

I. التحليل الأساسي

هو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المنشأة ذاتها. والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تقيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة والتي تعتبر محدداً أساسياً للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره. ويسمى أصحاب هذا التحليل (Fundamentalists).

ويستند التحليل الأساسي إلى مدخلين. المدخل الأول هو التحليل الكلي فالجزئي (Macro-Micro Approach) أو التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-Down Analysis) ويتضمن ثلاثة مراحل: المرحلة الأولى، التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق رأس المال. المرحلة الثانية، تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب تطور تكنولوجي أو تغير اجتماعي أو أسباب أخرى. المرحلة الأخيرة، التحليل على مستوى المنشآت بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعة الواعدة والتي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

أما المدخل الثاني فيستند إلى التحليل الجزئي فالكلي (Micro-Macro Approach) أو التحليل من أسفل إلى أعلى (Bottom-Up Analysis).

أ. تحليل الظروف الاقتصادية:

يشمل تحليل الظروف الاقتصادية على تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم. فضمن السياسة المالية (Fiscal Policy) تعتبر الضرائب ذات آثار إيجابية وسلبية على أداء المنشآت وأسعار أسهمها، حيث إن تخفيض معدل الضرائب على أرباح المنشآت من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. كما يعتبر الإنفاق الحكومي أيضاً ذو آثار إيجابية وسلبية على المنشآت. أما فيما يخص السياسة النقدية (Monetary Policy)، ولاسيما سياسة أسعار الفائدة، فإن تخفيض أسعار الفائدة (سياسة نقدية توسعية) من شأنه تخفيض وزيادة الاستثمار وبالتالي زيادة إنتاج وأرباح الشركات.

كذلك فيما يتعلق بمعدلات التضخم (Inflation)، فمن المفترض أن تكون للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار.

أما تحليل حجم الناتج القومي (GDP) فيعتبر أيضاً ضرورياً، حيث أن الإعلان عن زيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real Economic Activity) يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

ب. تحليل ظروف الصناعة:

1. تعريف الصناعة:

- طبيعة المنتج التي تقدمه.
- مصدر المنافسة التي تواجهه.
- تصنيف الصناعات: صناعات متنامية، صناعات مرتبطة بالدورات، صناعات دفاعية، صناعات متنامية ومرتبطة بالدورات وغيرها.
- مدى تدخل الحكومة في شؤونها:
- * صناعات مملوكة للحكومة بالكامل.
- * صناعات مملوكة للحكومة ملكية جزئية.

2. اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة:

- التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:
 - * التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر.
 - * مدى الاستقرار في نمو المبيعات عبر الزمن له أهمية خاصة.
 - * قياس الربحية من خلال عدد من النسب المالية.
- حجم الطلب وحجم العرض:
 - * من المهم تعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير.
 - * هل الطاقة المحتملة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب.
 - * ينبغي التعرف على إمكانية الصناعة في تمويل التوسع. إذا ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب، فإن ذلك يعد نذيراً بدخول منتجين جدد، وبالتالي احتدام المنافسة مما قد يترك أثراً عكسية على ربحية المنشآت الموجودة وعلى أسعار أسهمها تبعاً لذلك.
- ظروف المنافسة:
 - * للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل، على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول منشآت جديدة أم لا.
 - * هنالك ثلاثة موانع رئيسية للمنافسة: تميز منتجات الصناعة، مزايا مطلقة في التكاليف، مزايا الحجم الكبير.
- طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:
 - * ضرورة تحليل نصيب (Share) المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادةً ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصةً متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى القومي (Per-Capita Income) (أمثلة: الحاسوب الآلي، الإلكترونيات المنزلية، ...).
 - * ينبغي معرفة العلاقة بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين لذلك المنتج، وهو ما يطلق عليه بمرونة الطلب (Demand Elasticity).
- تأثير الحكومة:
 - * مدى تدخل الحكومة في شؤون الصناعة وقدرتها على تنمية علاقات دولية مثمرة تسهم في النهوض بالصناعة.

* تدخل الحكومة لتقديم مساعدات مالية أو خصم ضريبي أو تشجيع الاستثمار.

• العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح:

* ضرورة معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة. إذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للمنشأة، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً.

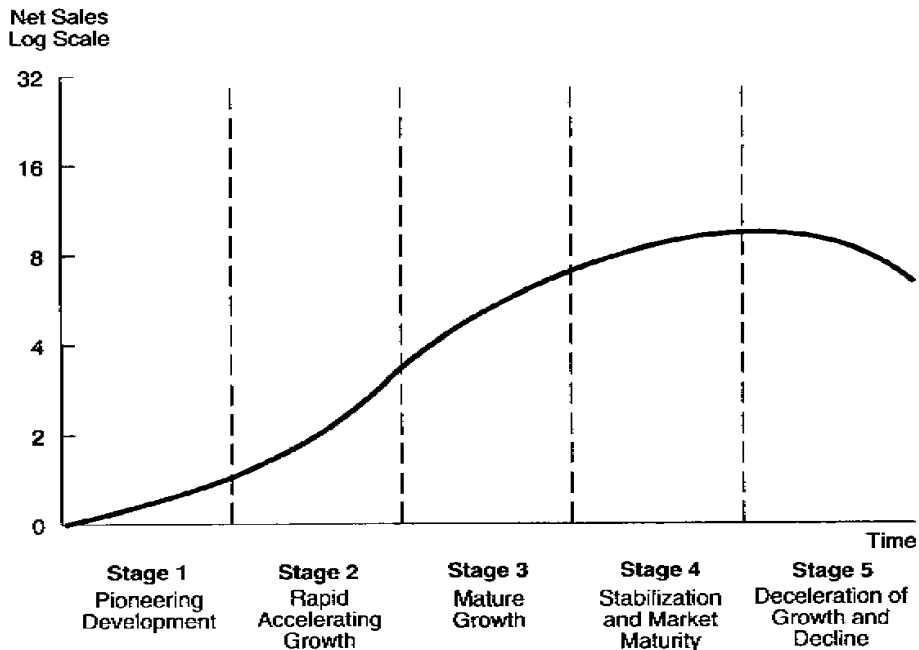
3. أدوات تحليل ظروف الصناعة:

من أكثر أدوات تحليل الصناعة شيوعاً: تحليل دورة حياة الصناعة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

أ. دورة حياة الصناعة: (أنظر الرسم البياني)

- مرحلة الظهور: ولادة منتج جديد، المبيعات عند حدها الأدنى، عدم التأكد بشأن المنتج بانتظار إدخال المزيد من التحسينات، المزيد من البحوث، حملات إعلانية، المنافسة في حدها الأدنى، خسائر محتملة.
- مرحلة النمو السريع: ظهور نماذج مختلفة من المنتج، تزايد حجم المبيعات، تزايد الأرباح المتولدة، مزيد من الاستثمار (أرباح مدورة). قرب نهاية تلك المرحلة تدخل منشآت جديدة، وبالتالي يزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، انخفاض معدل نمو المبيعات وتتبع السوق.
- مرحلة النضوج: نهاية سنوات النمو السريع، تشبع تام للسوق، يصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل القومي. يصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة مثل تغير إيجابي في أذواق المستهلكين أو نجاح الصناعة في دخول أسواق جديدة. اشتداد المنافسة السعرية وانخفاض هامش الربح.

Life Cycle for an Industry



- مرحلة الاستقرار أو الأفول: تتسم تلك المرحلة باستقرار أو تدهور الوحدات المباعة وذلك باختلاف الصناعة، وتتضاءل فرص الاستثمار المتاحة.
- تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يمكن المحلل المحترف أو حتى المستثمر العادي من تصنيف الصناعة الوطنية وفقاً للمرحلة التي تمر بها.
- ضرورة توخي الحذر في قرار الاستثمار في صناعة لازالت في مرحلة الظهور نظراً للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار.
- الاستثمار في مرحلة النمو السريع يعد قراراً صائباً في أحوال كثيرة إلا أنه على المستثمر توخي الحذر وذلك لأن أسعار أسهمها تكون مبالغاً فيها، وذلك رغم العائد العالي الذي قد يحصل عليه.
- يكون أفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماراته على الصناعات التي وصلت إلى مرحلة النضوج أو الاستقرار رغم تميز عائداتها بدرجة أقل من النمو.

ب. التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:

- يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس التي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع).
- من الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis) والذي يقضي أولاً بإيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة).

$$D_x = a + b_1 P_x + b_2 Y + b_3 P_z$$

حيث: D_x = القيمة المطلوبة من سلعة

a = قيمة ثابتة

P_x = سعر الوحدة

Y = دخل المستهلك

P_z = أسعار سلع أخرى مكملة أو بديلة

b_1, b_2, b_3 = المعاملات الواجب تقديرها، تسمى المعامل

ج. التنبؤ بمعدل نمو الربحية:

- ينبغي توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل يبسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.

د. تحليل المركز المالي للمنشأة:

1. تحليل القوائم المالية للمنشأة: الميزانية العمومية للشركة، وقائمة الأرباح والخسائر.

2. النسب المالية: نسب السيولة، نسب النشاط، العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق المساهمين ROE ونسب الربحية.
3. تحليل المخاطر: مخاطر النشاط، التقلب في المبيعات، درجة الرفع المالي (الدين إلى الأصول، الدين إلى صافي رأس المال، الدين إلى القيمة السوقية للأصول) ونسبة تغطية الفوائد (نسبة الإيرادات قبل الفوائد والضرائب إلى الفوائد).
4. تحليل ربحية السهم:

$$Y = \frac{R-D}{n} = \text{ربحية السهم}$$

R = صافي الربح بعد الضريبة

D = توزيعات الأسهم الممتازة

n = المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية

- يمكن تحليل الأسهم العادية باستخدام المؤشرات التالية:

1. ربحية السهم (Earning Per Share)

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع على الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

2. صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد (Book Value Per Share)

$$\text{صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد} = \frac{\text{صافي القيمة الدفترية لأصل الشركة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

3. معدل سعر السهم/ ربحية السهم (Price-Earning Ratio)

$$\text{معدل السعر/ الربح} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$