثمر العادي أن يتابع بجدارة عدة شركات في قطاعات مختلفة وفي صناعات مختلفة. لذا قد يكون من الأنسب التخصص في قطاع أو قطاعين والتركيز على عدد قليل من الصناعات داخل كل قطاع. بهذه الطريقة يستطيع المستثمر معرفة طبيعة عمل الشركات الواقعة في تلك المجالات، ويستطيع متابعة ما لديها من تطورات بشكل جيد.

تم تعريف الطريقتين الرئيسيتين لتحليل الأسهم، وذكر أن التحليل الأساسي يعتمد على معرفة عمل الشركة ودراسة بياناتها المالية، بينما يعتمد التحليل الفني على دراسة حركة الأسعار وكمية التداول وقراءة المقاييس المختلفة. ومن ثم تم التطرق لفرضية كفاءة السوق التي تؤكد في أحد أشكالها على عدم وجود أي طريقة يستطيع الشخص من خلالها تحقيق عائد يتجاوز العائد العام للسوق، مما يعني أن كلتا الطريقتين الأساسية والفنية غير مفيدتين. وذكرنا أن هذه الفرضية ليست نظرية مثبتة، إلا أن لها دلالات مهمة يجب أخذها بالحسبان عند التفكير في كيفية عمل أسواق الأسهم. □

الفصل التاسع

التحليل الأساسي للأسهم



في هذا الفصل

- ✓ ما أهم ثلاث قوائم مالية يجب على المستثمر معرفتها؟
- ✓ كيف نقرأ القوائم المالية ونتعرف على أداء الشركات عن طريقها؟
- ✓ ما هي طرق تقييم الأسهم والتي عن طريقها نكتشف ما إذا كان سعر سهم الشركة معقولاً أم لا؟
- ✓ كيف نحسب السعر المستهدف؟



يبدو صعباً ومنهكاً أن يقوم المستثمر بدراسة الشركات دراسة جيدة، وتحليل قوائمها المالية ومتابعة المستجدات لديها بشكل مستمر، ولكن الحقيقة المؤكدة أن هناك بعض الخطوات التي يمكن لأي شخص أن يقوم بها، وعن طريقها يكتشف إن كانت الشركة قيد الدراسة صالحة للاستثمار أم لا. ولا تتطلب هذه الخطوات بكل صدق الحصول على شهادة عالية في إدارة الأعمال أو الاستثمار لتطبيقها بشكل صحيح. ونؤكد مرة أخرى أنه بغض النظر عن الطريقة الاستثمارية المراد انتهاجها، بواسطة التحليل الأساسي أو الفني أو عن طريق محفظة أو غيرها، فإن معرفة هذه الأمور سوف تجعل من القارئ مستثمراً ناجحاً ملماً بما حوله من مفاهيم تجارية، وقادراً على اتخاذ القرار الصحيح.

وقبل أن نبدأ بدراسة التحليل الأساسي بشكل مفصل، علينا أولاً معرفة ما تحتويه أهم ثلاث قوائم مالية لأي شركة وهي:

١. قائمة المركز المالي Balance Sheet.

٢. قائمة الدخل Income Statement.

٣. قائمة التدفقات النقدية Statement of Cash Flow.

بالإمكان الحصول على هذه القوائم وغيرها من المعلومات المفيدة عن طريق التقرير السنوي والذي يرسل لكل حامل أسهم في نهاية السنة المالية للشركة، أو الحصول عليها عن طريق الإنترنت في موقع إدجار (Edgar Online) -- (راجع دليل المواقع صفحة ٣٣٣)، وكذلك عن طريق موقع [ياهو].

قائمة المركز المالي (Balance Sheet)

قائمة المركز المالي، والمعروفة كذلك بالميزانية العامة للشركة، هي بيان مالي يوضح ما للشركة وما عليها، حيث يطلق على ما للشركة بالأصول (Assets)، أو الموجودات، ويطلق على ما عليها بشيئين: الأول الخصوم (Liabilities)، أو الالتزامات، والثاني ملكية حملة الأسهم (Stockholders' Equity). ويمكن تقسيم قائمة المركز المالي إلى جزأين، ووضع الأصول في الجزء الأيسر من القائمة، والخصوم في الجزء الأيمن منها، الجدول ٩-١. وسوف نقوم بعد قليل باستعراض قائمة حقيقية للمركز المالي لشركة [إنتل].

الأصول هي ما تملكه الشركة من أشياء عديدة، منها الرصيد النقدي والأوراق المالية ذات السيولة العالية (Marketable Securities)، وحسابات قيد التحصيل (Accounts Receivable)، ومخزون (Inventory)، إضافة إلى المصانع والمعدات وغيرها من الأشياء الواقعة تحت ملكية الشركة.

الجدول ٩-١: الشكل العام لقائمة المركز المالي.

Assets	Liabilities & Stockholders' Equity
Assets: Cash Accounts Receivable Inventory Plant and Equipment ...	Liabilities: Accounts Payable Debt Stockholders' Equity: Common stock Preferred stock ...
Total = xxx	Total = xxx

يشير الجزء الخاص بالأصول إلى حجم الشركة، فالشركة التي لها أصول كبيرة تعتبر كبيرة، وكما سنرى فليس بالضرورة أن تكون الشركة غنية أو رابحة لكون أصولها كبيرة.

من يملك الأصول هذه؟

عند النظر إلى الجزء الأيمن من قائمة المركز المالي نجد الخصوم، والتي هي في واقع الأمر عبارة عن مجمل المطالبة على الأصول، أي أن هذه الأصول المبيّنة في يسار القائمة هي ملك لمن هم مسجلون في الجانب الأيمن من القائمة، وهؤلاء هم الدائنون كالبنوك وملاك سندات الشركة، وملاك الأسهم الممتازة والعادية. لاحظ أن مجموع الأصول يجب أن يكون مساوياً لمجموع الخصوم زائد ملكية حملة الأسهم في أي قائمة للمركز المالي، وذلك بسبب كون الأصول في الواقع ملكاً لأهل الخصوم وحملة الأسهم.

$$\text{الأصول} = \text{الخصوم} + \text{ملكية حاملي الأسهم}$$

وتتكون الخصوم من الحسابات قيد الدفع (Accounts Payable) وديون عديدة، قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

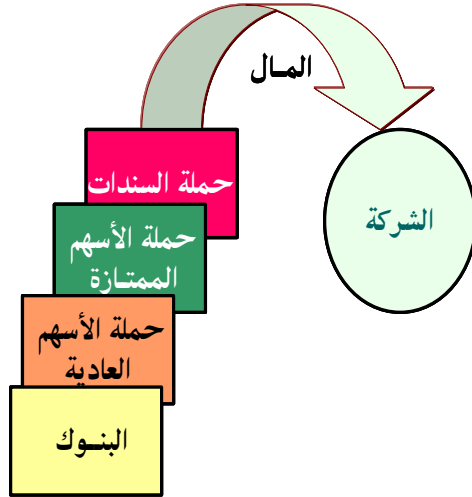
أنواع الأسهم

ما هي الأسهم الممتازة (Preferred Stock) وما الذي يجعل الشركة تقوم بإصدار هذا النوع من الأسهم؟ وماذا عن أصناف الأسهم العادية (Class-A, Class-B) وماذا يعني ذلك التصنيف؟ تقوم الشركات عادة برفع رأس مالها عن طريق الاقتراض، سواءً مباشرة من أحد المصارف أو عن طريق إصدار سندات مؤسسية، أو تقوم بطرح عدد من الأسهم لهذا الغرض (الشكل ٩-١). لاحظ أن هناك جاذبية معينة لطرح الأسهم عند الحاجة لرفع رأس المال، حيث يبدو أنها لا تكلف الشركة الشيء الكثير ولا تحتاج الشركة لدفع فوائد دورية مقابل ما تحصل عليه من مال، ولا عليها إعادة كامل رأس المال للمقرضين كما يحدث في حالة الاقتراض. إذاً لا بد أن تكون هناك مصيدة ما وإلا لاقتصرت عملية رفع رأس المال دوماً على طرح المزيد من الأسهم!

المشكلة الرئيسية في طرح الأسهم هي إنها تبعد ملكية الشركة مما يؤدي إلى انتقال ملكية حملة الأسهم الحاليين، إضافة إلى ضعف إمكانية التحكم بالشركة، وهذا الأخير هو أحد أهم أسباب إصدار الأسهم الممتازة، التي تمنح نسبة معينة من العائد لحامل السهم في نهاية العام دون أن يكون له حق التصويت على مناصب مجلس الإدارة ولا على مخططات الشركة التطويرية الهامة. علاوة على ذلك فإن الشركة لا تقوم بإعادة رأس المال لحامل السهم الممتاز، أي أنه يعامل معاملة حامل السهم العادي، ويتحمل أي خسائر قد تنتج عن هبوط سعر السهم أو حتى إفلاس الشركة. ولكن يتميز حامل السهم الممتاز عن العادي في كونه يحصل على حقه عند تصفية الشركة بسبب الإفلاس قبل

نظيره العادي. وبأي حال من الأحوال معظم الشركات لا تقوم بإصدار الأسهم الممتازة، ربما لضعف شعبيتها عند المستثمرين.

أما بالنسبة للأسهم العادية ذات التصنيفات الخاصة فإنها تُصدر للسبب نفسه الذي تُصدر من أجله الأسهم الممتازة، وهو الحفاظ على أحقية التحكم في الشركة. فنجد أن [وارين بفت] الذي يدير شركة [بركشاير هاثاواي] (Berkshire Hathaway) والتي تجاوز سعر سهمها التسعين ألف دولار في عام ٢٠٠٤م، يرى أن إبقاء سعر السهم بشكله الحالي من شأنه أن يمنع صغار المستثمرين والمضاربيين من الدخول في ملكية الشركة، مما يساعد على احتفاظ الشركة بملكيتها. لذا فقد قام بإصدار صنف جديد من الأسهم العادية، أسماه فئة (ب) Class B ذات حق تصويت ضعيف وسعر متدن، بحيث تكون قيمة السهم الأصلي (فئة (أ)، Class A) تساوي ٣٠ سهماً من فئة (ب)، وبإمكان الشخص التحويل بين الفئتين في أي وقت. ولكنه جعل حق التصويت لأسهم فئة (ب) يساوي فقط ١/٢٠٠ من أسهم فئة (أ)، أي أن ٢٠٠ سهم من فئة (ب) تساوي صوتاً واحداً فقط من أسهم فئة (أ)^١. كمثال آخر نجد أن أسهم شركة [جنرال موتورز] المعروفة تأتي على عدد من الأصناف، لكل صنف ميزته الخاصة.



الشكل ٩-١: طرق رفع رأس مال الشركة من عدة مصادر يقرره وضع الشركة ونسبة الفائدة.

تنقسم ملكية حملة الأسهم في الشركة إلى أربعة أقسام:

^١ هذه أسهم عادية يمكن تداولها في سوق نيويورك على الرمز (BRKb) ويتم تداول الأسهم الأصلية على الرمز (BRKa).

١. **الأسهم الممتازة** - وهي مقدار المبلغ الناتج عن ضرب عدد الأسهم الممتازة بالسعر الاسمي للسهم الممتاز والذي غالباً ما يكون دولاراً أو أقل.
٢. **الأسهم العادية** - وهي مقدار المبلغ الناتج عن ضرب عدد الأسهم المكتتة بالسعر الاسمي للسهم والذي غالباً ما يكون دولاراً أو أقل.
٣. **رأس المال المدفوع الإضافي** (Additional Paid-in Capital) - وهو رأس المال الذي حصلت عليه الشركة عند طرحها لأسهمها (IPO)، وما تم طرحه من أسهم إضافية في وقت لاحق.
٤. **الأرباح المبقاة**^٢ (Retained Earnings) - هذا المبلغ عبارة عن مقدار ما ربحتته الشركة (أو خسرتة) على مدى عمرها، وذلك بعد دفع جميع ما عليها من مصروفات مختلفة وضرائب وأرباح موزعة على حملة الأسهم وما إلى ذلك^٣.

ويطلق على مجمل رصيد الأسهم العادية ورأس المال المدفوع الإضافي والأرباح المبقاة مسمى ملكية حملة الأسهم (أو حقوق المساهمين)، وهذا الرصيد في غاية الأهمية، حيث إنه يمثل مقدار ما استثمره حملة الأسهم في الشركة، ويتم تقييم أداء الشركة بهذا الرصيد كما سوف نرى بعد أن نستعرض بقية القوائم المالية.

هنا يجب التأكيد على فهم كلمة Equity والتي تعني رأس المال أو الملكية في الشركة، وتستخدم في أمور مالية كثيرة. هذه الكلمة تعني ما يملكه الشخص في شيء معين، فإذا اشتريت سيارة قيمتها ٢٠ ألف دولار ودفعت ٥ آلاف دولار واقتترضت الـ ١٥ ألف دولار المتبقية من البنك، نقول إن ملكيتك في هذه السيارة (Your equity) ٥ آلاف دولار. وبعد أن تسدد ٤ آلاف دولار في العام الأول نقول إن ملكيتك في السيارة ٩ آلاف دولار، أي مقدار ما تملكه في السيارة. كذلك الحال في الشركات، حيث تختلف ملكية حملة الأسهم من وقت لآخر حسب رصيد بند ملكية حملة الأسهم (Common Stockholders' Equity)، والذي يتغير عادة إما بسبب زيادة رأس مال الشركة عن طريق دخول شركاء جدد أو طرح أسهم جديدة، أو بسبب زيادة أو نقص في الأرباح.

تجزئة الأسهم

يمكن لإدارة أي شركة أن تقوم بإجراء تغيير شكلي لعدد الأسهم المصدرة، بحيث يزداد أو ينخفض العدد حسب رغبة الشركة. فتجد أحياناً أن سعر السهم قد وصل إلى مقدار يعتبر عالياً جداً مما

² يطلق عليها أحياناً الأرباح المستبقاة أو الأرباح المرحلة.

³ نستخدم في هذا الكتاب كلمتي "ربح" و"أرباح" و"دخل" ترجمة لـ Income أو Profit. ونستخدم عبارة "الأرباح الموزعة" لتعني Dividends.

يؤثر على كمية التداول وإقبال المستثمرين عليه. عندها قد تقوم الشركة بعملية تجزئة لسعر السهم بنسبة ٢:١ مما يعني أن من يملك ١٠٠٠ سهم يصبح لديه ٢٠٠٠ سهم، وينخفض سعر السهم بمقدار نصف القيمة. وأحياناً يحدث العكس، ما يسمى Reverse Stock Split، بحيث يمكن تغيير سعر السهم من ١ دولار إلى عشرة دولارات وقسمة عدد الأسهم المصدرة على عشرة. ولا توجد أي أنظمة قانونية أو محاسبية تمنع الشركة من القيام بذلك، طالما أن القيمة الاسمية للسهم غير محدودة بقيم عليا أو دنيا ثابتة.

مثال لقائمة مركز مالي حقيقية

يوضح الجدول ٩-٢ المركز المالي لشركة [إنتل] المعروفة والتي تختص بصناعة معالجات الكمبيوتر (CPU)، تلك الشرائح السيليكونية الموجودة داخل أجهزة الحاسب الآلي والتي تمتلك شركة [إنتل] ما يقارب ٩٠% من سوقها في العالم. في هذه القائمة تم وضع الأصول في الشق الأعلى من القائمة والخصوم وملكية حملة الأسهم في الشق السفلي، وتمت ترجمة البنود المختلفة وترقيمها من ١ إلى ٢٨ لتبسيط شرح محتواها. جميع هذه الأرقام رسمية ومدققة وهي تمثل فترة عام مالي كامل ينتهي في ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م. ولتبسيط عملية الشرح فقد تم دمج بعض البنود مع إبقاء الأرقام سليمة ومطابقة للقائمة الحقيقية. لاحظ في هذه القائمة أن العمودين الأيمنين يحتويان على نتائج عامي ١٩٩٩م و ١٩٩٨م، وذلك من أجل مقارنة وضع الشركة بين العامين المنصرمين.

الأصول

تنقسم الأصول إلى أصول جارية (ويطلق عليها أحياناً آنية أو متداولة) ٢-٧، وأصول ثابتة تمثل ما تملكه الشركة من أراض ومبان وأجهزة ٩-١١، إضافة إلى أصول أخرى تم اختصارها هنا وهي قد تكون براءات اختراع وعلامات تجارية متميزة وأشياء أخرى. يعود سبب إطلاق كلمة جارية على النوع الأول من الأصول لكونها أصولاً ذات سيولة أعلى من بقية الأصول. بمعنى أنه بالإمكان تحويلها إلى رصيد نقدي في وقت قصير. فنجد من ضمن الأصول الجارية هناك الرصيد النقدي، والأوراق المالية عالية السيولة كأوراق ضمانات وشيكات مستحقة، ونرى هنا أن شركة [إنتل] كان لديها رصيد نقدي في نهاية العام يساوي ٣,٦٩٥ مليون دولار (ثلاثة آلاف وستمئة وخمسة وتسعون مليون دولار، أو ثلاثة بلايين وستمئة وخمسة وتسعون مليون دولار^٤)، وهو أعلى بكثير من العام السابق.

ما سبب احتفاظ الشركة بمثل هذا المبلغ بدلاً من استثماره في مجالات مختلفة، كاستثماره في سندات الخزينة أو السندات المؤسسية أو حتى في الأسهم؟ يجب أن ندرك أولاً أنه ليس بالضرورة

⁴ راجع ما تم ذكره عن كيفية قراءة الأرقام في صفحة xiv.

أن يكون كامل هذا المبلغ موجوداً بشكل نقدي دون أن يدر فوائد نقدية، ذلك لأن المبلغ يوضع عادة في وسائل معينة تدر بعض الفائدة وتتميز بكون السحب منها يتم بسرعة عالية، وتعرف بالأوراق المالية القابلة للتداول (Marketable Securities)، وهو ما قد تحتاجه شركة كبيرة كهذه الشركة.

كذلك نرى في **٤** من ضمن الأصول الجارية الاستثمارات قصيرة الأجل، والتي قد تشمل السندات الحكومية وشهادات الإيداع في المصارف وغيرها من الاستثمارات التي بإمكان الشركة بيعها والحصول على رصيد نقدي من خلالها خلال فترة قصيرة. لاحظ إذاً أن لدى شركة [إنتل] ما يقارب ١٢ بليون دولار متوفرة بشكل سريع فيما لو كانت هناك حاجة لها. (لاحقاً سوف نتحدث عن كيفية تحليل هذه الأرقام بالشكل الذي يساعد على اختيار الشركة المناسبة للاستثمار، أما الآن فنكتفي بشرح المفاهيم الخاصة بذلك).

الحسابات قيد التحصيل **٥** هي عبارة عن مبيعات الشركة التي تمت على حساب الائتمان أي لم تتم بواسطة الدفع نقداً، وهذه عادة من المفترض أن تدفع كاملة خلال فترة قصيرة. لماذا تقوم الشركة بالبيع بهذه الطريقة بدلاً من بيعها نقداً؟ في الواقع إن العديد من الشركات تتبع هذه الطريقة بهدف تسهيل عملية الشراء على المشتري، ولا تختلف عن الطريقة المعروفة لدى عامة الناس عن طريق الشراء بواسطة بطاقات الائتمان^٥. لاحظ كيف أن الشركة قامت بخصم مبلغ ٦٧ مليون دولار (حوالي ٢% من المبالغ المستحقة) على فرض أن هذا المبلغ لن يتم تحصيله، وبذلك فيجب عدم احتسابه كجزء من أصول الشركة.

بعد ذلك نرى في **٦** مقدار المخزون الخاص بالشركة والذي يساوي حوالي ١,٥٠٠ مليون دولار، وهذا يمثل ما لدى الشركة من منتجات وبضائع مختلفة لم يتم بيعها بعد. لاحظ أن كمية المخزون في العام السابق كانت أكثر من هذا العام، مما يعني أن الشركة استطاعت تقليص كمية المخزون بعض الشيء، وهذا شيء مرغوب فيه بالطبع نظراً لأن المخزون في نهاية الأمر هو مبلغ من المال تم صرفه على منتجات مختلفة، ولا يدر فائدة نقدية للشركة عند بقاءه في مخازن الشركة. كذلك فإن المخزون يأخذ مساحة من المخازن والمستودعات التي تكلف مبالغ طائلة من المال، مما يعني أن الشركة التي لديها مخزون قليل تكون تكاليفها أقل من غيرها ممن لديه كميات كبيرة من المخزون.

⁵ في حالة التعامل بين الشركات تكون عادة اتفاقية البيع على أساس دفع المبلغ كاملاً بدون فائدة خلال ٣٠ يوماً (Days net 30)، وما فاق ذلك فيكون بنسبة فائدة محددة حسب جدول معين.

Liabilities and stockholders' equity	الخصوم وملكية حملة الأسهم	١٤		
Current liabilities:	الخصوم الجارية	١٥		
Short-term debt	ديون قصيرة الأجل	١٦	\$230	\$159
Accounts Payable	حسابات قيد الدفع	١٧	1,370	1,244
Other accrued liabilities	خصوم أخرى متراكمة	١٨	3,804	3,443
Income taxes payable	ضرائب الدخل	١٩	1,695	958
Total current liabilities	مجموع الخصوم الجارية	٢٠	7,099	5,804
Long-term debt	ديون طويلة الأجل	٢١	955	702
Deferred tax liabilities + others	ضرائب مؤجلة والتزامات أخرى	٢٢	3,260	1,588
Stockholders' equity:	ملكية حملة الأسهم	٢٣		
Preferred stock, \$0.001 par value, 50 mil. shares authorized; none issued	أسهم ممتازة، ١/١٠٠٠ من الدولار قيمة اسمية، ٥٠ مليون سهم مصرح به، لم يصدر شيء منها	٢٤	--	--
Common stock, \$0.001 par value, 4.5 bil shares authorized; 3.334 bil issued and outstanding (3.315 bil in 1998) + capital in excess of par value	أسهم عادية، ١/١٠٠٠ من الدولار قيمة اسمية، ٤,٥٠ بليون سهم مصرح به، ٣,٣٣٤ بليون تم بيعها (مقارنة مع ٣,٣١٥ بليون في عام ١٩٩٨)، إضافة إلى القيمة الإضافية فوق السعر الأصلي	٢٥	7,316	4,822
Retained earnings + other income	الأرباح المبقاة إضافة إلى أي دخل آخر	٢٦	\$25,219	\$18,555
Total stockholders' equity	مجموع ملكية حملة الأسهم	٢٧	\$32,535	\$23,377
Total liabilities and stockholders' equity	مجموع الخصوم وملكية حملة الأسهم	٢٨	\$43,849	\$31,471

المصدر: خدمة Market Guide

الجدول ٢-٩: قائمة المركز المالي لشركة [إنتل].

INTEL CORP Balance Sheet Period End: Dec 25, 1999		شركة إنتل قائمة المركز المالي - نهاية الفترة: ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م تاريخها: ٢٣ مارس ٢٠٠٠م - الأرقام بالليون عدا ما هو مشار إليه		
			12/25/99	12/25/98
Assets	الأصول	١		
Current assets:	الأصول الجارية	٢		
Cash and cash equivalents	نقد وأوراق مالية عالية السيولة	٣	\$3,695	\$2,038
Short-term investments	استثمارات قصيرة الأجل	٤	8,093	5,588
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of \$67 (\$62 in 1998)	حسابات قيد التحصيل، بعد خصم مبلغ ٦٧ مليون (٦٢ مليون لعام ١٩٩٨) لمبالغ مشكوك في تحصيلها	٥	3,700	3,527
Inventories	المخزون	٦	1,478	1,582
Other current assets	أصول جارية أخرى	٧	853	740
Total current assets	مجموع الأصول الجارية	٨	17,819	13,475
Property, plant and equipment:	مبان، وأراض، ومصانع، وأجهزة	٩	23,557	21,068
Less accumulated depreciation	ناقص القيمة الاستهلاكية المتراكمة	١٠	(11,842)	(9,459)
Property, plant and equipment, net	صافي مبان، وأراض، ومصانع، وأجهزة	١١	11,715	11,609
Other assets	أصول أخرى	١٢	14,315	6,387
Total assets	مجموع الأصول	١٣	\$43,849	\$31,471

بالنسبة لما تملكه الشركة من أراضٍ ومبانٍ وأجهزة **٩** فقيمتها الإجمالية تساوي ٢٣,٥٥٧ مليون دولار. لاحظ أن هذا المبلغ هو القيمة الفعلية لجميع الممتلكات التي تم دفعها عند الشراء، وقد تكون هذه الممتلكات مصانع وأراضٍ ومبانٍ وسيارات وناقلات وتجهيزات مختلفة، إضافة إلى الأجهزة الميكانيكية والكهربائية والإلكترونية وغيرها. وليس من العدل أن تسجل قيمة بعض هذه الممتلكات بسعرها الأصلي بينما قد تقادم عليها الزمن ولم تعد تساوي قيمتها الأصلية. لذا فإن القيمة التي تسجل في قائمة المركز المالي لجميع الأصول التي تتناقص قيمتها مع مرور الزمن، كالأجهزة والسيارات على سبيل المثال، تأخذ بالاعتبار القيمة التناقضية لهذه الأصول. وإن لم يتم ذلك فتكون هناك مبالغة بقيمة الأصول المسجلة للشركة، وهذا بلا شك يعطي انطباعاً غير صحيح عن مقدار ما تملكه الشركة. هذا التناقض في القيمة تجده مسجلاً في **١٠**، ويطلق عليه الإهلاك، أو القيمة الاستهلاكية، Depreciation.

معلومة

مفهوم القيمة الاستهلاكية مهم جداً ويجب علينا إيضاحه بشكل جيد. لكل جهاز عمر افتراضي يمثل المدة الزمنية التي يكون فيها الجهاز صالحاً للاستعمال ويؤدي الغرض الذي من أجله تم شراؤه، وبعد هذه المدة يكون الجهاز غير صالح للاستعمال وقد يباع بسعر بخس أو يتم إتلافه بطريقة أو بأخرى. ولكل جهاز عمر زمني معين. فقد تجد أن عمر السيارة الافتراضي عشر سنوات، وجهاز الحاسب الآلي خمس سنوات، وجهاز آخر ثلاث سنوات، وهكذا. فيتم في العام الأول لشراء الجهاز تسجيل قيمته كاملة في قائمة المركز المالي ويخصم من هذه القيمة مقدار استهلاك الجهاز لذلك العام، وهكذا في كل عام إلى أن يتم استهلاك الجهاز بالكامل و تصبح قيمته صفرًا، عندها يحذف الجهاز من أصول الشركة. يستثنى من ذلك الأراضي والتي بطبيعتها لا تستهلك كغيرها من الأشياء، لذا فإن القيمة التي تسجل فيها الأراضي هي قيمة الشراء، ولا يخصم منها قيمة استهلاك. لماذا لا تحسب قيمة الأرض بالسعر الحالي لها، خصوصاً أننا نعرف أن سعر الأراضي يتزايد غالباً مع مرور الوقت؟ السبب بكل بساطة يعود للأعراف المحاسبية والتي تنظر إلى الأشياء حسب تكلفتها، لا حسب سعرها السوقي.

تستعمل الشركات عند احتساب القيمة الاستهلاكية إما طريقة القسمة بالتساوي على عدد السنين الافتراضية للجهاز، أو طريقة أخرى لها فوائد ضريبية تعرف بالطريقة السريعة لاستعادة التكلفة، (Accelerated Cost Recovery System)، والتي عن طريقها يتم توزيع تكلفة الجهاز بشكل يجعل معظم التكلفة توزع على السنوات الأولى من عمر الجهاز، وتتضاءل التكلفة المحتسبة على مدى السنوات التالية. وما يعيننا من تكلفة الاستهلاك هو أن الشركات أحياناً تقوم باستخدام طريقة القسمة بالتساوي في بياناتها المالية الموجهة لحملة الأسهم بينما تستخدم طريقة ACRS عند احتساب الضرائب، وذلك تفادياً لدفع ضرائب مرتفعة في السنوات الأولى عقب شراء الأصل.

هنالك أصول أخرى تم اختصارها في ١٢، وبذلك تكون مجمل أصول الشركة حسب عام ١٩٩٩م ٤٣,٨٤٩ مليون دولار بزيادة حوالي ٤٠% عن أصولها لعام ١٩٩٨م، كما يتضح في ١٣.

الخصوم

الخصوم الخاصة بالشركة هي خصوم جارية (وأحياناً يطلق عليها أنية أو متداولة) ١٥، وديون طويلة الأجل ٢١، وضرائب مؤجلة والتزامات أخرى ٢٢. بالنسبة للخصوم الجارية فهي عبارة عن التزامات مالية مختلفة يجب على الشركة دفعها خلال فترة قصيرة، عادة لا تتجاوز ستة أشهر، منها قروض قصيرة الأجل ١٦ بمقدار ٢٣٠ مليون دولار، وحسابات قيد الدفع ١٧ بمقدار ١,٣٧٠ مليون دولار، هي عبارة عن مشتريات مختلفة تمت بطريقة التعميد على أن تدفع في وقت لاحق. هناك كذلك في ١٨ خصوم أخرى بمقدار ٣,٨٠٤ مليون دولار، تم اختصارها في هذا البند لتبسيط القائمة. ونجد أن على الشركة ضرائب حالية بمقدار ١,٦٩٥ مليون دولار مستحقة ربما لصالح الحكومة الفدرالية، وحكومة الولاية المسجلة فيها شركة [إنتل]، والحكومة المحلية، كبلدية المدينة وغيرها. ونرى في ٢٠ أن مجمل الخصوم الجارية حوالي ٧ بلايين دولار. لاحظ أن مجمل الأصول الجارية أكثر من ١٧ بليون دولار، بينما مجمل الخصوم الجارية فقط ٧ بلايين دولار، وهذا شيء يعتبر جيداً جداً كما سوف نرى عندما نقوم باتباع خطوات التحليل الأساسي.

نجد في ٢١ أن الشركة لديها مقدار قليل من الديون طويلة الأجل (أقل من ١ بليون دولار)، والتي عادة ما تأتي نتيجة قيام الشركة بضخ أموال جديدة إليها، وذلك عن طريق إصدار سندات مؤسسية وبيعها على المستثمرين، وهذا المبلغ الموضح يمثل القيمة الإجمالية للسندات الموجب على الشركة دفعها عند حلول وقتها.

هناك ضرائب مؤجلة وخصوم أخرى ٢٢ بمقدار ٣,٢٦٠ مليون دولار مستحقة، على الشركة دفعها لاحقاً، وقد تكون فترة الاستحقاق طويلة نوعاً ما حسب طبيعة الالتزامات، وبالذات الضرائب المؤجلة التي قد تكون حصلت الشركة على مهلة من الوقت لسدادها.

ملكية حملة الأسهم (حقوق المساهمين)

في هذا الجزء من القائمة نجد أن شركة [إنتل] لم تقم بإصدار أسهم ممتازة، وربما يعود ذلك لعدم حاجتها لذلك، فقد يرى مجلس الإدارة أن الشركة لا ترغب بدفع عوائد سنوية ثابتة وبنسبة معينة، الأمر الذي قد يجعل الشركة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها لقلّة السيولة لديها، أو ألا يكون لدى مجلس الإدارة تخوف من فقدان التحكم في ملكية الشركة، وبذلك لا يرى مانعاً من الاكتفاء بإصدار أسهم عادية ممن لها حق التصويت.

ونجد الأسهم العادية في ٢٥ والذي يبين أن شركة [إنتل] مصرح لها بإصدار ٤,٥٠٠ مليون سهم، تم إصدار ٣,٣٣٤ مليون سهماً منها حتى الآن، بزيادة ١٩ مليون سهم عن العام الماضي.

سؤال: ما سبب زيادة عدد الأسهم بمقدار ١٩ مليون سهم خلال العام؟ الأسباب كثيرة ولكن نتوقع أن الشركة قد قامت بإجراء بعض العمليات المالية من طرح أسهم جديدة، ومنح أسهم مجانية لبعض موظفيها من باب تشجيع الأداء، وإصدار أسهم إضافية لحالات الاندماج وغيرها. ويقابل زيادة عدد الأسهم قيام الشركة المستمر بشراء أسهمها من السوق مباشرة، حيث لدى الشركة برنامج منذ عام ١٩٩٠م لشراء أسهمها، والذي من خلاله تم شراء أكثر من ٦٥٠ مليون سهم بسعر متوسط يساوي حوالي ٢٥ دولاراً.

هل تعتقد أنها خطة جيدة قيام الشركة بشراء أسهمها، خصوصاً أنها تدفع قيمة الأسهم من الحساب النقدي لديها؟ الجواب، إذا كانت الشركة قادرة مالياً ولديها السيولة اللازمة فقد يكون من الأفضل استرجاع جزء من الأسهم المصدرة حفاظاً على سعر السهم، حيث إنه كلما زاد عدد الأسهم المصدرة نقص مقدار الربح الذي يستحقه السهم الواحد، وبذلك تقل قيمة السهم.

بالعودة إلى القائمة، لاحظ أن القيمة الاسمية للسهم هي فقط ١٠/١ (واحد على عشرة) من السنت، وهذا المبلغ لا يعني شيئاً، وضع بهذا الشكل لأسباب محاسبية وقانونية فقط، حيث لا يلزم القانون الشركات في معظم الولايات من تحديد قيمة اسمية للسهم. ولكن قد يسأل سائل عن القيمة الحقيقية لما تم إصداره من أسهم، حيث إنه بلا شك عندما تم إصدار هذه الأسهم كان لها سعر معين حصلت عليه الشركة وقتها، فما هو ذاك السعر؟ ليس بالإمكان معرفة السعر الأصلي من هذه البيانات، بسبب أنه منذ تأسيس الشركة كانت هناك عدة مرات تم فيها طرح أسهم إضافية بأسعار مختلفة، ولكن باستطاعتنا أن نقدر السعر المتوسط الذي حصلت عليه الشركة من إصدار تلك الأسهم، وهو حوالي ٢,٢٠ دولار فقط، والذي نحصل عليه بتقسيم قيمة الأسهم العادية (٧,٣١٦ مليون دولار) على عدد الأسهم المصدرة (٣,٣٣٤ مليون سهم).

لاحظ أن التسع عشرة مليون سهم التي تم بيعها في عام ١٩٩٩م قد رفعت من قيمة الأسهم العادية لدى الشركة من ٤,٨٢٢ مليون دولار إلى ٧,٣١٦ مليون دولار، أي بزيادة قدرها حوالي ٢,٥٠٠ مليون دولار! معنى ذلك إنه لا بد أن تكون الشركة قد قامت ببيع تلك الأسهم بسعر متوسط يزيد عن ١٣١ دولاراً (٢,٥٠٠ مليون دولار تقسيم ١٩ مليون سهم)! فرق كبير بين هذا السعر والسعر المتوسط السابق (١٣١ دولاراً مقابل ٢,٢٠ دولار)، فهل يعقل أن تكون الشركة قد باعت أسهمها بهذا السعر؟ ولماذا السعر المتدني للأسهم السابقة؟ أولاً، بالنسبة لحصولها على سعر ١٣١ دولاراً كسعر متوسط، فإنه يبدو فعلاً غريباً كون متوسط سعر السهم قبل التجزئة لعام ١٩٩٩م كان حوالي ٩٣ دولاراً، فكيف يمكن أن تبيع الشركة الأسهم بسعر ١٣١ دولاراً؟ الجواب يعود لكون الشركة قامت خلال العام ببيع أسهمها ومن ثم شرائها في فترات مختلفة بأسعار مختلفة، مما جعل

السعر المتوسط للسهم يكون في صالحها. بمعنى أنها قد تكون أصدرت مليون سهم بسعر ١٠٠ دولار، واشترت لاحقاً نصف مليون سهم بسعر ٥٠ دولاراً، فأصبح متوسط سعر السهم ١٥٠ دولاراً!

سؤال: هل ما تم ذكره أعلاه عن كون متوسط السعر ١٥٠ دولاراً ممكنناً؟ كيف يمكن أن تباع أسهم الشركة عند الإصدار بـ ١٠٠ دولار ومن ثم يشتري نصفها بسعر ٥٠ دولاراً، فيصبح المتوسط ١٥٠ دولاراً؟ راجع ما ذكر أعلاه قبل أن تقرأ الجواب. نعم، لأن الشركة في نهاية الأمر تكون قد أصدرت نصف مليون سهم وحصلت على ٧٥ مليون دولار مقابل ذلك، أي باعت أولاً مليون سهم بسعر ١٠٠ دولار وحصلت على ١٠٠ مليون دولار، ثم قامت بشراء نصف مليون سهم بسعر ٥٠ دولاراً للسهم فدفعت ٢٥ مليون دولار، أي بقي من المائة مليون دولار ٧٥ مليون دولار. وبذلك تكون الشركة قد باعت نصف مليون سهم بـ ٧٥ مليون دولار، أو ١٥٠ دولاراً للسهم! هنا يجب الانتباه عند قراءة الأرقام المالية وأخذ مثل تلك التفاعلات بالاعتبار.

بقي الجزء الآخر من السؤال عن سبب كون السعر المتوسط للشركة منذ إنشائها فقط ٢,٢٠ دولار للسهم الواحد؟ يعود السبب ببساطة إلى أن الشركة قد باعت أسهماً كثيرة في السابق عندما كان سعر السهم قليلاً جداً، ولكن هل من المعقول أن يكون متوسط سعر سهم شركة [إنتل] فقط ٢,٢٠ دولار وهي الشركة المعروفة ذات الأسهم المرتفعة، والتي بلغ سعر سهمها قبل التجزئة في عام ١٩٩٩م أكثر من ١٤٠ دولاراً؟ الجواب مرة أخرى نعم، وذلك نتيجة ما قامت به الشركة من تجزئة لأسهمها (Stock Split) على مدى عمرها الطويل. على سبيل المثال نجد أن متوسط سعر السهم في السنوات الخمس الأولى من عمر الشركة كان أقل من ٢ دولار.

بقي من ملكية حملة الأسهم ما يعرف بصافي الأرباح المبقاة (Retained Earnings) الموضح في **٢٦**، والذي يفوق مبلغ ٢٥ بليون دولار. وهذا الرقم الكبير جداً هو عبارة عن أرباح الشركة المتراكمة منذ إنشائها في عام ١٩٨٦م كشركة عامة. هذه الأرباح هي نتيجة ما تبقى للشركة بعد دفع جميع ما عليها من تكاليف وضرائب وأرباح موزعة على حملة الأسهم وغيرها من المصروفات. ونرى ببساطة أن معدل ما يتم ادخاره سنوياً (وهذا يختلف عن أرباح الشركة التي بالضرورة يجب أن تكون أكثر من ذلك) يفوق ١,٥٠٠ مليون دولار سنوياً (٢٥ بليون دولار تقسيم ١٣ عاماً).

وأخيراً، نرى أن مجمل ملكية حملة الأسهم تساوي ٣٢,٥٣٥ مليون دولار، كما هو مبين في **٢٧**. ما معنى هذا المبلغ؟ يدل ذلك على أن حملة الأسهم قد استثمروا ما يفوق ٣٢ بليون دولار في الشركة على مدى السنوات الماضية، بما في ذلك الأرباح المتراكمة خلال هذه الفترة. ولو أن شركة [إنتل] قامت بإيقاف جميع أعمالها وباعت ما لديها من أصول ودفعت ما عليها من ديون فسوف يتبقى مبلغ ٣٢ بليون دولار لصالح حملة الأسهم!

ملكية حملة الأسهم = الأصول - الخصوم

وبما أن عدد الأسهم التي في حوزة حملة الأسهم ٣,٣٣٤ مليون سهم **٢٥**، فمعنى ذلك أن حصة كل سهم تكون حوالي ١٠ دولارات، وهذا في الواقع صحيح، ويطلق على هذه الحصة بالقيمة الدفترية للسهم (Book Value)، والتي لها فائدة مهمة في تقييم الشركات، كما سوف نرى عندما نتحدث عن تحليل البيانات المالية للشركة.

في آخر القائمة نجد في **٢٨** أن مجموع الخصوم وملكية حملة الأسهم تساوي ٤٣,٨٤٩ مليون دولار، والذي كما ذكرنا سابقاً يجب أن يساوي مجمل الأصول **١٣**:

$$\text{ملكية حملة الأسهم} + \text{الخصوم} = \text{الأصول}$$

قائمة الدخل (Income Statement)

تصدر قائمة الدخل مرة واحدة كل ثلاثة أشهر حسب السنة المالية للشركة، وهي عبارة عن بيان مالي لنتائج التشغيل المالية للشركة عن فترة الأشهر الثلاثة المنصرمة، وهي تعبر عن مدى نجاح إدارة الشركة في توظيف الأصول بشكل فعال.

تبدأ قائمة الدخل بإجمالي المبيعات (Sales) ومن ثم يتم طرح مختلف المصروفات من هذا المبلغ. فيتم طرح جميع التكلفة التي تدخل في صناعة المنتجات المباعة وأي مصروفات أخرى لها علاقة بالتشغيل من رواتب موظفين وكهرباء ومواد خام وغيرها. ثم تطرح تكلفة استهلاك الأجهزة (Depreciation)، وتخصم تكلفة الفائدة عن الأشهر الثلاثة الماضية للمبالغ المقترضة، وتخصم الضرائب وما تم دفعه من أرباح لحملة الأسهم الممتازة. عند هذا الحد يكون الباقي هو صافي الأرباح الخاصة بحملة الأسهم العادية، وبعد خصم الأرباح الموزعة (Dividends) على حملة الأسهم العادية يبقى رصيد الأرباح المبقاة (Retained Earnings).

مثال لقائمة دخل حقيقية

يبين الجدول ٩-٣ قائمة الدخل لشركة [إنتل] عن السنة المالية ١٩٩٩م. ومن أجل مقارنة النتائج يبين الجدول كذلك نتائج عام ١٩٩٨م. يشير البند **١** إلى أن صافي المبيعات كان أكثر من ٢٩ بليون دولار بزيادة حوالي ٣ بلايين دولار عن العام الماضي. وصافي المبيعات هو ما تم بيعه بالفعل وبالسعر النهائي إن كان هناك تخفيض ما (Discount)، ولا يشمل ما تم إعادته من المشتريين (Returns) ولا المبيعات الملغاة وما شابه ذلك.

طبيعي أن تكون هناك تكاليف معينة لما تم بيعه، وهي تشمل تكلفة البضاعة المباعة **٢**، كتكلفة المادة الخام، وتكلفة موظفي التشغيل وتكاليف أخرى تدخل في صلب الإنتاج من كهرباء وماء وخدمات

عامة إلى المستحضرات الكيميائية المستعملة في الإنتاج ومواد مساندة وما إلى ذلك. نجد أن هذا الجزء من تكلفة المبيعات كان حوالي ١٢ بليون دولار، أو حوالي ٤٠% من قيمة المبيعات. ثم نجد أن الشركة أنفقت حوالي ٣,٥٠٠ مليون دولار خلال العام في تكاليف البحث والتطوير **٣**، بزيادة حوالي ٨٢٠ مليون دولار عن العام الماضي، وهنا يتضح مدى اهتمام الشركات بشكل عام وبالأخص شركات التقنية المتقدمة (High Technology) بالبحث والتطوير، تجنباً لتقادم ما لديها من تقنية وانعدام فائدتها، وبالتالي قيام الشركات الناشئة بتشكيل خطورة عليها.

هناك جزء من تكلفة الإنتاج يخص التكاليف التسويقية والإدارية للشركة **٤** يجب ألا يستهان به حيث يكون غالباً مرتفعاً. وتتميز شركة عن أخرى بقدرتها على السيطرة على هذه التكاليف بشرط ألا يؤثر ذلك على القدرة الإنتاجية للشركة ولا على تسويقها لمنتجاتها. نجد هذه التكاليف قليلة نوعاً ما عند شركة [إنتل] وإن كانت قد زادت بمقدار ٨٠٠ مليون دولار عن العام الماضي. هناك تكاليف أخرى بمقدار ٤١١ مليون دولار تم اختصارها في **٥** وهي تشمل القيمة الاستهلاكية لبعض العلامات التجارية وبعض الأشياء غير الملموسة (Intangibles).

مجمّل هذه التكلفة نجده في **٦**، ويساوي حوالي ١٩,٥٠٠ مليون دولار، أي أن الشركة تدفع هذه التكلفة لتتمكن من بيع ما قيمته حوالي ٢٩,٥٠٠ مليون دولار. أو بعبارة أخرى نجد أن تكلفة المبيعات في هذه الحالة تمثل حوالي ثلثي (٣/٢) قيمة المبيعات، فتكون بذلك الأرباح التشغيلية **٧** (Net Operating Margin) تساوي حوالي ٣٣% (الأرباح على صافي المبيعات)، وهذا يعني أن الشركة تبيع ٣٣ سنتاً من كل دولار مبيعات، وهي نسبة عالية لا تتوفر لدى أكثر القطاعات.

وكما رأينا في قائمة المركز المالي فلا توجد ديون كبيرة على الشركة (أقل من بليون دولار)، وبذلك فإن تكلفة الفائدة **٨** هي فقط ٣٦ مليون دولار. وفي المقابل نجد أن الشركة حصلت على ما يقارب ١,٥٠٠ مليون دولار **٩** كفوائد على استثماراتها المختلفة، من استثمارات قصيرة الأجل وأوراق مالية مختلفة. ولا غرابة في ذلك، حيث رأينا سابقاً في قائمة المركز المالي أن الشركة لديها حوالي ١٢ بليون دولار في الرصيد النقدي والاستثمارات قصيرة الأجل. ومن هذا المبلغ نستنتج أن معدل نسبة العائد على مدخرات الشركة حوالي ١٢,٥٠% (١٢/١,٥٠).

يشير البند **١٠** إلى أن أرباح شركة [إنتل] قبل دفع الضرائب يساوي ١١,٢٢٨ مليون دولار، ونجد في **١١** أن مقدار ما تدفعه الشركة من ضرائب يساوي حوالي ٤ بلايين دولار، أي أن الشركة تقع في الشريحة الضريبية ذات النسبة ٣٦%. إننا فإن صافي الأرباح يساوي ٧,٣١٤ مليون دولار **١٢**، والذي يمكن تقسيمه على عدد الأسهم المصدرة لنستخلص ربح السهم الواحد (Earnings Per Share) والذي يساوي ٢,٢٠ دولار للسهم، بزيادة ٣٨ سنتاً عن العام الماضي.

Basic earnings per common share	ريح السهم الواحد	١٣	\$2.20	\$1.82
Diluted earnings per common share	ريح السهم الواحد (بعد زيادة عدد الأسهم)	١٤	\$2.11	\$1.73
Weighted average common shares outstanding	عدد الأسهم	١٥	3,324	3,336
Weighted average common shares outstanding, assuming dilution	عدد الأسهم (بعد الزيادة)	١٦	3,470	3,517

المصدر: خدمة Market Guide

الجدول ٣-٩: قائمة الدخل لشركة [إنتل].

INTEL CORP Income Statement Period End: Dec 25, 1999 (Values are in millions, except where noted.)	شركة إنتل قائمة الدخل - نهاية الفترة: ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م الأرقام بال مليون عدا ما هو مشار إليه		
		12/25/99	12/25/98
Net revenues	صافي المبيعات	١ \$29,389	\$26,273
Cost of sales	تكلفة المبيعات		
Cost of goods sold	تكلفة البضاعة المباعة	٢ (11,836)	(12,088)
Research and development	تكاليف بحث وتطوير	٣ (3,503)	(2,674)
Marketing, general and administrative	تكاليف تسويقية، عامة، وإدارية	٤ (3,872)	(3,076)
Others costs of sales	تكاليف أخرى	٥ (411)	(56)
Operating costs and expenses	تكاليف ومصروفات التشغيل	٦ (19,622)	(17,894)
Operating income	الأرباح التشغيلية	٧ 9,767	8,379
Interest expense	تكاليف الفائدة	٨ (36)	(34)
Interest income and other, net	أرباح من فوائد مالية وغيرها	٩ 1,497	792
Income before taxes	الأرباح قبل الضرائب	١٠ 11,228	9,137
Taxes	الضرائب	١١ (3,914)	(3,069)
Net income	صافي الأرباح	١٢ \$7,314	\$6,068

ملاحظة

لاحظ أن عدد الأسهم المستخدم في حساب ربح السهم الواحد مهم جداً، وقد يعطي صورة غير صحيحة عن مدى ربحية الشركة إن لم يتم احتسابه بطريقة صحيحة، لما لعدد الأسهم المصدرة من تغيير مستمر خلال العام . لذا فإن المتفق عليه حسب ما تمليه الأنظمة المحاسبية المتفق عليها (Generally Accepted Accounting Principles) أو اختصاراً GAAP هو أن يحسب معدل الأسهم المصدرة خلال العام بالموازنة حسب أيام السنة (Weighted)، وهذا ما نراه في ١٣.

هناك ما يعرف بربح السهم "بعد الإذابة" (Diluted EPS)، ويقصد به الربح المفترض لو أن الشركة قامت بتحويل ما عليها من التزامات إلى أسهم، كما يحصل عندما تقوم الشركة بإصدار أوراق مالية تخول حاملها بتحويلها إلى أسهم عادية في وقت لاحق، وعندما يقوم حملة هذه الأوراق بتحويلها إلى أسهم فإن عدد الأسهم المصدرة يزداد مما يضعف من ربح السهم الواحد . وهذا ما نجده في ١٤ حيث نرى أن ربح السهم فيما لو تم تحويل بعض الالتزامات إلى أسهم عادية سوف يكون ٢,١١ دولار بدلاً من ٢,٢٠ دولار. هنا يجب الانتباه إلى أن الشركة لم تقم بعملية التحويل هذه على الإطلاق، بل إن ذلك مجرد افتراض يعين المستثمر على بناء توقعاته المستقبلية على أسس صحيحة، ونجد في ١٥ و ١٦ عدد الأسهم التي احتسبت بكلتا الطريقتين.

لمقارنة أداء مبيعات وأرباح شركة [إنتل] في الأعوام التي تلت إعداد قائمة الدخل في هذا الكتاب، نشاهد في الجدول ٩-٤ مبيعات الشركة منذ عام ١٩٩٨م وحتى الربع الرابع من عام ٢٠٠٤م.

الجدول ٩-٤: مبيعات شركة [إنتل] بالمليون دولار.

الفصل	١٩٩٨م	١٩٩٩م	٢٠٠٠م	٢٠٠١م	٢٠٠٢م	٢٠٠٣م	٢٠٠٤م
١	٦,٠٠١	٧,١٠٣	٧,٩٩٣	٦,٦٧٧	٦,٧٨١	٦,٧٥١	٨,٠٩١
٢	٥,٩٧٢	٦,٧٤٦	٨,٣٠٠	٦,٣٣٤	٦,٣١٩	٦,٨١٦	٨,٠٤٩
٣	٦,٧٣١	٧,٣٢٨	٨,٧٣١	٦,٥٤٥	٦,٥٠٤	٧,٨٣٣	٨,٤٧١
٤	٧,٦١٤	٨,٢١٢	٨,٧٠٢	٦,٩٨٣	٧,١٦٠	٨,٧٤١	٩,٥٩٨

المصدر: خدمة Market Guide

ونشاهد كذلك في الجدول ٩-٥ ربح السهم الواحد خلال المدة نفسها.

الجدول ٩-٥: ربح السهم الواحد بالدولار لشركة [إنتل].

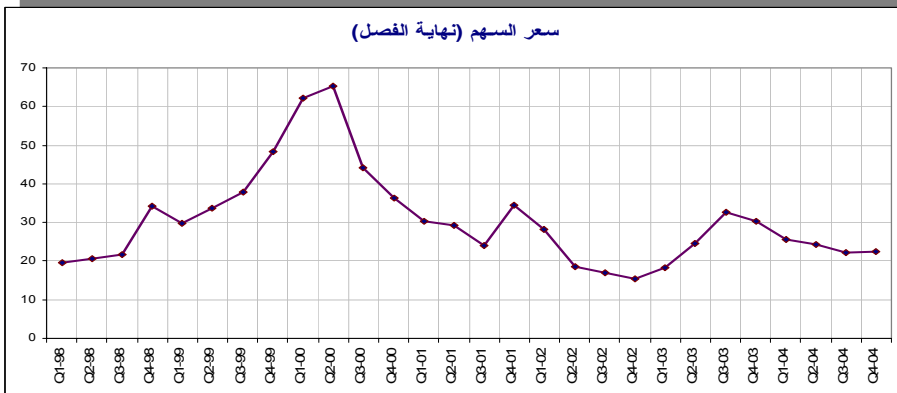
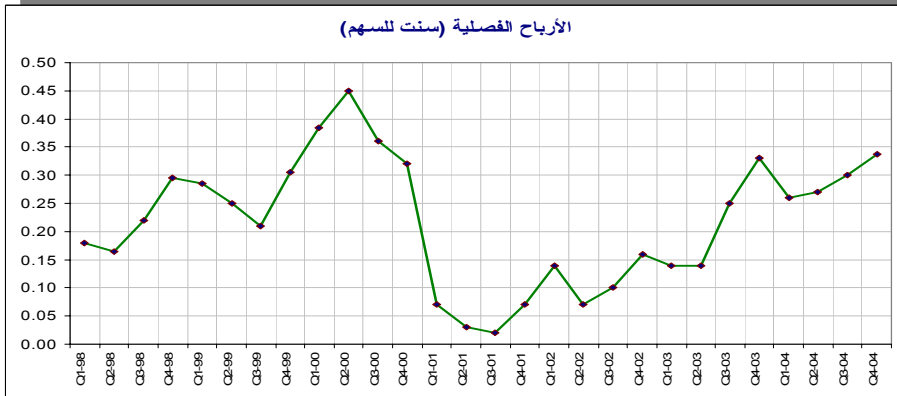
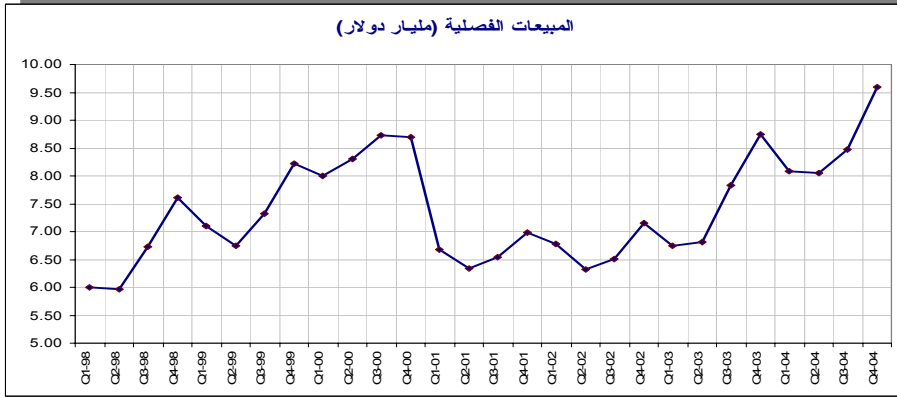
الفصل	١٩٩٨م	١٩٩٩م	٢٠٠٠م	٢٠٠١م	٢٠٠٢م	٢٠٠٣م	٢٠٠٤م
١	٠,١٨٠	٠,٢٨٥	٠,٣٨٥	٠,٠٧٠	٠,١٤٠	٠,١٤٠	٠,٢٦٧
٢	٠,١٦٥	٠,٢٥٠	٠,٤٥٠	٠,٠٣٠	٠,٠٧٠	٠,١٤٠	٠,٢٧٢
٣	٠,٢٢٠	٠,٢١٠	٠,٣٦٠	٠,٠٢٠	٠,١٠٠	٠,٢٥٠	٠,٢٩٩
٤	٠,٢٩٥	٠,٣٠٥	٠,٣٢٠	٠,٠٧٠	٠,١٦٠	٠,٣٣٤	٠,٣٣٧

المصدر: خدمة Market Guide

علاقة سعر السهم بالأرباح

إذا كان سعر السهم يتأثر بأرباح الشركة (كما هو متوقع)، فقد يكون من المفيد دراسة نمو المبيعات والأرباح لشركة [إنتل] ومقارنة ذلك بأداء السهم خلال السنوات الماضية. نرى في الشكل ٩-٢ ثلاثة رسوم بيانية لكل من المبيعات والأرباح وسعر السهم، وذلك للثمانية وعشرين فصلاً الماضية (أو ٧ سنوات). نلاحظ أولاً أن العلاقة تبدو قوية بين نمو المبيعات ونمو الأرباح وهذا هو الشيء الطبيعي ويجب أن يبقى صحيحاً على المدى الطويل، إلا أن هذه العلاقة الطردية قد تنتفي على المدى القصير أو المتوسط، مما يخلق فرصة مناسبة للشراء لمستثمر المدى الطويل. ثانياً نلاحظ أن علاقة سعر السهم بالمبيعات ليست قوية جداً على المديين القصير والمتوسط، وتبدو نوعاً ما قوية على المدى الطويل، وطبيعي ألا تكون هناك علاقة مباشرة بين المبيعات وسعر السهم. على سبيل المثال، من الممكن أن نجد شركة تنمو مبيعاتها بشكل قوي ولكن ذلك يكون على حساب تخفيضات كبيرة في الأسعار تقدمها الشركة، أو إن الشركة تقوم بفتح فروع كثيرة لها دون ربحية جيدة.

أما علاقة الأرباح وسعر السهم فهي غالباً علاقة قوية، وخصوصاً على المدى الطويل وال المدى المتوسط، وأحياناً تكون قوية حتى على المدى القصير.



الشكل ٩-٢: علاقة المبيعات والأرباح بسعر السهم، ونجد على المدى الطويل أن نمو سعر السهم يتبع نمو الأرباح ولكن قد يحدث تباين بينهما كما نرى في الأربعة فصول الأخيرة.

قائمة التدفقات النقدية (Statement of Cash Flow)

تختص قائمة التدفقات النقدية بنشر نتائج خروج النقد (Cash) من الشركة ودخوله إليها. إن متابعة التدفق النقدي عملية مهمة وضرورية، حيث إنها تعطي دلائل على مقدار السيولة المتدفقة من الشركة وإليها، وتبين مقدرة الشركة على شراء ما تحتاجه من أجهزة وخدمات لكي تتوسع وتنمو بالشكل المطلوب. كذلك فإن معرفة مقدار السيولة النقدية للشركة يبين مدى قدرتها على سداد ما عليها من فوائد والتزامات قصيرة الأجل، ودفع رؤوس أموال (Principal Amounts) القروض المستحق دفعها.

يتأثر الرصيد النقدي للشركة بما يصرف نقداً على الوظائف التشغيلية والاستثمارات المختلفة، ويزيد أو ينقص وفقاً للمعاملات المالية المختلفة التي قد تستهلك على الشركة مبالغ نقدية أو تدر عليها. ويجب الانتباه إلى أن وجود أرباح عالية لدى الشركة لا يعني بالضرورة أن يكون التدفق النقدي إيجابياً، وذلك بسبب وجود مبالغ معينة من شأنها رفع الأرباح بالرغم من أنها ليست نقداً، كتكلفة الاستهلاك والأرصدة قيد التحصيل وغيرها كما سنرى بعد قليل.

مثال لقائمة تدفق نقدي حقيقية

يبين الجدول ٦-٩ قائمة التدفقات النقدية الخاصة بشركة [إنتل] للعام المالي ١٩٩٩م، ويشمل كذلك قائمة عام ١٩٩٨م لمقارنة النتائج.

لاحظ أولاً أن القائمة تبدأ بالرصيد النقدي عند بداية العام في البند ١ وتنتهي بالرصيد النقدي عند نهاية العام في البند ٢٠، وفيما بين هذين البندين نجد النشاطات المختلفة التي كان لها تأثير على هذا الرصيد النقدي. فنرى أن الشركة كان لديها رصيد نقدي في بداية عام ١٩٩٩م مقداره ٢,٠٣٨ مليون دولار وهو ما رأيناه في قائمة المركز المالي لعام ١٩٩٨م كرصيد نقدي في ذلك العام.

تأثر الرصيد النقدي بثلاث عمليات رئيسية، هي النشاطات التشغيلية ٢-٦ والنشاطات الاستثمارية ٧-١١ والنشاطات المالية ١٢-١٨. فبالنسبة للنشاطات التشغيلية نجد أن صافي ما تحصلت عليه الشركة كان ١١,٣٣٥ مليون دولار ٦، ويأتي ذلك نتيجة حصولها على أرباح صافية بمقدار ٧,٣١٤ مليون دولار كما رأينا في ١٢ من قائمة الدخل، ومن ثم يضاف إلى هذا المبلغ أي خصومات غير نقدية تمت في قائمة الأرباح.

Cash flows provided by (used for) financing activities:	ما تم دفعه أو الحصول عليه عن طريق النشاطات المالية	١٢		
Increase (decrease) in short-term debt, net	صافي الزيادة أو النقص في الديون قصيرة الأجل	١٣	69	(83)
Additions to long-term debt	ما تم إضافته للديون طويلة الأجل	١٤	118	169
Other adjustments	تعديلات أخرى	١٥	563	2167
Repurchase and retirement of common stock	إعادة شراء أسهم عادية (من السوق)	١٦	(4,612)	(6,785)
Payment of dividends to stockholders	أرباح موزعة على ملاك الأسهم	١٧	(366)	(217)
Net cash used for financing activities	صافي ما تم دفعه للنشاطات المالية	١٨	(4,228)	(4,749)
Net increase (decrease) in cash and cash equivalents	صافي الزيادة أو النقص في حساب النقد وما يعادله	١٩	1,657	(2,064)
Cash and cash equivalents, end of year	رصيد حساب النقد وما يعادله في نهاية العام	٢٠	\$3,695	\$2,038

المصدر: خدمة Market Guide

الجدول ٩-٦: قائمة التدفقات النقدية لشركة [إنتل].

INTEL CORP Statement of Cash Flow Period End: Dec 25, 1999 (Values are in millions, except where noted.)	شركة إنتل قائمة التدفقات النقدية - نهاية الفترة: ٢٥ ديسمبر ١٩٩٩م تاريخها: ٢٣ مارس ٢٠٠٠م - الأرقام بال مليون عدا ما هو مشار إليه	12/25/99	12/25/98
Cash and cash equivalents, beginning of year	١ رصيد حساب النقد وما يعادله في أول العام	\$2,038	\$4,102
Cash flows provided by (used for) operating activities:	٢ ما تم دفعه أو الحصول عليه عن طريق النشاطات التشغيلية		
Net income	٣ صافي الأرباح	7,314	6,068
Depreciation (and other amortizations)	٤ إعادة ما تم احتسابه على استهلاك الأجهزة وغيرها	3,597	2,863
Other adjustments	٥ تعديلات أخرى	424	260
Net cash provided by operating activities	٦ صافي ما تم الحصول عليه عن طريق النشاطات التشغيلية	11,335	9,191
Cash flows provided by (used for) investing activities:	٧ ما تم دفعه أو الحصول عليه عن طريق النشاطات الاستثمارية		
Additions to property, plant and equipment	٨ إضافة لمبان، وأراض وأجهزة	(3,403)	(3,557)
Acquisitions, net of cash acquired	٩ الصافي بعد شراء شركات (بما لدى الشركات من حساب نقدي)	(2,979)	(906)
Other adjustments	١٠ تعديلات أخرى	932	(2,043)
Net cash used for investing activities	١١ صافي ما تم دفعه عن طريق النشاطات الاستثمارية	(5,450)	(6,506)

وقفه

يضاف إلى الرصيد النقدي في قائمة التدفقات النقدية ما تم خصمه من تكلفة الاستهلاك ، حيث إنه عند احتساب صافي الأرباح تم خصم القيمة الاستهلاكية للأجهزة والمعدات والمباني وغيرها والتي تخص ذلك العام المالي، ولكننا نعرف أن التكلفة الاستهلاكية ليست بتكلفة نقدية، بل هي عبارة عن توزيع لتكلفة أشياء تم شراؤها منذ سنين مضت، لذا فلا بد من إعادة هذه الخصومات واحتسابها كرصيد نقدي. كذلك هناك تعديلات أخرى مشابهة تم اختصارها في ٥ وأضيفت إلى الرصيد النقدي، وقد تكون لها علاقة بمخزون معدم أو حسابات قيد التحصيل وهكذا.

أما بالنسبة للنشاطات الاستثمارية فنجد أن الشركة أنفقت مبالغ نقدية لشراء مبان وأجهزة مختلفة وصيانتها خلال العام بمبلغ قدره ٣,٤٠٣ مليون دولار ٨، وأنها صرفت ما قيمته حوالي ٣ بلايين دولار ٩ على ما تم شراؤه من شركات صغيرة -- Acquisition أو استحواذ. مع الأخذ بالاعتبار ما جنته من الأرصدة النقدية التي كانت لدى الشركات المشتراة. وهناك تعديلات أخرى ١٠ أدت إلى إضافة مبلغ ٩٣٢ مليون دولار إلى الحساب النقدي. وعلى ضوء ذلك نجد أن الشركة قد أنفقت مبلغ ٥,٤٥٠ مليون دولار على كامل نشاطاتها الاستثمارية، كما نرى في ١١.

ثالث النشاطات التي تؤثر على الرصيد النقدي هو النشاط المالي، والذي يشير إلى أن الشركة حصلت على قروض قصيرة الأجل بمقدار ٦٩ مليون دولار ١٣ مما رفع الرصيد النقدي لديها، والذي تم كذلك رفعه بقروض طويلة الأجل بمقدار ١١٨ مليون دولار ١٤، وتعديلات أخرى بمبلغ ٥٦٣ مليون دولار ١٥. وكان هناك نشاطان ماليان تسببا بنقص الرصيد النقدي، الأول ما تم صرفه لإعادة شراء عدد معين من الأسهم المصدرة، والتي كما سبق وأن ذكرنا أن لدى الشركة برنامجاً قائماً لشراء أسهمها من السوق حفاظاً على قيمة السهم، وهو مبلغ كبير يساوي ٤,٦١٢ مليون دولار ١٦. والنشاط المالي الآخر الذي أثر سلباً على الرصيد النقدي هو ما تم دفعه من أرباح موزعة (Dividends) على حملة الأسهم بمقدار ٣٦٦ مليون دولار ١٧. وبذلك تكون الشركة قد صرفت من الحساب النقدي لديها مبلغ ٤,٢٢٨ مليون دولار كما نرى في ١٨. وبعد أخذ كل هذه النشاطات في الحسبان نجد أن الرصيد النقدي للشركة ازداد بمقدار ١,٦٥٧ مليون دولار خلال العام (اجمع البنود الثلاثة ٦ و ١١ و ١٨ لتجد صافي الزيادة كما في البند ١٩) ليصبح ٣,٦٩٥ مليون دولار ٢٠.

راجع الصفحة ١٩٢ لاحقاً لمعرفة المزيد عن أهمية التدفقات النقدية.

هذه القوائم الثلاث التي تطرقنا لها تشكل أهم عناصر التحليل الأساسي للأسهم، ويجب التأكد من معرفتها بشكل جيد والتمرس على قراءتها واستخدامها عند البحث عن الاستثمار الناجح.

تثمين الأسهم (Stock Valuation)

نقصد بعبارة تثمين الأسهم قيامنا بإجراء بعض التحاليل الكمية والرياضية لمعرفة السعر الحالي للسهم. سوف نحاول أن نعرض هذه التحاليل بشكل مبسط ليتمكن القارئ غير المختص من فهم المقصود بهذه الطرق التحليلية، والاستفادة منها متى ما أمكن.

لكل أصل أو تجارة أو استثمار قيمتان رئيسيتان: الأولى هي القيمة السوقية أو السعر المطلوب في السوق، والثانية هي القيمة "الحقيقية" للأصل. بمعنى أن القيمة السوقية عبارة عن مجرد محاولة من المشاركين في السوق لاكتشاف السعر الحقيقي للأصل، والذي لا يمكن معرفته بشكل قاطع ومتفق عليه. فعندما ننظر إلى السعر السوقي لسهم شركة ما، فإن السعر الذي نراه هو السعر المتفق عليه من قبل جموع المشاركين في السوق ممن يستخدم طرقاً مختلفة وعديدة للوصول إلى هذا السعر. ولكن القيمة الحقيقية غير معروفة بشكل مطلق بحيث لا يختلف عليها اثنان، بل تختلف الآراء من شخص لآخر الأمر الذي يفسر سبب تغير الأسعار بشكل مستمر. إذاً نستطيع أن نرسم للسعر السوقي بالحرف (س)، ونرمز للسعر الحقيقي بالحرف (ق)، ونقول بأن صافي القيمة الحاضرة هو الفرق بين هذين السعيرين:

صافي القيمة الحاضرة = السعر الحقيقي - السعر السوقي

$$ق - س =$$

فإذا كان سعر السهم السوقي ٥٠ دولاراً، وكان شخص يعتقد بأن السعر الحقيقي ٥٥ دولاراً، فإن صافي القيمة الحاضرة يساوي ٥ دولارات (الفرق بين الاثنين)، ويتضح أن السعر الحقيقي أعلى من سعر السوق، وعندها يقرر الشخص شراء السهم. وإذا كان الفرق سالباً، أي أن (ق) أقل من (س)، فيكون سعر السوق أعلى من الحقيقي، ويقرر الشخص الخروج من السهم (أو بيعه مسبقاً).

ولكن كيف لنا أن نعرف القيمة الحقيقية؟ هناك عدة أساليب تستخدم لهذا الغرض سوف نستعرضها باختصار لمجرد إعطاء القارئ فكرة بسيطة عن كيفية تثمين الأصول بشكل عام والأسهم بشكل خاص. وسوف نتطرق لاحقاً لبعض الطرق البسيطة التي تستعمل من قبل المحللين لتقريب عملية تثمين الأسهم دون الحاجة لإجراء العمليات الرياضية المعقدة.

تعتمد قيمة أي أصل من الأصول على التدفق النقدي الممكن تحقيقه على مدى عمر الأصل. فإذا كان السهم يدفع أرباحاً موزعة (Dividends) (d) في كل عام بمقدار ٥ دولارات للسهم الواحد، أي $d=5$ ، فإن السعر الحالي للسهم لا بد أن يأخذ بالحسبان هذا المبلغ النقدي المتكرر في كل عام، وذلك عن طريق إيجاد القيمة الحاضرة له (Present Value). فإذا كنت تشتترط أن يكون

العائد السنوي لما تستثمره من مال في الشركة يساوي ١٠%، أو $r=0.10$ ، فتستطيع أن تستخدم هذا العائد في حساب القيمة الحاضرة. بمعنى أن ٥ دولارات بعد عام تساوي ٤,٥٥ دولار (أي ٥ \div ١,١٠)، الآن، وذلك كما عرفنا سابقاً من كيفية حساب القيمة الحاضرة، صفحة ٤٩، ومبلغ ٥ دولارات بعد عامين يساوي (٥ \div ١,١٠) مرفوعاً إلى ٢ ويساوي ٤,١٣ دولار، وهكذا. إذاً كل ما علينا أن نقوم به هو حساب القيمة الحاضرة لجميع المبالغ النقدية المتوقعة في السنوات القادمة، من الآن وحتى اللانهاية (Infinity). كتب هذه الطريقة لحساب القيمة الحاضرة للسهم (V) كما يلي:

$$V = \sum \frac{d_1}{(1+r)^1} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \dots$$

$v =$ مجموع القيم الحاضرة للأرباح المتوقعة على مدى عمر الشركة

الأرباح الموزعة الثابتة

إذا كانت الأرباح الموزعة ثابتة فإن جميع القيم تكون متساوية $D_1 = D_2 = D_i = D$ ، وتختصر المعادلة السابقة رياضياً لتكون القيمة الحقيقية (V) تساوي D/r . أي في المثال السابق، إذا كانت الأرباح ثابتة بمقدار ٥ دولارات للسهم مدى الحياة، وكان العائد المطلوب (r) من قبل المستثمر يساوي ١٠%، فإن القيمة الحقيقية للسهم هي $٥ \div ٠,١٠ = ٥٠$ دولاراً. وتكتب هذه المعادلة كما يلي:

$$V = \frac{d}{r}$$

$v =$ الأرباح الموزعة / العائد المطلوب

الأرباح الموزعة النامية بنسبة ثابتة

قد يكون الافتراض السابق بأن الأرباح الموزعة ثابتة لا تتغير من عام لآخر غير معقول نوعاً ما، بالرغم من وجود حالات تبرر استخدامه، على سبيل المثال عند احتساب قيمة السهم الممتاز (Preferred Stock) الذي يدفع ربحاً ثابتاً. إذاً لنفرض أن الأرباح الموزعة تتغير في كل عام، ولكنها تنمو بنسبة معينة. فإذا تم دفع أرباح موزعة بمقدار ٥ دولارات للسهم هذا العام، نتوقع أن يدفع ٥,٣٠ دولار في العام القادم، على فرض أنها تنمو (g) بنسبة ٦% سنوياً.

بهذه الحالة تكون طريقة احتساب القيمة الحقيقية (V) كما يلي:

$$V = \frac{d}{r - g}$$

V = الأرباح الموزعة / (العائد المطلوب - نسبة النمو)

مثال: لنفرض أن الأرباح الموزعة (d) لهذا العام تساوي ٥ دولارات، وأن نسبة النمو (g) تساوي ٦% سنوياً، فكم من المفترض أن تكون القيمة الحقيقية للسهم (V)؟

$$\begin{aligned} V &= \frac{d}{r - g} \\ &= \frac{5}{0.10 - 0.06} \\ &= \$ 125 \end{aligned}$$

ولو كان السعر الحالي للسهم ١٠٠ دولار يتضح أن صافي القيمة الحاضرة يساوي ٢٥ دولاراً.

صافي القيمة الحاضرة = القيمة الحقيقية - القيمة السوقية

$$= 125 - 100 = 25 \text{ دولاراً}$$

ويكون من المناسب شراء السهم، حيث من المتوقع نموه إلى ١٢٥ دولاراً.

الأرباح الموزعة المتغيرة

إذا كانت الأرباح الموزعة متغيرة من عام لآخر، يمكن حساب القيمة الحقيقية بحل المعادلة العامة لتثمين الأصل، والتي نعيد كتابتها مرة أخرى هنا:

$$V = \sum \frac{d_1}{(1+r)^1} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \dots$$

لن نقوم هنا بحل مثل هذا النوع من المسائل، ونكتفي بالقول إنه بالإمكان إيجاد الحل بعدة طرق وباستخدام الكمبيوتر في ذلك.

ختاماً، نشير إلى أن هناك عدداً كبيراً من الطرق التي يقوم بها المحللون من أجل محاولة اكتشاف القيمة الحقيقية للسهم، بعضها يأخذ في الحسبان ربح السهم الواحد (EPS)، بدلاً من الأرباح الموزعة (Dividends)، حيث إن هناك عدداً كبيراً من الشركات لا توزع أرباحاً، بل تحتفظ بها من أجل النمو والتطوير.

حساب السعر المستهدف

هناك طريقة تستعمل من قبل المحللين لمعرفة السعر المستهدف بطريقة بسيطة وسريعة، وذلك بتقدير نسبة نمو الأرباح للعام القادم ومن ثم ضرب سعر السهم بهذه النسبة. فلو كان السعر الحالي يساوي ٦٠ دولاراً مع ربح للسهم الواحد يساوي ٢ دولار، فيكون مكرر الأرباح^١ مساوياً ٣٠، ولو كان من المتوقع أن تنمو الأرباح للاثني عشر شهراً القادمة بنسبة ٢٠% لتصبح ٢,٤٠ دولار فمن المفترض أن يرتفع السعر بالنسبة نفسها ليصبح ٧٢ دولاراً. ولكن عندها سيبقى مكرر الأرباح مساوياً ٣٠، وقد لا يكون مبرراً في العام القادم عطفاً على بقية الشركات أو الأمر خاص بهذه الشركة، فقد يفترض المحلل أن المكرر المناسب هو ٢٥ على سبيل المثال، وبذلك يصبح السعر المستهدف ٦٠ دولاراً، بدلاً من ٧٢ دولاراً:

السعر بعد عام = مكرر الأرباح المفترض × الأرباح المتوقعة

$$= 25 \times (2 \text{ دولار} \times 20\%)$$

$$= 60 \text{ دولاراً}$$

ويتضح أن السعر الحالي (٦٠ دولاراً) مساوٍ للسعر المتوقع للعام القادم، ولا يكون السهم جذاباً للشراء ولا للاحتفاظ به، إلا إذا كان يمنح أرباحاً موزعة عالية (Dividend Yield)، وذلك نتيجة كون السعر الحالي أعلى من السعر العادل بنسبة ٢٠%. أو بعبارة أخرى، نظراً لكون مكرر الأرباح الحالي يفوق الطبيعي بنسبة ٢٠%، لذا فمن المتوقع لهذا السهم أن يبقى محافظاً على نفس السعر بالرغم من النمو المتوقع للأرباح بنسبة ٢٠%.

وطريقة أخرى لحساب السعر المستهدف تعتمد على مركب PEG، أو مكرر الأرباح مقسوماً على نسبة نمو الأرباح، راجع الصفحة ١٩٤ لمعرفة طبيعة هذا المركب.

¹ سنتحدث لاحقاً (صفحة ١٨٨) عن كيفية حساب النسب المالية الخاصة بالربحية.

الخلاصة

على كل مستثمر جاد أن يتعرف بشكل جيد على كيفية قراءة البيانات المالية الصادرة من الشركات، وبالأخص تلك القوائم الثلاث اللواتي تم ذكرها في هذا الفصل، وهي قائمة المركز المالي، وقائمة الدخل، وقائمة التدفقات النقدية. فعن طريق قائمة المركز المالي يستطيع الشخص أن يكتشف القيمة الحقيقية للشركة بما لديها من أصول، ويرى مقدار ما على الشركة من التزامات مستحقة في القريب العاجل أو بعد وقت طويل. يجد المستثمر كذلك في قائمة الدخل بيانات أرباح الشركة لفترة معينة ومقدار ربحية كل سهم، وعن طريق قائمة التدفقات النقدية يستطيع أن يقرر ما إذا كان استخدام الشركة للمبالغ النقدية المتوفرة لديها يتم بشكل فعال أم لا.

تم عرض القوائم المالية لشركة [إنتل] كمثال حقيقي لتسهيل فهم ما تحويه هذه القوائم. لذا فقد يجد القارئ فائدة جيدة في دراسة قوائم مشابهة لشركات أخرى ومقارنة نتائجها بالنتائج المعروضة هنا.

ختاماً تم التطرق لأساليب تثمين سعر السهم للشركة والتي من خلالها يمكننا تقدير القيمة الحقيقية للشركة، وكما تم إيضاحه فإن الطرق المشروحة هنا هي مجرد خطوط عريضة لأساليب تثمين الشركات، وإن هناك طرقاً أخرى يمكن للمستثمر دراستها والتعرف عليها بشكل مفصل في كتب الاستثمار الكثيرة. ويجب أن يدرك المستثمر أن الطريقة الصحيحة لتثمين الأسهم في شكلها العام تعد بسيطة للغاية، حيث إنها عبارة عن تقدير أرباح الشركة المستقبلية ومن ثم حساب القيمة الحاضرة لتلك الأرباح، وإن مصدر الصعوبة في تلك العملية هو كيفية تقدير الأرباح على مدى سنوات عديدة. 