

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 يكتفي 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 النهاية 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.

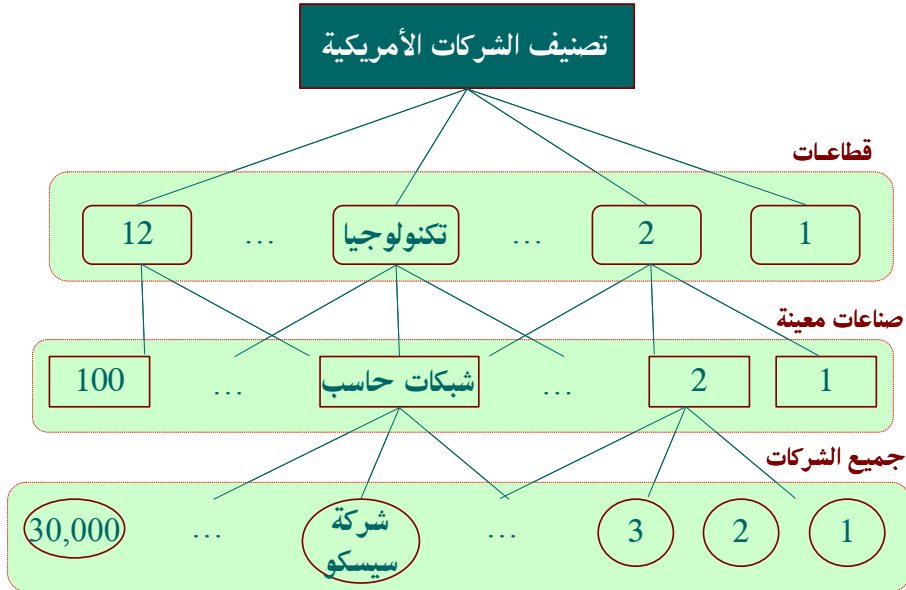
الحقيقة المرة التي يجب على من أراد الدخول في الاستثمار، سواء في الأسهم الأمريكية أو غيرها، أن يدركها هي إن شراء الأسهم يتطلب جهداً أكبر بكثير من شراء جهاز تلفزيون أو فيديو أو مشاركة زميل في الاستثمار بمنشأة محلية صغيرة الحجم سهلة الفهم والتحليل.

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^٢، وستجد 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 يُلِم 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 حلاقة 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 المفترض 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 النصائح 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 ويبذل 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، سواءً 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 تتركز عليها عملية اختيار الأسهم المناسبة تعود في النهاية على المستثمر بفائدة عظيمة. فالمعرفة تضيف 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 ١-٢% من رأس مال الصندوق إضافة إلى ٢٠-٢٥% 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 اعتبرها 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 ظواهر 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.

وقفه

حاول أن تتصور سوقاً 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 حيثما 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.

وقفة

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 نستمر على الإطلاق؟ أو أن نستمر 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 الشكلاان 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 بيليت 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 النصائح والإرشاد والتنبؤ باتخاذ الأسهم اتجاهاً معيناً 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 ذكاءً وابتهاج تحليل 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

وأنواعها، 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 إذاً أن أسواقنا المحلية ليست ذات كفاءة عالية، مما يعني أن هناك ثغرات كبيرة وكثيرة يمكن للمتداول الحذق 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 والضغوط التي تواجه ربحيتهم وكفاءة عملياتهم، وهكذا.
- إجراء تقديرات أولية للأرباح بناءً على الماضي والتوقعات المستقبلية ومناقشة ذلك مع الإدارة.

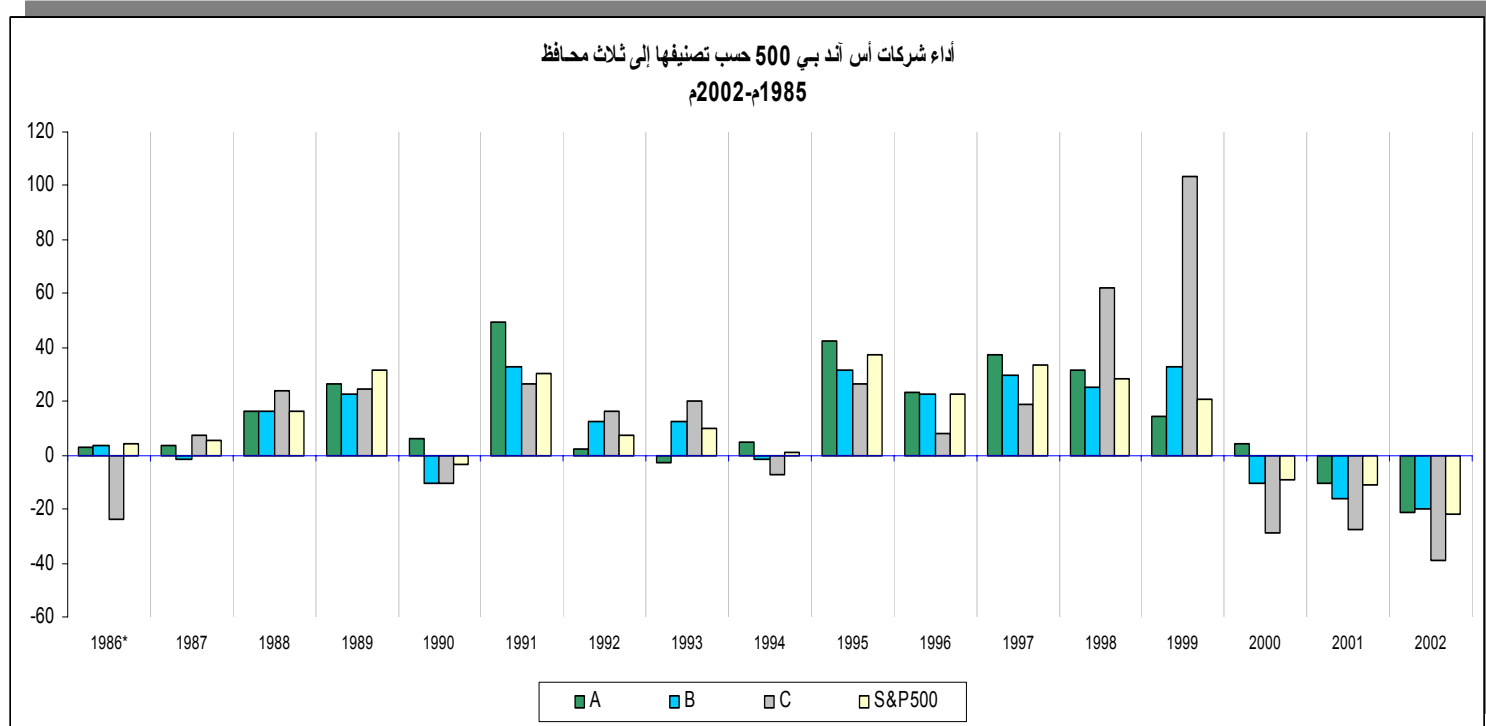
⁷ راجع الباب السادس (صفحة ٤٩١) للمزيد حول كفاءة السوق المحلية.

- 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 ذكرنا في هذا الفصل هما ضرورة بذل بعض الجهد عند انتقاء الأسهم وضرورة معرفة القواعد التي تسير 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. □

