



جامعة قاصدي مرباح ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية؛ التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية
تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان :

مساهمة التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ القرار الاستثماري
دراسة حالة بورصة الكويت للأوراق المالية
- في الفترة ما بين 01 جانفي إلى غاية جوان 2011 -

من إعداد الطالبة :

آمنة جعفرور

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2011/10/02 أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا

الأستاذ: بن ختو فريد

مقررا

الدكتور: محمد شيخي

ممتحنا

الدكتور: بن قانة اسماعيل

السنة الجامعية 2010 / 2011

شكر وعرقان

أولا الحمد والشكر لله الذي بفضلته توصلت إلى تقديم هذا العمل

أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذ المحترم: شيخي محمد
أولا على قبوله الإشراف على الموضوع.
وعلى مد يد العون في إعداد هذه المذكرة

أتوجه بالشكر إلى كل من ساعدني ومد لي يد العون
ووقف إلى جانبي ولو بالكلمة الطيبة

آمنة

ملخص :

تهدف هذه الدراسة الحالية إلى معرفة مدى مساهمة التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال التعرف على فعالية التحليل الفني للأوراق المالية والتعرف على إمكانية الاعتماد على أكثر من أداة فنية واحدة لاتخاذ القرار الاستثماري.

ولتحقيق هذه الأهداف قامت الطالبة بدراسة حالة سوق الكويت لأوراق المالية-شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول- للتعرف على مدى استخدام المحلل(المستثمر) للمؤشرات الفنية بطريقة صحيحة واختياره الجيد للأداة الفنية المناسبة لطبيعة السهم ليتمكن من التحليل وأثر ذلك في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في المستقبل.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ترتبط فعالية التحليل الفني للأوراق المالية بمدى ملائمة أدواته في تطبيقها على سوق الكويت للأوراق المالية.
- يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري السليم في بورصة الكويت للأوراق المالية على استخدام أداة فنية واحدة.
- يساهم التحليل الفني للأوراق المالية بشكل كبير في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في بورصة الكويت للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية : التحليل الفني للأوراق المالية، اتخاذ القرار الاستثماري.

Résumé:

L'objectif de cette étude était d'identifier les différentes contribution de L'analyse technique pour prendre les discisions d'investissement a` travers l'identification de l'efficacité de L'analyse technique pour identifier la possibilité de dépendre sur plus d'un seul outil technique pour prendre les discisions d'investissement.

Pour attendre cet objet, L'étudiante a étudié L'exemple de la bourse Kuwait-société des projets de Kuwait d'investissement de management des actif-, Pour d'identifier a` quel point L'analyse(L'investisseur) utilise les index techniques d'une méthode correcte et bon choix de L'outil technique appropriée de la nature de l'action afin L'analyse L'impact sur la discisions de d'investissement parfait au futur.

L'étude a conclu:

- L'efficacité de L'analyse technique dépende de quel point ses outils sont appropriés dans ses application.
- La décision d'investissement correcte dépende d'un seul outil technique .
- L'analyse technique contribue largement dans la prise de la décision d'investissement correcte.

Les mot clés: L'analyse technique, prise de décision d'investissement .

قائمة المحتويات

	الإهداء
	شكر و عرفان.....
	الملخص.....
	قائمة المحتويات.....
	قائمة الجداول.....
	قائمة الأشكال.....
	مقدمة.....
01	تمهيد.....
02	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي.....
03	المطلب الأول: ماهية الاستثمار المالي.....
03	المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي.....
05	المطلب الثالث: مزايا و عيوب الاستثمار المالي.....
10	المبحث الثاني: مقومات اتخاذ القرارات المالية.....
11	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
11	المطلب الثاني: ماهية اتخاذ القرارات الاستثمارية.....
15	المطلب الثالث: مقومات اتخاذ القرارات المالية.....
18	المبحث الثالث: إدارة المحافظ الاستثمارية.....
23	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.....
23	المطلب الثاني: خصائص المحفظة الاستثمارية.....
25	المطلب الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية.....
28	خلاصة الفصل الأول.....
33	الفصل الثاني: التحليل الفني: المفهوم والأدوات.....
34	تمهيد.....
35	المبحث الأول: مدخل للتحليل الفني.....
36	المطلب الأول: مفهوم التحليل الفني والظروف الفنية.....
36	المطلب الثاني: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني وظروف عمله.....

39	.....المطلب الثالث: النظريات المفسرة للأسعار في التحليل الفني
43	.....المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني
47	.....المطلب الأول: الرسوم البيانية
47	.....المطلب الثاني: المؤشرات الفنية
51	.....المطلب الثالث: مستويات الدعم والمقاومة
62	.....المبحث الثالث: أدوات تحليلية متنوعة
64	.....المطلب الأول: تحليل الأيام
64	.....المطلب الثاني: فجوات الأسعار
65	.....المطلب الثالث: نسب التراجع
66	.....خلاصة الفصل الثاني
68	.....الفصل الثالث: دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية - شركة KAMCO..
69	.....تمهيد
70	.....المبحث الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية
71	.....المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت
71	.....المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الكويت
77	.....المبحث الثاني: تطور وأداء سوق الكويت
84	.....المطلب الأول: نظرة عامة عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية
84	.....المطلب الثاني: مؤشرات التداول
87	.....المطلب الثالث: إمكانية انتقال سوق الكويت للأوراق المالية إلى لائحة الأسواق المالية الناشئة
93	.....المبحث الثالث: دراسة الحالة
96	.....المطلب الأول: عرض وتفسير نتيجة الفرضية الجزئية الأولى
96	.....المطلب الثاني: عرض وتفسير نتيجة الفرضية الجزئية الثانية
101	.....المطلب الثالث: عرض وتفسير نتيجة الفرضية العامة
105	.....خلاصة الفصل الثالث
106	.....خاتمة
109	.....قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
9	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	1-1
81	ساعات التداول حسب سوق الكويت للأوراق المالية	1-3
82	رسوم التداول حسب سوق الكويت للأوراق المالية	2-3
83-82	الأعياد والعطل الرسمية لسنة 2011-سوق الكويت للأوراق المالية	3-3
87	مؤشرات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية منذ عام 2008 وحتى أبريل 2011	4-3
90	إجمالي مؤشرات التداول للمتداولين الكويتيين خلال عام 2009	5-3

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	1-1
16	نموذج القرار الاستثماري	2-1
19	منحنى التفضيل الاستثماري	3-1
31	الفرص المتاحة للمحافظ الاستثمارية	4-1
31	اختيار المحفظة المثلى	5-1
41	توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم	1-2
42	طريقة التحليل الفني في الاستثمار	2-2
46	النمط الأساسي "3-5" موجة	3-2
48	نموذج الرسم باستخدام الخط البياني	4-2
49	نموذج الرسم باستخدام أعمدة البيانات	5-2
50	نموذج الرسم باستخدام الشموع اليابانية	6-2
53	التمثيل البياني لمؤشر القوة النسبية	7-2
55	التمثيل البياني لمؤشر STOCHASTIC OSCILATOR لأسهم إحدى الشركات	8-2
56	التمثيل البياني لمؤشر القوة الدافعة momentum لأسهم إحدى الشركات	9-2
57	المتوسطات المتحركة لفترة 50 يوم و 200 يوم بالإضافة إلى أسعار الإغلاق لإحدى الشركات	10-2
58	يوضح المتوسط المتحرك يؤكد الاتجاه الخاص بالسهم خلال الصعود و التزول	11-2
59	التمثيل البياني لمؤشر المظروف Envelope	12-2
60	التمثيل البياني لمؤشر MACD لأسهم إحدى الشركات	13-2
62	التمثيل البياني لمستويات الدعم	14-2
63	التمثيل البياني لمستويات المقاومة	15-2
72	الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت	1-3
89	توزيع قيمة التداول لأسواق الأسهم الخليجية منذ بداية عام 2011 (مليار دولار أميركي)	2-3

89	نسبة تركيز التداول على الـ 10 شركات الأكثر تداولاً من حيث القيمة منذ بداية عام 2011	3-3
91	قيمة الأسهم المتداولة من قبل المستثمرين الكويتيين خلال عامي 2008 و 2009	4-3
96	نتائج استخدام مؤشر MACD في الطرف الأول	5-3
97	نتائج استخدام مؤشر MACD في الطرف الثاني	6-3
099	نتائج استخدام مؤشر المتوسط المتحرك البسيط في الطرف الأول	7-3
101	نتائج استخدام مؤشر المتوسط المتحرك البسيط في الطرف الثاني	8-3
102	استخدام مؤشر القوة النسبية	9-3
103	استخدام مؤشر STOCHASTIC في اتخاذ القرار	10-3

حقصة

تنشأ الأسواق المالية في أي بلد امتدادا لانعكاسات وردود أفعال تطور المبادلات والأنشطة المالية والاستثمارية والاقتصادية حيث تؤدي بورصة الأوراق المالية دورا هاما ووظيفة اقتصادية عبر حشد المدخرات وتوجيهها للاستثمار في الوحدات الإنتاجية، حيث تعتبر أهداف الاستثمار متعددة بالرغم من أن المستثمر يسعى دائما إلى تعظيم العوائد المتوقعة وبالتالي فإن القرار المتعلق بالبديل الأفضل يمثل الأساس الذي تبني عليه العملية الاستثمارية، لأنه يجد أمامه عدد لا نهائي من الفرص الاستثمارية التي يقابلها عدد كبير من المخاطر. وعليه يعتبر صنع القرار الاستثماري من أصعب مراحل العملية الاستثمارية، لأنه يجب أن ينعكس فيما بعد على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية، ومنه لا بد أن يهتم المستثمر بتوظيف أمواله بشكل جيد في ظل تعدد الخيارات وبدائل الاستثمار أمام الفوائض المالية التي تفرض على المستثمر المفاضلة بينها في ظل الاعتبارات التالية (معدل العائد المتوقع؛ درجة المخاطرة؛ اعتبارات السيولة؛ كلفة الفرصة البديلة؛ القيمة الزمنية للنقود). ويتوقف ذلك على تحليل الأوراق المالية Security Analysis.

هناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية: مدخل التحليل الأساسي ومدخل لتحليل الفني، حيث يساعد ذلك المستثمر على اختيار الأوراق المالية التي تحقق له أهدافه من حيث العائد المتوقع ودرجة الخطر المقبولة. وقد أجمع المستثمرون والشركات الاستثمارية ومكاتب الخدمات الاستشارية والصحف الشعبية وعدد كبير من الباحثين على أن اعتماد أسلوب التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري يجعل السوق أقرب إلى القيمة الطبيعية لأنه يعتمد على طرق سهلة وسريعة كما يستخدم الأسلوب العلمي المنظم للمعلومات المتاحة في السوق نفسه، عن طريق أدوات التحليل الفني التي من خلالها يمكن للمستثمر اتخاذ قرارات استثمار في الأسهم العادية والأوراق المالية الأخرى.

يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري السليم على استخدام مؤشرات عديدة ولكن هناك مجموعة من الأخطاء الشائعة يقع فيها بعض المستثمرين نتيجة عدم الفهم الجيد لطريقة استخدامها والاختيار الغير مناسب للأداة المناسبة، مما ينجر عنه تحقيق مكاسب ضئيلة أو خسائر غير مرغوب فيها.

وبناء عليه تم طرح الإشكالية التالية:

➤ إلى أي مدى يساهم التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ القرار السليم للاستثمار في بورصة الكويت؟

والتي يمكن من خلالها طرح التساؤلات التالية:

- ما مدى محدودية التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في بورصة الكويت؟.
- هل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في بورصة الكويت على استعمال أكثر من أداة فنية واحدة؟.

فرضيات البحث:

تقوم الدراسة على الفرضيات التالية:

الفرضية العامة: يساهم التحليل الفني للأوراق المالية بشكل كبير في اتخاذ القرار السليم للاستثمار في بورصة الكويت.

الفرضية الجزئية الأولى: ترتبط فعالية التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ القرار الاستثماري بمدى ملائمة أدواته في تطبيقها على بورصة الكويت.

الفرضية الجزئية الثانية: لا يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في بورصة الكويت على استعمال أداة فنية واحدة.

أسباب اختيار الموضوع:

يعود اختيار الموضوع إلى عدة أسباب من بينها:

- الرغبة في التعرف على هذا الموضوع والتعرف أكثر على المفاهيم المتعلقة به من الناحية النظرية والعملية.
- التعرف على مدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

أهداف البحث:

- وضع المستثمر بصورة التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- تكوين خلفية أساسية التي تمهد الطريق لقراءة أكثر تعمقا وتخصصا وتوهم لاقتران عالم الاستثمار المثير.
- المساهمة في كيفية تقييم الأوراق المالية بهدف الوصول إلى اتخاذ قرار استثماري سليم.

أهمية الموضوع:

تحتاج مرحلة اتخاذ القرار الاستثماري المالي الذي يحقق الأهداف المرجوة من بين مجموعة البدائل المتاحة، إلى عملية تحليل جيد وملائم للأوراق المالية واختيار الأسلوب الملائم لذلك. تكمن أهمية الموضوع في إبراز دور التحليل الفني في مساعدة القرار الاستثماري في معرفة عدة جوانب في سوق الأوراق المالية، من أهمها:

- تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية خلال الفترات المالية المقبلة؛
- تحديد مستويات سعر الورقة المالية المستهدفة؛
- دراسة السلوكيات النفسية للمضاربين المؤثرة على أداة السوق المالية؛
- المساعدة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

منهج الدراسة:

إن اختيار المنهج الملائم للموضوع المدروس ولنوع الدراسة وللأهداف التي يسعى الباحث نحو تحقيقها شيء اتفق على ضرورة توافره في أي دراسة أو بحث، ومحاوله الإجابة على التساؤلات المطروحة، واختبار مدى صحة الفرضيات، سيتم دراسة وتحليل الموضوع بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال تقديم الجانب

النظري للموضوع بالاستناد على مختلف المراجع المتوفرة، واعتماد منهج دراسة الحالة في الفصل التطبيقي حيث تم دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية-شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول(kamco) - وتحليل بعض المؤشرات الفنية لأسعار أسهمها، وذلك بالاعتماد على إعداد الرسومات البيانية الفنية المتعلقة بكل مؤشر خلال الفترة الزمنية الممتدة من بداية شهر جانفي 2011 إلى غاية شهر جوان من نفس العام.

الدراسات السابقة:

➤ السيد أحمد الهنداوي، برنامج التحليل الفني للأسواق المالية-البنك المركزي المصري-المعهد المصرفي المصري:

يهدف هذا البرنامج إلى تمكين الدارس من الإلمام بالقواعد الأساسية المتعارف عليها في مجال التحليل الفني وأيضا طرق وأساليب التحليل وإعداد الرسومات البيانية للأسعار وقراءتها وتحديد اتجاه الأسعار واستخراج النماذج السعرية والتعرف على أهم المؤشرات الفنية المساعدة على وضع أولى خطواته على طريق الاستثمار بأسلوب علمي سليم.

➤ كريم راغب، المختصر المفيد في تعليم التحليل الفني:

تهدف الدراسة إلى اكتساب خبرة في التعامل مع التحليل الفني، تناول خلالها كل شيء عن التحليل الفني من الألف إلى الياء، بداية تعلم كيفية تنصيب برنامج الميتاستوك والتعامل معه وتطبيق ذلك عمليا، إلى استراتيجيات للمضاربة والاستثمار بطرق احترافية، تمكن المتعلم من أن يتحول إلى محلل فني يستطيع أن يتخذ قراراته الاستثمارية السليمة.

هيكل البحث:

تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول أساسية تتمثل في:

الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي، حيث قسم إلى ثلاث مباحث تتضمن ماهية الاستثمار المالي وأدواته، بالإضافة إلى مزايا وعيوب الاستثمار المالي. ومبحث ثاني حول مقومات اتخاذ القرارات الاستثمارية المالية، وكفاءة الأسواق.

أما المبحث الثالث فتضمن إدارة المحافظ الاستثمارية كأداة استثمارية بالتطرق إلى ماهية المحفظة الاستثمارية، وخصائصها، وكيفية بنائها.

وفي الفصل الثاني تم التعرض لمفهوم وأدوات التحليل الفني من خلال ثلاثة مباحث، حيث تضمن المبحث الأول، مدخل للتحليل الفني فتضمن مفهوم التحليل الفني والظروف الفنية، بالإضافة إلى الافتراضات التي يقوم عليها وأهم النظريات المفسرة للأسعار. وفي المبحث الثاني الحديث عن أدوات التحليل الفني مبرزاً أنواع الرسوم البيانية و مختلف المؤشرات الفنية ومستويات الدعم والمقاومة.

والمبحث الثالث خصص لعرض أدوات تحليلية متنوعة بالتطرق منها لتحليل الأيام وفجوات الأسعار ونسب التراجع.

أما الفصل الثالث فتضمن دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من خلال تقديم السوق، وتوضيح الهيكل التنظيمي للسوق وكذا الواقع العملي.

كما تضمن هذا الفصل تطور نشاط سوق الكويت للأوراق بإلقاء نظرة عامة على السوق، ثم دراسة وتحليل مؤشرات التداول في السوق، ودراسة مدى إمكانية انتقال بورصة الكويت إلى لائحة الأسواق المالية الناشئة من خلال الوضع الحالي للسوق.

وفي الأخير تم التطرق إلى تحليل بعض المؤشرات الفنية منها: المتوسط المتحرك, STOCHASTIC, MACD

الفصل الأول

مفاهيم عامة حول

أساسيات الاستثمار

تمهيد:

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها وهي تتطلب استخدام استراتيجيات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات والخبرات والاحتياجات الذاتية، وكأي عملية إدارية أخرى فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار. إن أبسط قواعد الاستثمار الناجح هو تكوين محفظة متنوعة من حيث الأوراق المالية المكونة لها بشكل جيد، فالاستثمار يجب أن يكون موزعاً بين مجموعة أصول ولا يتركز في أصل واحد، ويساعد التنوع إلى حد كبير في تقليص حجم الخطر إلى مستويات مقبولة، لذا فإن على المستثمر أن يتعلم كيف يدير المحفظة الاستثمارية وكيف يبدأ التخطيط للاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري وفق خطوات محددة ومدروسة بعناية. وبناءً على ما سبق سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم عامة حول أساسيات الاستثمار، وذلك عبر المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي .
- المبحث الثاني: مقومات اتخاذ القرارات الاستثمارية .
- المبحث الثالث: المحفظة الاستثمارية كأداة للاستثمار المالي

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الاستثمار المالي

يستمد الاستثمار مفاهيمه العلمية من علم الاقتصاد كون مضمونه يشير إلى التخصيص الكفاء للموارد المتاحة وتقييمها، ويغطي مفهوم الاستثمار عدد كبير من الأنشطة وغالباً ما يشار إلى استثمار الأموال في شهادات الإيداع والسندات والأسهم وصناديق الاستثمار وأوراق مالية أخرى مشتقة وغيرها .

المطلب الأول: ماهية الاستثمار المالي

أولاً: مفهوم الاستثمار المالي:

يقصد بالاستثمار في اللغة: مصدر استثمر وهو الطلب بمعنى طلب الاستثمار وأصله من الثمر وله عدة معان منها ما يحمله الشجر وينتجه، ومنها الولد، حيث يقال: الولد ثمرة القلب، ومنها أنواع المال. - ويقال: "ثمر الشجر تموراً" أي ظهر ثمره، وأثمر الشيء أي أتى نتيجه، وأثمر ماله أي كثر، ويقال استثمر المال وثمره أي استخدمه في الإنتاج.

- أما الاستثمار (Investments) في الاصطلاح فيقصد به استخدام الأموال في الإنتاج إما مباشرة بشراء المكائن والآلات والمواد الأولية، وإما بطريقة غير مباشرة كسواء الأسهم والسندات.¹

كما يمكن أن يعرف الاستثمار بأنه "حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (أسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة".²

وكتعريف شامل للاستثمار فيعرف على أنه: "التعامل بالأموال للحصول على الأرباح وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة ولفترة زمنية معينة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض على القيمة الحالية للأموال المستثمرة وتعوض على كامل المخاطر الموافقة للمستقبل".³

إن استثمار الأموال يواجه بتعدد الخيارات والبدائل الاستثمارية الكثيرة أمام الفوائض المالية والتي تفرض على المستثمر المفاضلة بينها في ظل الاعتبارات التالية:

1- معدل العائد المتوقع؛

2- درجة المخاطرة؛

3- اعتبارات السيولة؛

4- كلفة الفرصة البديلة.⁴

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، 2003، ص29.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار ميسرة، عمان، 2004، ص20.

³ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر المالية، دار الراية، عمان، 2009، ص15.

⁴ أرشد فؤاد التميمي مرجع سابق، ص16.

ثانيا: أهداف الاستثمار

تتلخص أهم أهداف المستثمرين من الاستثمار بما يلي:

- 1- الهدف العام للاستثمار هو تحقيق العائد أو الربح؛
- 2- تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات ،معنى أن يوفر المستثمر السيولة اللازمة لضمان تغطية متطلبات العملية الاستثمارية¹؛
- 3- المحافظة على قيمة رأس المال الأصلي للاستثمار ،وحتى يتحقق ذلك لابد من اختيار أفضل البدائل المقترحة، بحيث يتم اختيار أفضل بديل استثماري الذي يحقق أكبر عائد وأقل درجة من المخاطرة، وأيضاً يمكن للمستثمر أن يحافظ على قيمة موجوداته من خلال تنويع استثماراته عند تكوين المحفظة².

ثالثا: أهمية الاستثمار

تظهر أهمية الاستثمار على المستوى الوطني وكذلك على مستوى الفرد على حد سواء، فيما يلي:

* الأهمية على مستوى الفرد:

يمكن تحديد أهمية الاستثمار على مستوى الفرد كما يلي:

- يساعد الفرد (المستثمر) في معرفة العائد المتوقع من الاستثمار؛
- يساعد المستثمر على حماية ثروته من أنواع المخاطر المختلفة سواء المخاطر المنتظمة أو غير المنتظمة؛
- يساهم الاستثمار في زيادة العائد على رأس المال وتنميته من خلال زيادة الأرباح المحتجزة المحققة من الاستثمار³.

* الأهمية على المستوى الوطني:

يمكن تلخيص أهمية الاستثمار على المستوى الوطني بالنقاط التالية:

- زيادة الدخل الوطني للبلاد؛
- خلق فرص عمل جديدة في الاقتصاد الوطني؛
- دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛
- زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات⁴.

¹ سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص15.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص35.

³ المرجع نفسه، ص33.

⁴ سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص15، 16.

المطلب الثاني: أدوات الاستثمار المالي

يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة حسب معايير مختلفة:

من حيث الحقوق: فهي إما أن تكون :

1- أدوات دين ومن أمثلتها أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات والسندات.

2- أدوات ملكية مثل الأسهم الممتازة والأسهم العادية:

أما من حيث الأجل: فيمكن تصنيفها إلى:

1- قصيرة الأجل: وتستحق خلال سنة مثل أذونات الخزينة وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية قصيرة الأجل.

2- طويلة الأجل: وتستحق في فترة أطول من سنة ومن أمثلتها الأسهم والسندات.

ويمكن أيضا تقسيمها من حيث الدخل إلى:

1- ذات الدخل الثابت مثل أذونات الخزينة والسندات ذات سعر الفائدة الثابت والأسهم الممتازة.

2- ذات الدخل المتغير مثل الأسهم العادية والسندات ذات سعر الفائدة العائم.¹

ويمكن تدريج أدوات الاستثمار المالي ابتداء من الأقل خطرا فالأكثر خطرا كما يلي:

-أذونات الخزينة فالورقة التجارية فالسندات التجارية التي تصدرها الحكومة فالسند الذي تصدره الشركات (المضمون) فالسند غير المضمون فالأسهم الممتازة فالسهم العادي فالكفالات فالخيارات فعقود المستقبلية المالية.²

وفيما يلي عرض مختصر لتصنيف أدوات الاستثمار المالي حسب الأجل (المعيار الزمني) كما يأتي:

أولاً: أدوات الاستثمار قصير الأجل

1) أذونات الخزينة:

وهي عبارة عن أدوات دين عام قصير الأجل أي أنها أوراق تقوم الحكومة ببيعها إلى المستثمرين الراغبين فيها مثل البنوك وشركات التأمين بخضم عن قيمتها الاسمية بهدف الاقتراض للأجل القصير لسد حاجات مالية قصيرة الأجل وتستحق هذه الأوراق في مدة تقل عن سنة وتحمل عائدا متدنيا لأنها تكاد تخلو من المخاطر.

2) القروض تحت الطلب:

وهي قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال ومن شروطها أنه يحق للبنك استدعاء القرض في اللحظة التي يشاء وعلى المقترض أن يقوم بالسداد خلال ساعات من طلب البنك ولذلك تحمل أسعار فائدة متدنية جدا ومدتها قصيرة الأجل قد لا تتجاوز اليوم أو اليومين.³

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 45، 46.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن، 2010، ص 74.

³ زياد رمضان، المرجع نفسه، ص 46.

3) الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أوراق تقوم الشركات الضخمة ببيعها إلى المستثمرين وهي تشبه إلى حد كبير أذونات الخزينة غير أنها تتمتع بمخاطر أكبر ويترتب على ذلك عائد أكبر قليلا من أذونات الخزينة.

4) شهادات الإيداع (Certificates of deposit):

وهي إيصال تطرحه المصارف يثبت لحامله بأنه قد أودع مبلغا معيناً لمدة محددة وبفائدة معلومة، ويمكن لحامله إما الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق وهذا يعني أنه ما زال متمتعاً بضمان المصرف أو أن يقوم ببيعه في السوق لكي يوفر أرصدة سائلة لمواجهة التزاماته المستحقة.

وتختلف هذه الشهادات عن أذونات الخزينة في أمرين هما:

- أفما تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق فهي لا تباع بخخص؛
- تحسب الفائدة عليها على أساس (365) يوماً بدلا من (360) يوماً.

5) القبولات المصرفية:

وتعتبر هذه الأداة خدمة لحركة التجارة الدولية، فهي أمر بالدفع يطلب العميل من خلال المصرف بأن يقوم بالدفع له أو لشخص ثالث مبلغاً معيناً في تاريخ محدد، ويصبح هذا الأمر مقبولاً إذا قام المصرف بختمه (القبول) وبالتالي يمكن بيع هذا القبول أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه والذي يتراوح ما بين (30-

170) يوماً.

6) العملات الأجنبية (التعامل الفوري Foreign currencies):

إن الاستثمار بالعملات الأجنبية عن طريق التعامل الفوري بها من أدوات الاستثمار الحقيقي وهو استثمار له مفرداته ومصطلحاته وقواعده وأسواقه.¹

ثانياً: أدوات الاستثمار المالي طويل الأجل:

وهي الأوراق المالية بأصنافها المختلفة مثل الأسهم العادية والممتازة والكفالات والسندات بأنواعها المختلفة.

1) الأسهم العادية (Common stock):

يعرف السهم العادي على أنه: "وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية للمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات مختلفة."²

يتمتع حامل السهم العادي بحقوق ضمنها له قانون الشركات وهي:

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 172، 173.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشريفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 88.

- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها؛
- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها؛
- الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين؛
- الحق في التصويت في القضايا المطروحة على الهيئة العامة للمساهمين؛
- حق نقل ملكية الأسهم؛
- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة؛
- حق انتخاب أعضاء الإدارة ومساءلتهم ومناقشتهم الحساب في اجتماعات الجمعية العمومية؛
- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب مكن الأسهم؛
- الحق في الأرباح المحجوزة.¹

2) الأسهم الممتازة (Prefunds stock)

السهم الممتازة تجمع بين أصناف الأسهم العادية والسندات التي تصدرها بعض الشركات، فهي كالأسهم العادية لكونها حقوق الملكية، إلا أنها لا تشارك في الأرباح التي تزيد عن نسبة المحددة لها وكذلك لا تشارك في الإدارة كما تشارك الأسهم العادية، ومن ناحية أخرى فهي تشبه السندات بحصولها على الأرباح وذلك بصرف النظر عن النتائج التي تحققها الشركة.²

أنواع الأسهم الممتازة :

- أسهم ممتازة مشاركة وغير مشاركة في الأرباح مع الأسهم العادية:
فالأولى تأخذ أرباحها أولاً ثم تعود وتشارك العادية في الباقي، أما الثانية فهي لا تشارك العادية في أرباحها.
- أسهم ممتازة مجمعة للأرباح أو غير مجمعة للأرباح:
تأخذ الأسهم الممتازة الممثلة للأرباح حقوقها من الأرباح في السنوات التي لا يتم فيها توزيع الأرباح لأنها تدور إلى السنوات التالية بالإضافة إلى السنة التي يتم فيها توزيع الأرباح، أي أنها تجمع حقوقها في الأرباح ولا تخسرها عن السنوات التي لا يتم فيها التوزيع، أما الأسهم الممتازة غير الممثلة فلا يحق لها أن تجمع حقوقها من السنوات التي لا يتم فيها توزيع أرباح أي أنها لا تأخذ أرباحاً إلا عن السنوات التي يتم فيها التوزيع.
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل أو غير قابلة للتحويل إلى عادية (Convertible):

تكون الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إذا كان بالإمكان تحويلها إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية محددة يكون منصوصاً عليها في عقد إصدارها، وعادة يكون خيار التحويل بيد حامل السهم فان وجد أن

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 57.

² محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 30.

مصلحته التحويل عندما يحين موعده فانه يحول وإلا فلا. أما الأسهم الممتازة غير قابلة للتحويل فهي كما يدل اسمها عليها لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.¹

3) السندات (Bonds)

يعرف السند على أنه: "ورقة مالية تمثل ضمان لدين وهو عقد التزام يتعهد فيه مصدر السند بدفع مبالغ محددة خلال أوقات محددة. وعادة حامل السند يحصل على فائدة معروفة سلفاً"².
والسندات عبارة عن صكوك مديونية:

- تعترف بموجبه الجهة المصدرة لها بمديونيتها للشخص الذي يملكها بمبلغ يساوي القيمة الاسمية للسندات المكتوبة على ذلك السند؛
 - تتعهد الجهة المصدرة للسندات بدفع فائدة سنوية أو نصف سنوية معروفة ومحدد في عقد الإصدار ومكتوبة على السند نفسه تسمى سعر الكوبون؛
 - تتعهد الجهة المصدرة بإطفاء السندات (سداد قيمتها الاسمية) في موعد محدد متفق عليه يسمى موعد الاستحقاق ومنصوص عليه في عقد الإصدار ومكتوب على السند نفسه.
- * أشكال السندات وأنواعها:

تنوع السندات وتختلف أشكالها حسب وجهة نظر من يتكلم عنها وفيما يلي تفصيلات ذلك:
أ. من حيث الضمان:

- سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الأولى؛
- سندات غير مكفولة برهن موجودات معينة من الدرجة الثانية وتسدد بعد تسديد جميع السندات المكفولة برهن الموجودات أو غير المكفولة من الدرجة الأولى؛
- سندات مكفولة برهن موجودات معينة؛
- سندات الدخل وهي مجموعة السندات التي تلتزم المنشأة المصدرة لها بدفع الفوائد عندما تحقق أرباحاً؛
- شهادة استثمار الآلات والمعدات، وهي شهادات تصدرها الشركات المقترضة مقابل الحصول على الآلات والمعدات وتحمل دخلاً ثابتاً يتم دفعه من الأرباح التي تحققها المنشأة المقترضة من التشغيل.

ب. من حيث سعر الفائدة:

- سندات ذات سعر فائدة ثابت؛
- سندات ذات سعر فائدة عائم؛
- سندات ذات سعر فائدة صفرية تباع بخخصم.

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 61، 60.

² طاهر حمدان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 19.

ج. من حيث حاملها:

- لحاملها؛ - تحمل اسم حاملها.¹

د. من حيث قابليتها للتحويل:

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية معينة؛

- سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية.

هـ. من حيث قابليتها للاستدعاء:

وتعني إطفاء أو سداد السندات قبل موعد استحقاقها ضمن شروط محددة ومنصوص عليها ففي عقد الإصدار كأن تقوم الشركة بدفع ما يسمى علاوة الاستدعاء (Call premium)، زيادة على القيمة الاسمية للسند إذا تم استدعاؤه قبل تاريخ استحقاقه، وإذا لم يرد أي نص في عقد الإصدار على قابلية السندات للاستدعاء فإنها تكون غير قابلة للاستدعاء وإذا أرادت الشركة أن تطفئ هذه السندات قبل موعد استحقاقها فان عليها أن تشتريها من السوق.

والجدول التالي يوضح خصائص كل من السندات والأسهم العادية والأسهم الممتازة

جدول رقم (1-1): خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	الورقة المالية عامل المقارنة
الثالثة المتبقي وغير محدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	أولاً: الحق في الحصول على دخل - من حيث الأسبقية - من حيث مبلغ الدخل أو العائد
الثالثة المتبقي وغير محدد	الثانية محدد	الدرجة الأولى محدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ
ليس له تاريخ استحقاق	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة - تاريخ الاستحقاق

المصدر: محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم شديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 60.

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 69، 64.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الاستثمار المالي

أولاً: مزايا الاستثمار المالي

- 1- توفر أدوات الاستثمار عدة مزايا متنوعة من أهمها:
 - 1- توفر درجة عالية من الكفاءة والتنظيم في الأوراق المالي؛
 - 2- التكاليف الفعلية في المتاجرة بالأوراق المالية تكون منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى؛¹
 - 3- تتمتع بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتهما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها مما يسهل عملية تقويمها واحتساب عوائدها؛
 - 4- لا تحتاج إلى خبرات ذاتية من المستثمر، إذ بالإمكان دخول أي مستثمر هذه الأسواق بغض النظر عن إمكانياته المادية والاجتماعية والثقافية لوجود المتخصصين من الوسطاء والسماسة لتقديم الخدمات الاستشارية.²

ثانياً: عيوب الاستثمار المالي

- هناك عيوب إلا أنها محدودة نذكر منها:
- 1- حدوث مخاطر في الأوراق المالية وخاصة للمستثمر مثل: التقلبات في القيمة الشرائية لوحدة النقد؛
 - 2- عدم توفر عنصر الأمان في الأوراق المالية عن تلك المتوفرة في الأدوات الاستثمارية الأخرى.³
- يتضمن الاستثمار المالي عملية توظيف الأموال بالأوراق المالية على أمل أن يتحقق من وراءها عوائد في المستقبل.

¹ سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص53.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص23.

³ سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص53.

المبحث الثاني: مقومات اتخاذ القرارات الاستثمارية

المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية

وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء، وحتى تحقق الكفاءة يجب توافر مجموعة من الشروط والمتطلبات.

أولا: مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف السوق الكفاءة بأنها السوق التي تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، وعليه يمكن تقديم مفهوم كفاءة السوق على أنها: "تلك الأسواق التي تحقق الأهداف التالية:

- التخصيص الأمثل للموارد؛
- التقييم الدقيق للمبادلات؛
- تقديم خدمات بأقل تكلفة.¹

كما يقصد بالسوق الكفاء ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما، كافة المعلومات المتاحة والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وأن سعر السهم في السوق الكفاءة يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تعرض لها هذه المكاسب.² وتمثل الكفاءة في مجالين هما:

1/ الكفاءة الخارجية:

ويقصد بها كفاءة التسعير، أي توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة.

¹ خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص: تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2008، جامعة ورقلة، ص57.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الإسكندرية، 2002، ص489، 490.

- إن كفاءة السوق المالية تمثل مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة لكفاءة المعلومات المتوافرة عنها. بمعنى أنه في حالة ظهور أي معلومة جديدة عن أية ورقة مالية يقوم المستثمرون بتحليل هذه المعلومة وعكس هذه المعلومة على سعر الورقة المالية إما بزيادة سعرها إذا كانت معلومة جيدة أو بمبوط سعرها إذا كانت المعلومة تعكس تراجعاً في أداة الشركة مصدر الورقة المالية أو أقل أداء من المتوقع.

2/ الكفاءة الداخلية:

ويقصد بها كفاءة التشغيل أي أن يتم التعامل في الأوراق المالية بتكلفة مقبولة خلال فترة زمنية مقبولة أيضاً، وهذا يعني أن هناك تعاملًا مستمرًا في الأوراق المالية من خلال توفر المستثمرين والبائعين (أمام كل أمر شراء يوجد بائع مستعد للبيع، وأمام كل بائع مشتري جاهز للشراء).

إن كفاءة السوق المالية تتمثل في توجيه وتوفير الأموال بسرعة إلى الاستثمارات الناجحة وفي نفس الوقت تحقيق أرباح رأسمالية للمستثمرين نتيجة ارتفاع استثماراتهم بالسوق، فإذا كان المجتمع يتمتع بمستويات عالية من التعليم والصحة فإن ذلك يعد دلالة على وجود سوق كفاءة لرأس المال المستثمر فيه.¹

ثانياً: مستويات الكفاءة:

مفهوم كفاءة السوق هو في الحقيقة مفهوم نسبي يتحدد بطبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية.

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي:

● فرضية الصيغة الضعيفة:

تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في المالي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن التنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

● فرضية الصيغة المتوسطة:

تقضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة، التقارير المالية وغيرها...) وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 163، 164.

● فرضية الصيغة القوية:

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية.¹

ثالثاً: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال هما:

1/ الكفاءة الكاملة:

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون التكاليف، وعليه تحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- أ- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- ب- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعلومات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه أو شرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛
- ج- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

د- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

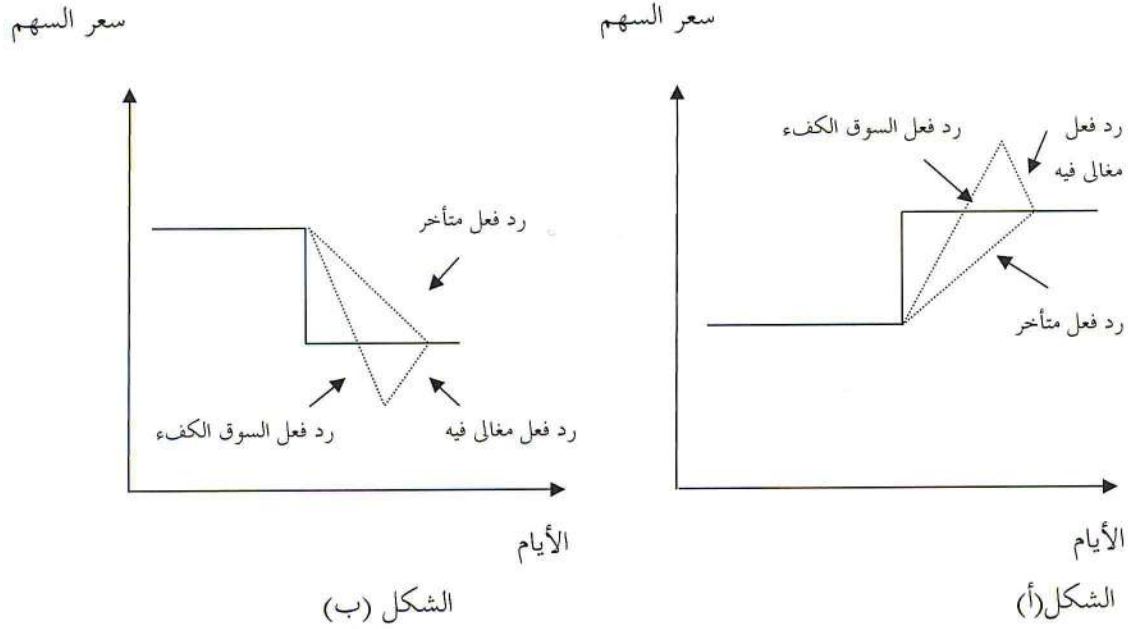
2/ الكفاءة الاقتصادية:

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاساتها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

¹ عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، كمال فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1994، ص 265.

والشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية.

الشكل رقم (1-1): التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة ورقلة، 2010، 2009، العدد 07.

ففي حالة وصول معلومات جديدة مشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية (الشكل (أ)).

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك ينعكس سلباً على سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباحاً فيتصرف السوق في مثل هذه الحالة بعدم كفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق (الشكل (ب)).

أما في حالة الاستجابة المغالى فيها فيقصد بما بلوغ سعر السهم مستوى أعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات مما يدفع بالسعر إلى أعلى مستوياته ومن ثم يتعدل تدريجياً (الشكلين (أ) و(ب)).¹

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة ورقلة، 2010، 2009، العدد 07.

المطلب الثاني: ماهية اتخاذ القرارات الاستثمارية

أولاً: مفهوم القرار الاستثماري

اتخاذ القرار الاستثماري هو: "اختيار البديل الملائم من بين البدائل المتاحة"¹ حيث يكون ذلك الاختيار بوعي يقوم على التدبير والحساب في الغاية والوسيلة، إن الأصل في القرار هو عدم التأكد والنتائج عن وجود مناهج وبدائل متعددة، ولذلك يعد اتخاذ القرار العملية الحرجة في الإدارة.²

ثانياً: أنواع القرارات الاستثمارية

تتوقف طبيعة القرار الاستثماري الذي يتخذه المستثمر على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى، ومنه تندرج ضمن هذا الإطار ثلاثة مواقف³ تتطلب من المستثمر اتخاذ القرار حسب ظروفه وظروف السوق وهي:

1- قرار الشراء:

يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو كما يراه المستثمر عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية.

2- قرار عدم التداول:

يترتب على الحالة السابقة تولد ضغوط شرائية تؤدي إلى رفع السعر السوقي إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية وهكذا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على كل من لديهم حافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حافز للبيع أيضاً التوقف عن ذلك، فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول لأن المستثمر في هذه الحالة لا تكون لديه حظوظ في تحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضاً ولو مؤقتاً المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

3- قرار البيع:

بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق على فتولد رغبات إضافية لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخصاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن السعر السوقي في تلك اللحظة مازال أقل من القيمة الحالية مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 25.

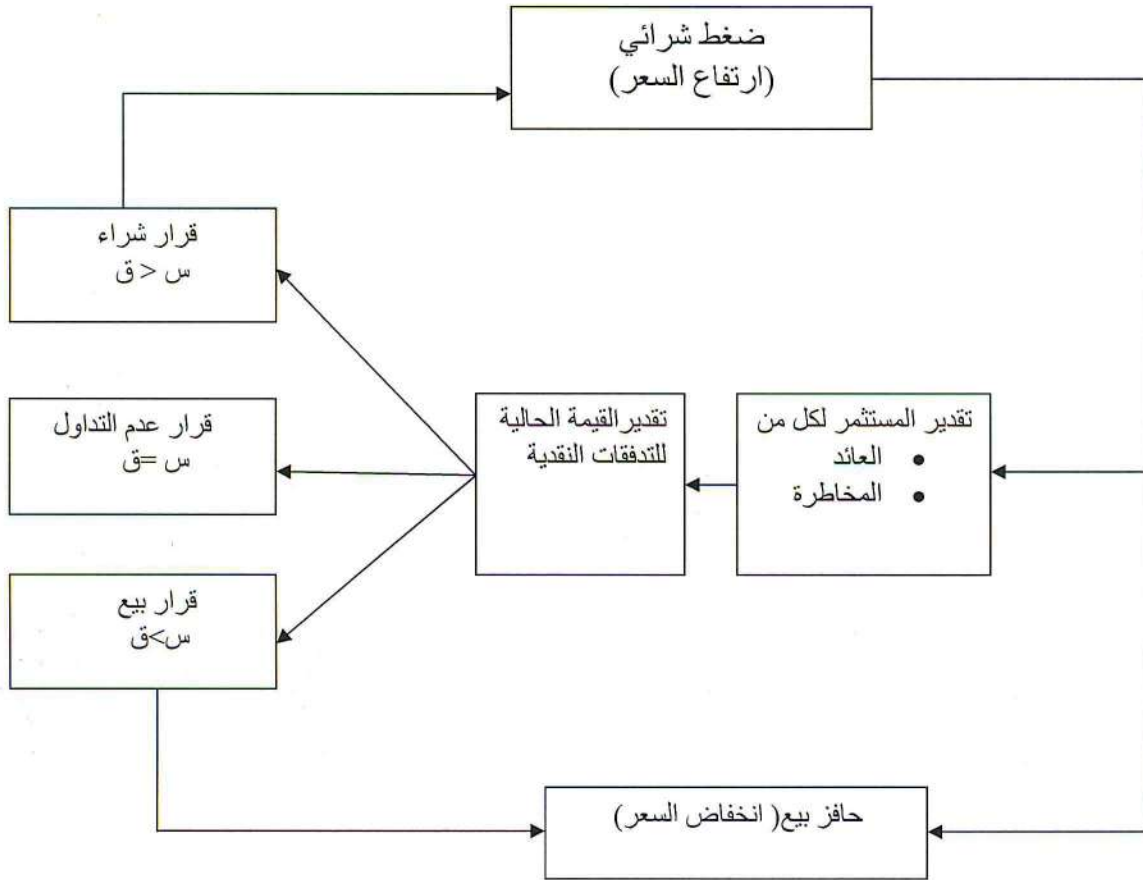
² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 35.

³ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 17، 18.

يزيد عن السعر السوقي وهكذا يرتفع السعر عن القيمة مولدا حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع.

-ذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيها المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليه فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

الشكل رقم (1-2): نموذج القرار الاستثماري



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 17.

ثالثا: خطوات اتخاذ القرار الاستثماري

تتعدد الفرص الاستثمارية. وكذلك درجة المخاطر في كل منها أمام المستثمر الذي يسعى دائما إلى تعظيم العوائد المتوقعة، وعليه فإن اتخاذ القرار الاستثماري يستوجب من المستثمر المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتنوعة و المتاحة له، وبالتالي فإنه سوف يعمل على تحليل وإدارة استثماراته وذلك من خلال إتباع مجموعة من الخطوات وهي كما يلي:

الخطوة الأولى: تحليل الأوراق المالية (SECURITY ANALYSIS)

تحليل الأوراق المالية يعني تحديد العائد والمخاطرة للورقة المالية ويهدف إلى تحديد الأوراق المالية ذات الأسعار المختلفة بغرض اتخاذ قرار الاستثمار في هذه الأوراق، وتحتاج عملية تقييم الأوراق المالية إلى دراسة خصائص الاستثمارات المختلفة والعوامل التي تؤثر عليها ثم يتم اختيار أحد نماذج التقييم المتعارف عليها لتحديد سعر الورقة المالية أي قيمتها الحقيقية (intrinsic value) وتتوقف القيمة الحقيقية للورقة المالية على كل من التدفقات النقدية المتوقعة ودرجة الخطر المرتبطة بهذه التوقعات، لذلك فإن العائد والمخاطرة يمثلان المحددات الرئيسية التي يجب التنبؤ بها للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

يجب على المستثمر أن يعمل على دراسة حالة الاقتصاد والصناعة والشركة نفسها قبل التوصل إلى تقديرات دقيقة عن العوائد المتوقعة من السهم ودرجة خطورته (وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي) وهذا لأن عملية التقييم صعبة بالنسبة للأسهم العادية خاصة.

كذلك يجب على المستثمر أن يراعي عنصر كفاءة السوق (market efficiency)، ففي السوق الكفاء يؤدي وصول المعلومات إلى سرعة استجابة الأسعار لهذه المعلومات وبالتالي تمثل أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية في كل وقت .

وهناك مدخلين أساسيين لتحليل الأوراق المالية، مدخل التحليل الفني ومدخل التحليل الأساسي، ويثير التحليل الفني دراسة الأسعار التاريخية في محاولة للتوصل إلى أنماط متكررة تساعد على التنبؤ بسعر السهم في المستقبل، أما التحليل الأساسي فيعتمد على محاولة التوصل إلى القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها من السهم ومقارنتها بالسعر السوقي للسهم بهدف التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري أي التي تكون أسعارها السوقية مختلفة عن أسعارها المتوقعة.

- ويساعد ذلك على اختيار مجموعة الأوراق المالية التي تحقق للمستثمر أهدافه من حيث مستوى العائد المتوقع ودرجة الخطر المقبولة.¹

الخطوة الثانية: إدارة محفظة الأوراق المالية (Portfolio management)

تشير هذه الخطوة إلى اختيار مجموعة من الأوراق المالية لتتم عملية إدارتها كوحدة استثمارية، حيث تساعد المستثمر على تحقيق أهدافه أي تعظيم العوائد وتخفيض الخطر.

- وتتضمن عملية بناء المحفظة اختيار عناصر المحفظة من حيث أنواعها ومن حيث نسبة الأموال المستثمرة في كل منها بالمقارنة بإجمالي ثروة المستثمر.

ويتوقف نجاح الاستثمار في الواقع على عملية مراجعة المحفظة بشكل دائم لتحديد كيف ومتى يجب أن يتم تغيير عناصر المحفظة حيث تتغير أهداف المستثمر من ناحية كما تتغير أسعار الأوراق المالية من ناحية أخرى،

¹ محمد الحناوي، جمال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد الصفي، الاستثمار بالأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 25، 26.

وعملية إدارة المحفظة لا بد أن تم بصفة مستمرة سواء كان المستثمر يتبع استراتيجية الاستثمار السلبية (passive investment strategy) أو إستراتيجية الاستثمار النشطة (Active investment strategy)، وتشير الإستراتيجية السلبية إلى اختيار الأصول المختلفة التي سوف يتم الاستثمار فيها مع تحديد نسبة الأموال المستثمرة في كل منها مع الإبقاء على هذه المحفظة المالية دون تغيير يذكر، ولكن حتى في ظل إستراتيجية الاستثمار السلبية سوف يجد المستثمر نفسه مدفوعاً نحو التغيير بسبب الضرائب وتكلفة المعاملات والرغبة في الاحتفاظ بمستوى معين من الخطر، وغيرها من العوامل التي تؤثر على تشكيل المحفظة.

- أما إستراتيجية الاستثمار النشطة قد تشير إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول ومقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة وذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية.

وترتبط المفاضلة بين الإستراتيجيتين بمفهوم كفاءة السوق، فالمستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق سوف يتمسك بإتباع سياسة الاستثمار السلبية طالما أنه مقتنع بصعوبة إيجاد أوراق مالية مسعرة تسعيراً خاطئاً (mis priced securities) وبالتالي سوف يحرص على تقليل تكلفة المعاملات (Transaction costs) وعلى الحد من الوقت والجهد والموارد اللازمة لتحليل الأوراق المالية طالما أن أسعار هذه الأوراق سوف تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق في ظل فرض نظرية السوق الكفاء والعكس بالنسبة للمستثمر الذي لا يؤمن بكفاءة السوق وجميع هذه الخطوات المتبعة لعملية الاستثمار، لا بد أن ترتبط في النهاية بالتقييم الدوري لأداء المحفظة وفقاً لمجموعة من المعايير وذلك للحكم على مدى كفاءة المحفظة سواء من حيث البناء والتشكيل أو من حيث الإدارة.¹

المطلب الثالث: مقومات اتخاذ القرار الاستثماري الناجح

يقوم اتخاذ القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات هي:

- تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار؛
- الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري؛
- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

* إستراتيجيات الاستثمار

اختيار إستراتيجية الاستثمار الملائمة التي يتبناها المستثمر تعتمد على مؤهلاته ومجالات التميز التي يبدع فيها وإمكانية تطويرها وطبيعة البيئة المحيطة... وغيرها.

¹ نفسه، ص 27، 28.

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية التالية:

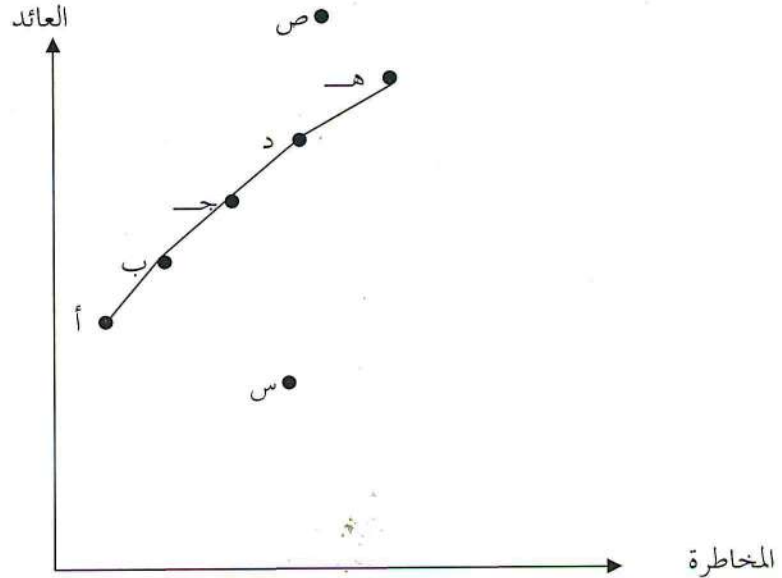
أ- الربحية (Profitability)؛

ب- السيولة (Liquidity)؛

ج- الأمان (Safety).

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطر التي يقبلها من جهة أخرى.

الشكل رقم (1-3): منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر: محمد الحناوي، هال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، السيد الصيفي، الاستثمار بالأوراق المالية وإدارة المخاطر، ص 21.

يتضح من الشكل أنه تعتبر الأدوات الاستثمارية (أ، ب، ج، د، هـ) مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي أما بالنسبة للأداتين س، ص الأولى منهما غير مقبولة كونها تحقق للمستثمر أقل مما تحققه (د) مع أنها ستحملة نفس المستوى من المخاطرة، أما الثانية وهي (ص) فهي وإن كانت ستحقق له عائداً أعلى من (ب) وبنفس المستوى من المخاطرة إلا أنها غير متاحة لذلك المستثمر.

وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثماري تنقسم الاستراتيجيات إلى عدة أنماط هي:
*** الإستراتيجية المتحفظة:**

تتميز بأنها منخفضة المخاطر والعوائد، حيث تتشكل من:
-سندات دخل ثابت تشكل نسبة (70%) من المحفظة؛
-أسهم عادية: تشكل نسبة (20%) من المحفظة؛
-أوراق نقدية، أذونات الخزينة، ودائع مصرفية،... الخ تشكل نسبة (10%) من المحفظة.
حيث تشكل الاستثمارات الآمنة ما نسبته (80%) من مجموع الأموال المستثمرة التي تم توظيفها في المحفظة،
وتهدف هذه الإستراتيجية بالدرجة الأساسية إلى حماية الاستثمارات من المخاطر المتوقعة، مع قليل من الدخل
الثابت المنخفض والمتمثل بعوائد هذه الأوراق.

*** الإستراتيجية المعتدلة:**

تتميز هذه الإستراتيجية باعتدالها المتحفظ في الاستثمارات الآمنة ذات الدخل الثابت والمخاطر المنخفضة
لكنها (العوائد والمخاطر) أعلى قياساً إلى ما تحققه الإستراتيجية المتحفظة.
وتهدف هذه الإستراتيجية إلى حماية الأموال المستثمرة من عوامل التضخم التي يتوقع لها أن تؤثر على الاقتصاد
الوطني.¹

*** إستراتيجية التوازن:**

تحقق هذه الإستراتيجية عوائد مرتفعة مقابل مخاطر مرتفعة أيضاً، وسميت بذلك لأن استثماراتها موزعة
بشكل متساوي ما بين الاستثمارات الآمنة والاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة، كما يأتي:
- سندات دخل ثابت تشكل نسبة (55%) من المحفظة؛
- أسهم عادية: تشكل نسبة (35%) من حجم الاستثمارات؛
- أوراق نقدية تشكل نسبة (5%) من حجم الاستثمارات.
وتهدف إستراتيجية التوازن إلى الموازنة ما بين الدخل الثابت الذي تحققه السندات والأوراق النقدية، وبين
العائد المتغير الذي يمكن تحقيقه من الاستثمار في الأسهم العادية.

*** إستراتيجيه النمو المحدود:**

تتميز هذه الإستراتيجية بارتفاع مخاطرها وعوائدها مقارنة باستراتيجيات الاستثمار السابقة نتيجة التشكيلة
المكونة، حيث تشكل الأسهم العادية النسبة الكبيرة في المحفظة وكما هو مبين:
-سندات دخل ثابت تشكل نسبة (25%) من محفظة الاستثمار؛
-أسهم عادية: تشكل نسبة (70%) من حجم الاستثمارات؛

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 167، 166.

-أوراق نقدية تشكل نسبة (5%) من حجم الاستثمارات.
وتهدف هذه الإستراتيجية إلى تحقيق نمو في العوائد الأيرادية للاستثمارات من خلال توجيه معظم الاستثمارات إلى الأسهم العادية، ويمكن تطبيق هذه الإستراتيجية عندما تكون الظروف الاقتصادية للبلاد تتجه نحو الاستقرار والتطور.

*إستراتيجيه النمو الواسع:

تتماز هذه الإستراتيجية بارتفاع عوائدها ومخاطرها، نتيجة ميلها إلى الاستثمار الواسع في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم العادية. حيث تشكل فيها الاستثمارات ذات المخاطر العالية أغلب استثماراتها، وتشكل ما نسبته (90%) كما هو مبين:

-سندات دخل ثابت تشكل نسبة (5%) من محفظة الاستثمار؛

-أسهم عادية: تشكل نسبة (90%) من حجم الاستثمارات؛

-أوراق نقدية تشكل نسبة (5%) من حجم الاستثمارات .

وتهدف هذه الإستراتيجية إلى تحقيق نمو عال في رأس المال المستثمر، مع دخل محدود جداً متأثراً من الاستثمارات الآمنة والتي تشكل نسبة بسيطة من حجم الاستثمارات الكلية بما نسبته (10%).¹

ثانياً: الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

يفترض في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين:

الأول: أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار الذي يقوم عادة على خطوات محددة أهمها مايلي:

-تحديد الهدف الأساسي للاستثمار؛

-تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار؛

-تحديد العوامل الملائمة ل يتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحركة في القرار؛

-تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة؛

-اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.²

ولكي يتمكن المستثمر (مدير المحفظة) من الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة لابد له من مراعاة مجموعة من المبادئ. المبادئ التي يقوم عليها قرار الاستثمار:

¹ نفسه. ص 170، 168.

² محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 17، 18.

1- مبدأ الاختيار (choice):

إن المستثمر الرشيد يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له كما، يفرض هذا المبدأ على المستثمر أن يستعين بالوسطاء الماليين لتقديم المشورة.

2- مبدأ الملائمة (Relevance):

يطبق هذا المبدأ عمليا عندما يختار من بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله وكذلك حالته الاجتماعية ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية للاستثمار، والتي يكشفها التحليل الأساسي.

3- مبدأ المقارنة (Comparability):

أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الأساسي لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة.¹

4- مبدأ الموضوعية:

يشترط في هذا المبدأ أن تكون جميع المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة ذات موضوعية تجنباً لتحيز القياس، أي لو استخدم عدة مستثمرين مؤشر مالي واحد لتوصلوا إلى نتيجة واحدة أو متقاربة على الأقل.

5- مبدأ التنوع أو توزيع الأخطار (Diversification):

يسعى المستثمر إلى تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال توزيع موارده بين أنواع مختارة من الاستثمارات سواء على أساسا مجال أو أدوات الاستثمار. إن مبدأ توزيع الأخطار يعرف بأدبيات الاستثمار بالمحفظة.²

¹ زياد رمضان، المرجع نفسه، ص 28.

² أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 17 و 18.

المبحث الثالث: إدارة المحافظ الاستثمارية

موضوع المحافظ الاستثمارية من المواضيع الجديدة في عالم الاستثمار فمع توسع الفرص الاستثمارية المتاحة وتنوعها، ومع ازدياد حجم الأموال التي تبحث عن مجالات التوظيف الأمثل، ظهرت الحاجة إلى أهمية حشد الأموال ضمن المحافظ الاستثمارية.

وتعتبر المحفظة إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمر للتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار المالي. وللتعريف أكثر سوف نتطرق للعناصر التالية :

- ماهية المحفظة الاستثمارية؛

- خصائص المحافظ الاستثمارية؛

- بناء المحفظة الاستثمارية.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

تشكل المحفظة الاستثمارية بشكل عام، ومحفظة الأوراق المالية بشكل خاص إحدى أهم أدوات الاستثمار فيمكن وفقاً لذلك إعطاء تعريف لكل منها على حدى .

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية (The portfolio): هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار لأنها تتركب من أصلين أو أكثر وتتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة، وتختلف أصول المحفظة في النوع كما تختلف في الجودة، فمن حيث النوع فإنها يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية مثل العقارات والذهب والفضة وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات. أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد منخفضة المخاطر وأخرى مرتفعة المخاطر مرتفعة العوائد.¹

* مفهوم محفظة الأوراق المالية:

يمكن تعريفها بأنها: "تشكيلة من الأوراق المالية (أسهم أو سندات ، أسهم وسندات) التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم العوائد"². تاريخياً يعود مفهوم المحفظة إلى (Harry markowitz) في عام 1952 عندما نشر بحثاً تضمن المبادئ الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية، واعتمد في بناء نموذجه على الفرضيات الآتية

- 1- يتمثل البديل الاستثماري بتوزيع إجمالي العوائد المتوقعة خلال فترة الاحتفاظ بالأدوات الاستثمارية.
- 2- يقدر المستثمرون المخاطر التي تواجه المحفظة على أساس تغيير العوائد المتوقعة.

¹ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1998، ص261.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص190.

3- يحاول المستثمرون تعظيم العوائد المتوقعة لفترة واحدة علما بان المنحنيات المعتمدة لديهم تفسر بالمنفعة الحدية المتناقصة للثروة.

4- يتسم المستثمرون بالسلوك العقلاني وبالتالي يفضلون العوائد الأعلى على العوائد الأدنى عند نفس المستوى من المخاطر أو أنهم يفضلون المخاطر الأدنى على المخاطر الأعلى عند نفس المستوى من العوائد.¹

ثانيا: أنماط السياسات المتبعة في تكوين المحفظة

يراعي المستثمر (مدير المحفظة) عند بناء محفظته نمط السياسة التي يتبعها في إدارة محفظته والتي بدورها ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها أي نوعية مكوناتها، في هذا الإطار فانه يوجد ثلاث سياسات متعارف عليها من رجال الأعمال في مجال تكوين المحفظة وهي:

1- السياسة الهجومية أو سياسة المخاطرة (Aggress in policy):

يهدف مدير المحفظة من هذه السياسة إلى الحصول على أرباح رأسمالية مستفيدا من الفروق بالأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تكون منها المحفظة، ويطلق على هكذا مستثمر تسمية محافظ رأس المال سمة هذا المحافظ المخاطرة العالية، وأفضل أدواتها الأسهم العادية.

2- السياسة الدفاعية أو المتحفظة (Defensive policy):

هدف مدير المحفظة هو التركيز على الأمان، والحد من المخاطر قدر الإمكان. وأنسب أدوات مالية لهذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت (مثل الأسهم الممتازة والسندات)، ويطلق على هكذا محافظ تسمية محافظ الدخل، لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل، كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستمر.²

3- السياسة المتوازنة (الهجومية والدفاعية)

تعتبر هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين، ويتبناها غالبية المستثمرين الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة، وبذلك يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة بكيفية تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى لاحت فرصة مناسب لذلك.³

ثالثا: أنواع المحافظ الاستثمارية:

هناك أربع أنواع من المحافظ الاستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية :

1- محفظة الدخل : تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات ، غالبية الذين يفضلون محافظ

1 هوشمار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية، دار صفا للنشر والتوزيع، عمان ، 2003، ص240.

2 أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص196.

3 زياد رمضان، مرجع سابق، ص80.

الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين و الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يجذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.¹

2- محفظة النمو : تركز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها ، وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسملة احتياجاتها وذلك من أجل استخدام هذه الأموال في عملياتها، ويفاهم المستثمرون في محافظ النمو على هذه السياسة، إذ همهم هو زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح .

3- المحفظة المختلطة : وترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها وتقوم المحافظ المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية .

4- المحفظة المتوازنة : و هي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات و في نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر .

5- المحافظ المتخصصة في الصناعات : هي تلك المحافظ التي تخصص في استثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق بصناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها.²

المطلب الثاني : خصائص المحفظة الاستثمارية

تميز المحفظة الاستثمارية بالخصائص التالية :

1- العائد و المخاطرة :

1-1- العائد :

يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وكما سبق ذكره فإن المحفظة هي أداة مركبة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية ، و بالتالي فعائدها هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المشكلة لها .

-و تتمثل عوامل الترجيح في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة ، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي³ :

$$R_p = \sum X_i \cdot R_i$$

¹ حسن علي خربوش و آخرون ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،مؤسسات التجهيز المكنية،عمان ، 1996 ، ص 58 ، 60 .

² - Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell .Jr, **Modern Investment and Security Analysis** Mc. Graw hill, U.S.A.,1987) , P 563, P 565 .

³ -Bertrand Jacquillat et Bruno slonik, **Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques** Gauthier Villars, Paris ,1994) , P 87 .

حيث :

$$R_i = \text{عائد الورقة المالية } i$$

$$X_i = \text{نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية } i$$

$$n = \text{تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة}$$

و بذلك يمكن استنتاج العائد المتوقع للمحفظة، و هو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة، ويعطى العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية:

$$E(R_p) = \sum X_i \cdot E(R_i)$$

حيث :

$$E(R_i) = \text{العائد المتوقع للورقة المالية } i$$

1-2- المخاطرة :

يقصد بالمخاطرة تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية .

وتعطى الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2$$

حيث :

$$\delta_i = \text{الانحراف المعياري للاستثمار}$$

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الاعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الارتباط الموجودة بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة

ومنه يمكن حساب الارتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التغير و معامل الارتباط :

* صيغة المخاطرة حسب معامل التغير $\text{cov}(R_i, R_j)$: معامل التغير بين معدل العائد لأصلين ماليين، يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما، وذلك حسب الحالات التالية :

○ إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في نفس الاتجاه فإن معامل التغير يكون موجبا؛

○ أما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسيرا في اتجاهين معاكسين فإن معامل التغير يكون سالبا؛

○ وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين مستقلة عن بعضها البعض فإن معامل التغير يكون معدوما.

ويمكن حساب معامل التغير حسب الصيغة الرياضية التالية¹ :

¹ - Bertrand Jacquillat et Bruno slonik , Op.cit , P 130.

$$\text{cov} (R_i . R_j) = P (R_i . R_j) . \delta_i . \delta_j$$

حيث :

$$P (R_i . R_j) = \text{معامل الارتباط بين الاستثمارين } i \text{ و } j$$

$$\delta_i . \delta_j = \text{تمثل الانحرافات المعيارية لعوائد الاستثمارين.}$$

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل التغير كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 . X_i^2 + \sum \sum X_i . X_j . \text{cov} (R_i . R_j)$$

* صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط : معامل الارتباط عبارة عن معيار إحصائي يوضح العلاقة بين متغيرين

و اتجاههما، ويأخذ معامل الارتباط قيمة محصورة بين (+1) و (-1) وذلك حسب الوضعيات التالية :

❖ $1 = P$ ارتباط موجب و تام، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية ذات علاقة إرتباطية تامة

وموجبة. بمعنى أن العوائد لها نفس الاتجاه؛

❖ $1 - = P$ ارتباط سالب و تام، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية تسير في اتجاهين

متعاكسين؛

❖ $0 = P$ إرتباط معدوم، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض.¹

وتعطى الصيغة الرياضية لمعامل الإرتباط لنوعين من الأصول المالية حسب العلاقة التالية²:

$$P(R_i . R_j) = \frac{\text{cov} (R_i . R_j)}{\delta(R_i) . \delta(R_j)}$$

ومن خلال هذه العلاقة يتضح أن إشارة معامل الإرتباط تتوقف على معامل التغير بين المتغيرين

($R_i . R_j$)

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل الإرتباط كما يلي :

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 . X_i^2 + \sum \sum X_i . X_j . P (R_i . R_j) . \delta(R_i) . \delta(R_j)$$

-2 التنوع:

تحتوي سوق الأوراق المالية على العديد من الأصول المالية التي تتفاوت من حيث العائد ودرجة المخاطرة

وعادة ما تكون الأصول المالية التي لها عائد أكبر هي التي تكون فيها درجة المخاطرة كبيرة لأن العلاقة بين

العائد و المخاطرة هي علاقة طردية، غير أن القرار الاستثماري الرشيد يساعد على زيادة العائد دون زيادة

مماثلة في درجة المخاطرة وذلك بأن تتضمن المحفظة الاستثمارية أوراق مالية مختلفة المخاطر كأساس لزيادة

العائد

¹Bertrand Jacquillat et Bruno slonik , Op.cit , P 131.

² حنفي عبد الغفار و سمية قرياقص، مرجع سابق، ص 132 .

وبهذا يقصد بالتنوع قرار المستثمر الخاص بمكونات المحفظة، بالتنوع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد¹.

و للتنوع عدة طرق، أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تاريخ الاستحقاق بالتنوع في جهة الإصدار يقصد به عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة و إنما يجب توجيهها إلى عدة شركات .

أما تنوع تواريخ الاستحقاق فيقصد به تنوع استثمار مخصصات المحفظة في أنواع مختلفة من الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للتقليل من الخسائر، غير أن الاستثمار في هذه السندات يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد السنوي المتحصل عليه من تلك الاستثمار في تلك الأوراق، من جهة أخرى فإن الاستثمار في السندات الطويلة الأجل يساهم في استقرار العائد المتولد عن تلك السندات إلا أن أسعار هذه الأخيرة قيمتها السوقية تتعرض لتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق².

المطلب الثالث: بناء محفظة الأوراق المالية

انطلاقاً من نظرية المحفظة التي تصف المستثمر بالرشد والعقلانية، لأنه يسعى إلى تكوين المحفظة التي تحقق له أكبر عائد ممكن بأندى حد ممكن من المخاطرة، حيث يقوم المستثمر بإعداد مزيج مناسب من مكونات المحفظة يحدد فيه نسب وأوزان العناصر التي ستدخل في تكوين المحفظة ويسمى قرار المزج والذي بموجبه يتحدد:

1- نوع الأصول أو العناصر التي ستدخل في تركيب المحفظة؛

2-أوزان هذه الأصول أو نسب كل منها في مجموعة المحفظة.

ويتم اتخاذ قرار المزج على مستويين هما:

1-1/ مستوى المحفظة: يتعلق باختيار مجالات الاستثمار وتحدد بموجبه تجزئة المحفظة بين الأصول الحقيقية والأصول المالي؛

1-2/ مستوى المجالات: ويتعلق باختيار أدوات الاستثمار في كل مجال وتحدد بموجبه نسب تجزئة كل مجال من مجالات الاستثمار بين أدوات الاستثمار المختلفة فيه³.

ويتم اتخاذ القرار في ضوء عملية المبادلة بين العائد والمخاطرة اللذان يعتبران جوهر الاهتمام بالمحفظة.

¹ ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص 270 .

² نفسه، ص 270 .

³ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 75، 76.

أولاً: قياس عائد المحفظة:

ينبغي التمييز بين ثلاث أنواع من عائد المحفظة، المتحقق والمتوقع والمطلوب.

أ- معدل العائد المحقق (ع م): هو ذلك العائد الفعلي الذي يحققه المستثمر من مسك المحفظة، ويمثل مجموع عوائد مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة، لذلك يطلق عليه العائد المتحقق الموزون. وفق الصيغة التالية:

$$ع م = 1ع + 2ع + 2 + \dots + ع ن \text{ ون} \dots$$

حيث أن:

ع م: عائد المحفظة المحقق.

1ع ... ع ن: عائد كل مكون من مكونات المحفظة بالنسبة للأسهم.

1 و ... ون: أوزان كل مكون في المحفظة. أي حصة الورقة المالية من رأس مال المحفظة.

ب- معدل العائد المتوقع (ع م): يمثل العائد المتوقع للمحفظة العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة، وفق الآتي:

$$ع م = 1ع + 2ع + 2 + \dots + ع ن \text{ ون} \dots$$

حيث أن:

ع م: معدل العائد المتوقع للمحفظة.

1ع ... ع ن: معدل العائد المتوقع لكل مكون من مكونات المحفظة.¹

ج- معدل العائد المطلوب (ع م ط): هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمر أو مدير المحفظة تعويضاً عن المخاطر المحتملة، يحسب على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحاً بوزن مساهمته بمبلغ المحفظة. وعليه يكون وفق الآتي:

$$ع م ط = 1ع ط + 2ع ط + 2 + \dots + ع ن ط \text{ ون} \dots$$

حيث أن:

ع م ط: معدل العائد المطلوب من المحفظة.

1ع ط ... ع ن ط: معدل العائد المطلوب لكل سهم.

عادة يقارن معدل العائد المطلوب مع معدل العائد المتوقع، فإذا كان هذا الأخير أعلى من المطلوب فإن المحفظة مرغوبة من قبل المستثمر، وإذا كان المتوقع أقل من المطلوب يعيد المستثمر النظر في تشكيلة محفظته ويعدها.

¹ أرشد فؤاد، مرجع سابق، ص 198-200.

ثانياً: قياس مخاطر المحفظة:

طبقاً لمفهوم المحفظة ونظرية المحفظة، المستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطر عند بناء محفظة تختلف عن تلك المخاطرة التي يتعرض لها السهم منفرداً، ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة وأن الأخيرة تكون مساوية إلى المخاطرة النظامية فقط، نظراً لمبدأ التنوع الذي يشكل قاعدة المحفظة، ودوره في تخفيض المخاطرة غير النظامية. لذا يمكن القول أن معامل بيت هو المقياس الأنسب لمخاطرة المحفظة وعليه فإن مخاطرة المحفظة النظامية تكون مساوية إلى المعدل الموزون لمجموع معاملات بيت لكل مكون من مكونات المحفظة، وفق الصيغة التالية:

$$B_M = B_1 + B_2 + B_3 + \dots + B_n \text{ ون} \dots$$

حيث أن:

B_M: بيت المحفظة مقياس لمخاطرتها النظامية.

B₁... B_n: بيت كل سهم من أسهم المحفظة.¹

ثالثاً: تكوين المحفظة المثلى

هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية التي تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر أو من يتولى إدارتها. ويختلف المستثمرون في ترتيب أولوياتهم وأهدافهم وبناء على ذلك فإن المستثمر يقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار والتي تشكل المحفظة. ويقوم المستثمر عادة باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من مجموعة المحافظ التي تحقق له أحد الشرطين التاليين:

- 1- أعلى عائد وفق مستويات مختلفة من المخاطر.
- 2- أدنى مخاطر وفق مستويات مختلفة من العوائد.²

ساعدت نظرية المحفظة المستثمرين ومدراء المحافظ على تحديد المحافظ المناسبة في ضوء تفضيلاتهم للعائد والمخاطرة، والمحافظ التي تحقق أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة تسمى المحافظ الكفوءة، والشكلان (،) يوضحان الحد الكفاء والمحافظ الكفوءة، واختيار المحفظة المثلى حيث يأخذ الحد الكفاء شكل دالة مقعرة فضائه العائد المتوقع والمخاطرة المقاسة بالانحراف المعياري.³

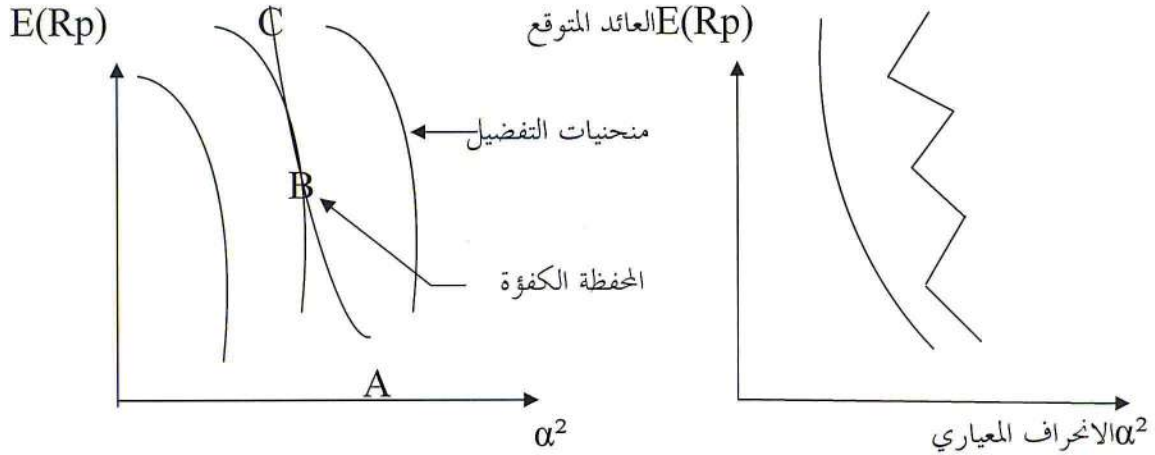
بينما المحفظة المثلى تكون أقرب محفظة إلى نقطة التماس (B) لمنحنيات التفضيل والحد الكفاء.

¹ نفسه ص ص 202، 204.

² المومني، غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 109.

³ Français, jack , Investment analysis and management, McGraw-hill, inc, u.s.a, 1991, p621.

شكل (1-4): الفرص المتاحة للمحافظ الاستثمارية شكل (1-5): اختيار المحفظة المثلى



La source: Français, jack , Investment analysis and management, McGraw-hill, inc, u.s.a, 1991, p621.

إن المحفظة المثلى في ظل حالة السوق التامة الكفاءة يعبر عنها بمحفظة السوق، وتتضمن الأوراق المالية المدرجة في السوق وتكون كاملة التنوع وموزونة بأوزان مناسبة. لقد تعددت أساليب اختيار مكونات محفظة الأوراق المالية المثلى فلقد قدم كل من "التون" و"كروبر" و"بادري" أسلوب لاختيار المحفظة المثلى، من خلال ترشيح الأسهم المؤهلة لتكون استثمارات جذابة وعملية الترشيح تتم باستخدام معدل القطع وفق الآتي:

أ/ ترتيب الأسهم من الأعلى إلى الأسفل باستخدام نسبة المكافئة إلى المخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيت ويشار إلى هذه النسبة بمقياس ترينور

$$\frac{\bar{E} - E}{\beta} = T$$

حيث أن:

ع^أ: معدل العائد المتوقع للسهم، ويعتبر المتوسط الحسابي المقياس الأفضل له.
 ع^خ: معدل العائد الخالي من المخاطرة والمقياس الأفضل لهذا المعدل هو عائد الورقة المالية الحكومية أو ودائع التوفير المصرفية.
 ب: معامل بيت للسهم مقياس المخاطرة النظامية للسهم.
 ب/ تحديد معدل القطع: يقصد بمعدل القطع ذلك المعدل الذي من خلاله يتم تحديد السهم المرشح للضم للمحفظة المثلى. وفق الصيغة التالية:

$$S = \frac{\sum (E_i - E) X_i}{\sigma^2 E_i} \sigma^2 m$$

$$\frac{b^2}{\sigma^2 E_i} \sum \sigma^2 m + 1$$

حيث أن:

S: تمثل معدل القطع.

$\sigma^2 m$: تباين معدل عائد محفظة سوق الأوراق المالية.

$\sigma^2 E_i$: تباين معدل عائد السهم.

ج/ تحديد الوزن الترجيحي للورقة المالية المرشحة للضم للمحفظة المثلى وفق الآتي:

$$w_i = \frac{b}{\sigma^2 E_i} \left(S - \frac{E_i - E}{b} \right)$$

حيث أن:

w_i: وزن السهم في المحفظة.

د/ تحديد الوزن النسبي للورقة المالية المرشحة للضم للمحفظة المثلى وفق الآتي:

$$w_i = \frac{w_i}{\sum w_i}$$

حيث أن:

w_i: تمثل الوزن النسبي للسهم في المحفظة

خلاصة الفصل الأول

يقصد بالاستثمار المالي استثمار الأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية، على أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائدا في المستقبل، حيث يكمن الهدف العام للاستثمار في تحقيق العائد أو الربح، ولذلك أهمية كبيرة على مستوى الفرد كما له أهمية على المستوى الوطني من خلال دعم التنمية الاقتصادية. تصنف أدوات الاستثمار المالي إلى عدة أصناف حسب معايير مختلفة، حيث يمكن تصنيفها من حيث الحقوق إلى أدوات دين مثل: أذونات الخزينة وشهادات الإيداع، وأدوات ملكية مثل: الأسهم الممتازة والأسهم العادية، كما تصنف من حيث الأجل إلى أدوات قصيرة الأجل مثل: أذونات الخزينة وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية قصيرة الأجل، وطويلة الأجل مثل: الأسهم والسندات، ويمكن تقسيمها أيضا من حيث الدخل إلى ذات الدخل الثابت مثل: السندات ذات سعر الفائدة الثابت والأسهم الممتازة، وذات الدخل المتغير مثل: الأسهم العادية والسندات ذات سعر الفائدة العائم. توفر هذه الأدوات عدة مزايا متنوعة أهمها توفر درجة عالية من الكفاءة والتنظيم بالأوراق المالية، كما أن هناك عيوب إلا أنها محدودة مثل: المخاطر المختلفة.

تتطلب عملية الاستثمار المالي المفاضلة بين البدائل المتاحة وعليه لا بد من اتخاذ القرار الاستثماري السليم من خلال مجموعة من الخطوات هي أولا: تحليل الأوراق المالية يتم تقييم وتحليل الأوراق المالية، وثانيا: إدارة المحفظة يحدد خلالها المستثمر أهدافه الخاصة، حيث نجد بعض المستثمرين من لديه استعدادا لتملك أصول مالية ذات درجة عالية من المخاطرة، لأنه يسعى إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح في حين يفضل البعض الآخر اعتماد أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى ولو حصل على عائد أقل، وكلاهما يقوم ببناء محفظته عن طريق قياس العائد بقياس المخاطرة وأخيرا تكوين المحفظة المثلى.

الفصل الثاني

التحليل الفني:
المفهوم والأدوات

تمهيد:

يعد القرار الاستثماري أهم القرارات التي تحدد مسار شركات الأعمال، وذلك لأنه يتطلب استثمار معظم أموالها في مجال معين يتم اختياره عن طريقه بهدف تعظيم العوائد الممكنة خلال فترة زمنية معينة، حيث يمكن لشركات الأعمال أن تتمكن من صنع قرارات استثمارية ناجحة تعكس مدى نجاحها في تحقيق أهدافها وذلك عن طريق حصولها على المعلومات المالية اللازمة التي تؤدي إلى التأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية ومن ثم إجراء عمليات تحليل دقيق للخروج بنتائج تساهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة.

ودراسة الاستثمار المالي تقودنا إلى التعرض إلى طريقتين إستراتيجيتين لتقييم الأوراق المالية وهما: الأولى باستخدام التحليل الفني والذي يهتم بمراجعة السلوك الخاص لأسعار الأسهم في ظل ظروف السوق المختلفة ومحاولة التنبؤ بالسعر المستقبلي للأسهم استنادا إلى ظروف السوق الحالية والمتوقعة وحجم التداول، والطريقة الثانية باستخدام التحليل الأساسي والذي يهتم بمراجعة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها، وذلك باستخدام البيانات المالية لها لمعرفة وضع الشركة وقيمتها وكذلك مقارنتها مع قدرتها على نمو المبيعات والأرباح المستقبلية.

ووفقا لهذا السياق سيتناول هذا الفصل بالتحديد الطريقة الأولى، بالتعرض إلى المباحث التالية :

المبحث الأول : مدخل للتحليل الفني

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني

المبحث الثالث: أدوات تحليلية متنوعة

المبحث الأول: مدخل للتحليل الفني

يطلق على التحليل الفني أحيانا بتحليل سوق الأوراق المالية أو التحليل الداخلي INTERNAL ANALYSIS لأنه يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على أسهم معينة أو السوق ككل، لذا فانه يعتمد على أن السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات أي أن السوق يحكي ما يدور فيه ويكشف عن نفسه¹، دون التطرق للعوامل الخارجية، وذلك بهدف التنبؤ باتجاهات حركة الأسعار حيث يمكن التحليل الفني من اختيار التوقيت الزمني الملائم الذي يجب على المستثمر أن يقوم فيه بعملية شراء أو بيع الأوراق المالية.

كما يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا جعلته مقبولا لدى المستثمرين وغيرهم، من بينها ما يلي:

- * يحتاج المستثمر إلى تحديد نوع الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها في التنبؤ باتجاه الأسعار، ثم تحديد عدد الأسهم والأوراق المالية الأخرى التي سيتم تحليلها ومن ثم يصبح تطبيقها آليا وهي عملية سهلة التطبيق؛
- * الميزة الخاصة في التحليل الفني أنه لا يتطلب إجراء مستوى ثقافي مميز لدى المستثمر؛
- * إن المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني عن الأسعار متاحة يوميا بانتظام من خلال التقارير التي تظهر في شبكة الانترنت والصحف المتخصصة.

المطلب الأول: مفهوم التحليل الفني والظروف الفنية

يهتم التحليل الفني بدراسة الأشكال المختلفة التي تتحدد عند تفاعل الطلب مع العرض أي أن العامل المحدد للسعر في لحظة زمنية معينة هو الفائض أو النقص في الطلب على الأسهم وهذا مرتبط بحالة التفاوض أو التفاوض في تلك اللحظة.

أولاً: مفهوم التحليل الفني:

يعرف التحليل الفني على أنه: "دراسة حركة أسعار الأسهم، حجم التداول واتجاهات السوق الماضية لتوقع اتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب في المستقبل"². ويمكن إعطاء تعريف آخر للتحليل الفني وهو "البحث في حركة الأسهم صعودا وهبوطا وفي قيم وتبدل هذه الأسهم تبعا لحركة المؤشر، فهو عبارة عن طرق فنية حسابية وتحليلية لدراسة حالة الأسهم والأوراق المالية بشكل عام، والتي من شأنها أن تنبئ فيما إذا كان حجم الكمية المتوفرة من الأسهم المطروحة للبيع سوف يقابل بالحجم المتوقع من الطلب عليها"³.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003، ص281.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن، 2010، ص162.

³ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص261.

-وبناء على هذه التعريفات يمكن القول بأن التحليل الفني يهتم بتتبع حركة الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم فحركة الأسعار في الماضي وفقا لهذا المدخل تعد مؤشرا يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل¹.

-يتلخص مفهوم التحليل الفني في النقاط التالية :

1-يعتمد التحليل الفني على المعلومات المنشورة عن سوق الأوراق المالية ولهذا يركز على العوامل الداخلية من خلال تحليل تحركات الأسهم على مستوى السوق ككل أو على مستوى السهم الفردي؛

2-يحاول التحليل الفني الكشف عن المتغيرات في اتجاه أسعار السهم، الذي يأخذ ويتحرك في اتجاهات معينة مع كل تعديل في السعر إلى وضع توازي جديد، لذلك يمكن تحليل هذه الاتجاهات والتغيرات والكشف عنها من خلال دراسة اتجاه تحرك السعر وحجم التداول خلال فترة زمنية؛

3-يحاول التحليل الفني الكشف عن الوضع الكلي للأسهم من خلال تحليل: (مؤشرات الاتساع Breadth Indicators وتحليل الانطباعات في السوق Market Sentiment حجم أو كمية التحرك Momentum²).

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص139.

² عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، صص282، 283.

ثانياً: مفهوم الظروف الفنية:

تعرف الظروف الفنية على أنها: تلك الظروف التي تنشأ داخل البورصة، وتتعلق بطبيعة عملياتها والوسائل المختلفة التي يستخدمها المتعاملون، فبورصات الأوراق المالية تتكون من المتعاملين بالصعود وهم المتفائلون والذين يتوقعون بأن أسعار الأسهم سوف ترتفع، والمتعاملون بالنزول وهم المتشائمون والذين يتوقعون بأن أسعار الأسهم سوف تنخفض.

كما أن الأسهم قد تكون في أيدي كبار الحملة أو مركزة ومجمعة في بعض الأيدي القوية أو أنها موزعة على نطاق واسع بين الجمهور، وفي نفس الوقت لا تخلو من عمليات التلاعب والتحكم في الأسعار والمضاربة وغيرها من الوسائل المشروعة وغير المشروعة.

لا تتقيد بورصات العالم بصورة دائمة بالشروط الأساسية. بل إنها في كثير من الأحيان تتصرف بشكل مخالف لما توحى إليه الحقائق الأساسية في الاقتصاد، فالوضع الاقتصادي للشركة ربما يكون جيداً ومتيناً ومع هذا فقد تتجه الأسعار إلى الهبوط والعكس صحيح أيضاً، هذه الحقائق جعلت الكثير يعتقدون بأن السوق هي مؤسسة مستقلة تحكمها ظروف فنية مختلفة عما يترأى للمستثمر الفرد، وأنه على الرغم من أن اتجاه سوق الأسهم قد يقود عملية الدورة الاقتصادية، إلا أن التحركات الدورية في الأسعار قد تتأثر بأحداث فنية وسيكولوجية أو عاطفية غير منظورة، ومع هذا فإنه ليس شرطاً أن تتجاوب السوق أجمعها لتلك الأحداث بل يقتصر ذلك على فئة معينة من الأسهم. من هنا قسمت الأسهم إلى فئتين، فئة تتجاوب مع تحرك السوق وفئة أخرى تتحرك أكبر من تحرك السوق في ظل تلك الظروف.

- والتحليل الفني يهدف إلى تحديد أفضل الأوقات للدخول والشراء، حيث أن التوقيت المناسب والجيد في الشراء يجعل المستثمر في مواقف أفضل للحصول على المكاسب الرأسمالية في عملياته وغالباً فإن عامل التوقيت يكون هو الفارق بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح.

وباختصار يمكن القول بأن حركة الأسواق المالية تتكون من عناصر ثلاثة مميزة وهي:

1. الاتجاه العام، الصاعد أو الهابط؛

2. حركات متفاوت مدتها من أسبوع الـ 06 أو 07 أسابيع؛

3. تقلبات تستمر لعدة لحظات وأحياناً عدة أيام.

وتسيطر على الاتجاه العام الظروف الجوهرية الأساسية ولكن الاتجاه العام يقابل باستمرار بظروف مقلقة تجعله أحياناً ينخفض عن الاتجاه بسرعة أكبر مما تستدعيه الحالة وأحياناً أخرى تجعله يرتفع عن خط الاتجاه، ويرجع عدم انتظام منحنى أسعار الأسهم إلى حد ما إلى الأمور المؤقتة غير المتوقعة، ولكن معظم الأسباب وأهمها يرجع إلى تلك المجموعة من الظروف المعروفة باسم المركز الفني للسوق.¹

¹ محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 235، 236.

المطلب الثاني: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني وإطار عمله:

يعتمد المحللون الفنيون في قراراتهم على فحص بيانات وإحصائيات عن قيم مؤشرات الأسهم في الماضي لتحديد الاتجاهات السابقة للسوق والتي يمكن من خلالها التنبؤ بسلوك هذه الأسواق في المستقبل صعودا أو هبوطا واكتشاف أي انحراف عن هذا الاتجاه.

أما بالنسبة للأسهم الفردية فيقوم المحللون الفنيون بجمع إحصائيات عن أسعار هذه الأسهم وأحجام التعامل فيها في الماضي لاستخدامها في التنبؤ بالسلوك المستقبلي لاتجاهات تحرك أسعارها، ولكي يتمكن المستثمر من تحديد توقيت اتخاذ القرار الاستثماري بشكل مناسب لا بد له أن يبيّن سياسته الاستثمارية على الافتراضات الأساسية التي تضبط كيفية القيام بتتبع حركات الأسعار الماضية ومن ثم دراسة سلوكيات الأسواق المالية لتكون رؤيته كفئة ودقيقة.

أولا: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني

يقوم التحليل الفني على الافتراضات الأساسية التي لخصها كل من "إدواردز" و"جون ماجي"¹ كالآتي:

- 1- تتحدد القيمة السوقية لأي سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
 - 2- تحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة والأخرى غير رشيدة حيث تتمثل العوامل الرشيدة في المعلومات المالية الخاصة بالسهم والتي تنعكس آثارها على المستثمرين في السوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة..... الخ ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة²؛
 - 3- يعطي السوق وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب³؛
 - 4- تميل أسعار الأوراق المالية لان تكون الاتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر؛
 - 5- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك⁴.
- ويعتبر الافتراض الأساسي لهذه النظرية بأن التاريخ يعيد نفسه، حيث أن الأسعار الماضية لها تأثير على سلوك السعر في المستقبل⁵.

¹ شماخي بوبكر، تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الاستثمار المالي، مذكرة مقدمة لئيل شهادة الماجستير، تخصص مالية مؤسسة جامعة ورقلة، 2009-2010، ص51.

² محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص140.

³ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص263.

⁴ محمد صالح الحناوي، جمال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003-2004، ص80.

⁵ محمد صالح جابر، مرجع سابق، ص232.

يبدو من خلال الفرض الأول أنه لا يمكن لأحد أن ينكر أن سعر الورقة المالية شأنه شأن أي سلعة أخرى يتم تحديده بناء على تفاعل قوى العرض والطلب عليه¹. بالإضافة إلى ذلك ما جاء به الفرض الثاني حول العوامل المتعددة التي تحكم العرض والطلب فهو مقبول من الفنيين وغيرهم لكن التعارض قائم حول تأثير العوامل غير الرشيدة حيث يرى المحللون الفنيون أنها سوق تبقى لبعض الوقت²، بينما ينظر المحللون الآخرون إليها على أن تأثيرها قصير الأجل مع معتقدات معقولة تسيطر على المدى الطويل، وبالتأكيد فإن كل فرد يتفق على أن السوق يقوم باستمرار بتقييم هذه العوامل وهو ما يحتويه الفرض الثالث.

الاختلاف الكبير بين الفنيين وغيرهم يتعلق بما يتضمنه الفرض الرابع عن مدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير، حيث يتوقع المحللون الفنيون أن يستمر تحرك أسعار الأسهم لفترة طويلة من الزمن في اتجاه معين، وذلك راجع إلى أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تؤدي إلى إحداث تغيير في علاقة العرض والطلب لا تحدث استجابة في السوق بسرعة وفي لحظة زمنية معينة بل عبر مدة زمنية طويلة نسبياً، والسبب في ذلك يعود إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين.

معنى هذا أن أسعار السوق تبدأ بالتغير استجابة لتصرفات هؤلاء المستثمرين آخذة طريقها لبلوغ نقطة توازن جديدة بين العرض والطلب، أما الوصول غالى تلك النقطة الجديدة فلا يحدث إلا بعد أن تصل المعلومات لباقي المستثمرين، وهو ما يتم تدريجياً ويستغرق بعض الوقت، فالمعلومات تتسرب أولاً من مديري الشركات وكبار العاملين فيها إلى المحللين من أصحاب النفوذ ثم تأخذ طريقها فيما بعد إلى المستثمرين العاديين وعندما يبدأ وصول المعلومات الجديدة إلى السوق فإنها تحمل معها أنباء من شأنها أن تؤدي إلى تغيير في سعر التوازن بالانخفاض أو الارتفاع عما كان عليه من قبل.

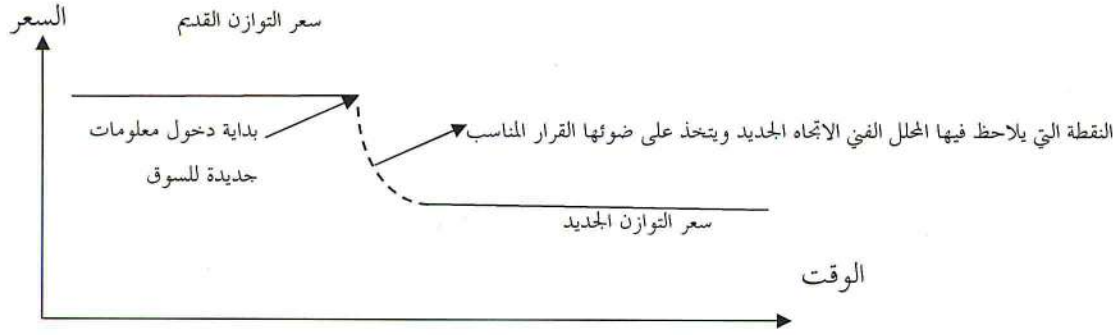
ويسهم التحليل على هذا النحو في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم، فلو أن سعر التوازن في طريقه للتحول إلى سعر توازن جديد أقل مع بداية ورود معلومات جديدة، حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرارات البيع والعكس صحيح³.

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص151، 152.

² نفسه، ص151.

³ نفسه، ص152، 153.

الشكل رقم (2-1): توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، 2002، ص152.

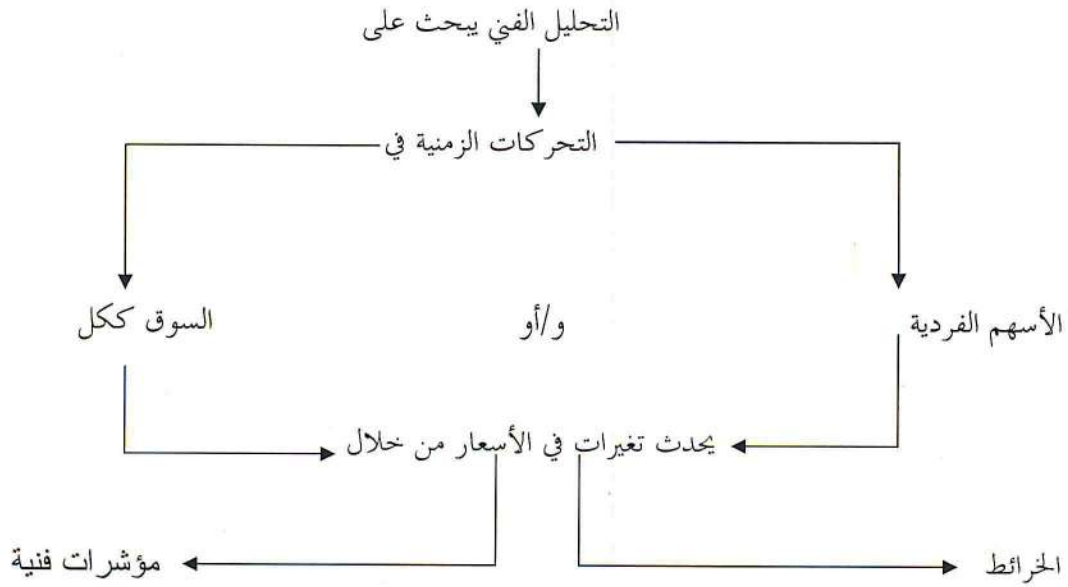
يوضح الشكل (1) أن المعلومات الجديدة تسبب انخفاضا في سعر التوازن للورقة المالية، لكن عملية الانتقال إلى سعر التوازن الجديد ليست سريعة وتقع في صورة اتجاه يستمر لفترة حتى تصل إلى سعر التوازن الجديد وذلك حتى يستطيعوا التحرك مبكرا والاستفادة من التغيير عن طريق الشراء إذا كان الاتجاه صعوديا والبيع إذا كان الاتجاه هبوطا، ولذلك فإن التغيرات السريعة في الأسعار تؤدي إلى نتائج طيبة وبالتالي لا تستحق المجهود.

ثانيا: إطار عمل التحليل الفني:

يمكن استخدام التحليل الفني إما على مستوى السوق ككل وأيضا على مستوى السهم الفردي¹ ولذا يعتمد التحليل الفني على الخرائط (Chartes) وقواعد التداول أو التعامل الفنية (Technical trading rules) والمؤشرات (Indicators)

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص283.

الشكل (2-2): طريقة التحليل الفني في الاستثمار



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، 2002، ص 149.

يعتبر تحليل السعر (Price)، والحجم الأدوات الأساسية التي يتم استخدامها في التحليل ويعتقد المحللون الفنيون أن قوى العرض والطلب تظهر في نماذج السعر وحجم التداول حيث تستخدم بيانات الحجم لقياس الحالة العامة للسوق والمساعدة في تحديد اتجاهه.

وتشير الدلائل إلى أن ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم عادة ما يتزامن مع ارتفاع أو انخفاض حجم التداول، فإذا ارتفعت أسعار الأسهم ولكن مع أنشطة تداول غير مناسبة لنفس مستوى الارتفاع فان ذلك يجعل الفنيين يشككون في الاتجاه المرتفع، فالتحرك من أسفل إلى أعلى في ظل حجم التداول عادي أو ضعيف يشير إلى أن التحرك السعري مشكوك فيه، يعكس التحرك السعري المصحوب بحجم تداول مكثف والذي يؤخذ كعلامة تفاعل.

لقد تطور التحليل الفني بمرور الزمن، ولهذا فقد أصبح أكثر من وضع رسومات وخرائط للأسهم الفردية أو للسوق، وعلى وجه التحديد فان المؤشرات الفنية تستخدم لتقييم ظروف السوق، ويسعى الفنيون المعاصرون غالبا إلى تفهم شعور المستثمر عن طريق فحص ما يحدث في مناخ السوق كله ويشتركون أيضا في "التحليل العكسي" والذي يعتبر عملية عقلية أكثر من مجرد أسلوب لأن الفكرة هنا هي أن تعمل عكس المجموع وذلك حينما يفكرون بنفس الطريقة¹.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 150.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لاتجاه الأسعار في التحليل الفني

إن التحليل الفني يرمي إلى التعرف على اتجاه حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية، حيث تفيد اتجاهات الأسعار المستثمر في تحديد نمط سلوكها، وستتطرق فيما يلي إلى أهم نظريتين تفسران الأسعار في التحليل الفني:

أولاً: نظرية "داو" (DOW THEORY)

تعزى هذه النظرية إلى العالم "تشارلز داو"، عام 1987م، الذي طور اثنين من أوسع مؤشرات السوق استخداماً وهما:

❖ مؤشر داو جونز الصناعي (DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE)

يرمز له اختصاراً بالرمز (D,J,I,A) وهو يضم مؤشرين هما مؤشر الشركات الصناعية ومؤشر صناعات السكك الحديدية؛

❖ مؤشر داو جونز للنقل (DOW JONES TRANSPORTATION AVERAGE)

و يرمز له اختصاراً بالرمز: ¹(D,J,T,A)، يعود الفضل لداو في وضع مؤشر السوق (داو جونز) من خلال سلسلة من البحوث (1887، 1902)م، نشرت مقالاته في مجلة "ول ستريت" خلال الفترة 1900 إلى 1902. أوضح "تشارلز داو" أن نظريته تستخدم كمقياس للاتجاه العام للسوق، وليس كوسيلة للتنبؤ بأسعار الأسهم²، وعند وفاته في عام 1902م خلفه "وليام هاملتون" الذي أخذ كتاباته خلال 27 عاماً ووضعها في شكل "نظرية داو" كما نعرفها اليوم.

وعلى الرغم من تعدد الآراء حول هذه النظرية بين مؤيد لما جاء به ومنتقد فهي الآن تعتبر بمثابة الأساس لدراسة حركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية.

-ولقد اهتمت نظرية "داو" باستخدام بيانات السعر والحجم لتحليل كل من الأسهم الفردية والأسهم الكلية للسوق، وعلى الرغم من ذلك فإنها لا تتنبأ باتجاه التغير في أسعار الأسهم الفردية، ولكنها تشير فقط إلى الاتجاه الذي يمكن أن يسلكه السوق.

الافتراضات الأساسية لنظرية "داو"

تقوم نظرية داو على ستة (06) افتراضات أساسية

-الفرض الأول

تعكس الأسعار المختلفة للسهم كل شيء يمكن معرفته عن الورقة المالية، مثل المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، حيث يستوعب المشاركون في السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم ومن ثم يتحرك

¹ محمد صالح الحناوي، جمال فريد مصطفى، بلال إبراهيم العبد، مرجع سابق. ص 81.

² نفسه. ص 81.

السعر ويضبط نفسه وفقا لسلوك وتصرفات المشاركين في السوق وبالمثل فان متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى كل الأطراف المشاركة في السوق.

-الفرض الثاني: يتكون السوق من ثلاث حركات سعرية

توجد ثلاث حركات لأسعار الأسهم في السوق تحدث في نفس الوقت، الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم إلى آخر وهي التقلبات اليومية، والثانية تغيرات سعرية متوسطة يتراوح حدوثها بين أسبوعين إلى شهر وأحيانا يزيد على ذلك، وهي التقلبات الثانوية، أما الثالثة فهي تغيرات سعرية تمثل الواحدة منها تجميعا لآثار سلسلة من التغيرات الثانوية على مدار فترة زمنية قدرها أربع سنوات أو أكثر من ذلك، حيث يستمر التغير لبضع سنوات حتى يحدث تغير في الاتجاه العكسي، ويطلق على هذا النوع من التغير بالاتجاه الأساسي لحركة أسعار الورقة المالية، والذي قد يأخذ اتجاها صاعدا، أو اتجاها هابطا¹.

- الفرض الثالث: يتكون الاتجاه الأساسي من ثلاث مراحل

تقول نظرية "داو" أن المرحلة الأولى للسوق تبدأ بعملية شراء مكثفة من جانب المشاركين في السوق، الذين لديهم معلومات عن الاتجاهات القوية للاقتصاد، والطبيعة التسويقية.

أما المرحلة الثانية تتصف بزيادة أرباح الشركات وتحسن ظروف الاقتصاد، نتيجة كسبهم ثقة المزيد من المستثمرين مما يدعم الاتجاه الصاعد.

أما المرحلة الثالثة فتتميز باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الاقتصادية في أحسن حالاتها، ويسود جو استثماري شديد التفاؤل².

-الفرض الرابع: ضرورة أن تعزز المتوسطات بعضها بعض

يعني هذا الفرض أن تشير المتوسطات إلى نفس الاتجاه وتتجه نحو نفس الهدف، فارتفاع مؤشر داو جونز

الصناعي (D, J, I, A) يجب أن يكون مصحوب بارتفاع مؤشر داو جونز للنقل (D, J, T, A).

ويحدث التثبيت من اتجاه التغيرات عندما يشهد المؤشرين صعودا وهبوطا لأعلى من قيمة الأسعار السابقة لكل منهما³.

-الفرض الخامس: يجب أن تؤكد أحجام التداول اتجاه الأسعار

تركز نظرية "داو" بشكل أولي على تصرفات الأسعار، وتعتمد على أحجام التعامل فقط لتثبيت من حالات عدم التأكد، حيث يجب أن يمتد حجم التعامل في نفس الاتجاه الأساسي لحركة السوق، فإذا كان الاتجاه الأساسي صاعدا فان حجم التعامل يجب أن يرتفع أثناء زيادة الأسعار، أما إذا كان هابطا فان حجم

¹ نفسه. ص 81.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 272.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق. ص 84.

التعامل يجب أن ينخفض أثناء نزول الأسعار، حيث تحتاج الأسعار إلى قوة تدفعها حتى تتحرك في اتجاه معين، ويعتبر حجم التداول هو القوة المحركة للأسعار.

-الفرض السادس: تظل الأسعار في نفس الاتجاه السائد إلى أن يعطي إشارة انقلاب واضحة

يعرف الاتجاه الصاعد بأنه سلسلة من الارتفاعات الكبيرة أو الارتفاعات الضئيلة، ولكي يعكس الاتجاه الصاعد نفسه لابد أن تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض واحد عال أو انخفاض واحد منخفض يمكن من التنبؤ باتجاه هابط، وعندما تحدث إشارة انعكاس أو تغير من مؤشر داو جونز الصناعي (D,J,I,A) و مؤشر داو جونز للنقل (D,J,T,A)، فإن ذلك يعد مؤشرا لاتجاه جديد، فاتجاه الأسعار لا يتغير بدون سبب قوي قادر على تعديله وتحويله إلى اتجاه آخر.

ثانيا: نظرية الموجات ل"إليوت"

ترجع نظرية الموجات إلى "رالف نيسلون إليوت" الذي لاحظ أن التحركات في سوق الأسهم يمكن التنبؤ بها من خلال ملاحظة وتحديد أمواج الأسعار ذات أنماط معينة ومتكررة.

ويعتقد "إليوت" أن سوق الأسهم تتأثر بهذه السلسلة من الموجات في السعر، ولقد ساعد "C.J.collins" "إليوت" في الوصول إلى أفكاره والاهتمام بها من خلال سلسلة مقالات تم نشرها في مجلة financial world magazine في عام 1939. وأثناء فترة الخمسينيات والستينيات قام "هاملتون بولتون" بتطوير أفكار "إليوت"، وفي عام 1920 كتب "بولتون" مقالاته عن أساسيات نظرية الموجات، والتي تعد أول عمل علمي مميز في شرح هذه النظرية، وفي عام 1978 ساهم "روبرت بريشتر" في كتابة أول كتاب عن أساسيات موجات إليوت.

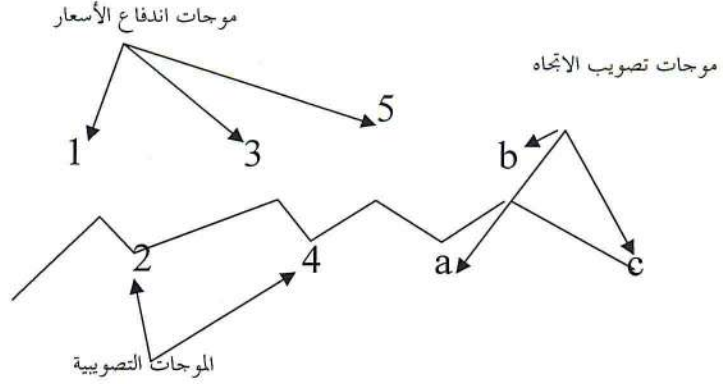
أساسيات نظرية الموجات

تقوم نظرية الموجات ل"إليوت" على عدة مبادئ أساسية أهمها ما يلي:

1. أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل؛
 2. يوجد خمس موجات في نفس الاتجاه للاتجاه الأساسي يتبعها ثلاث موجات تصويبية ويطلق عليها "3-5" حركة؛
 3. ال "3-5" حركة تكمل دورة وتمثل جزئين فرعيين من "3-5" موجة الصاعدة؛
 4. نمط "3-5" يبقى ثابتا خلال مدى زمني معين¹.
- أما النمط الأساسي يتكون من موجات (05صاعدة و03هابطة) والتي تأخذ الأرقام 1،2،3،4،5،A،B،C في الخريطة التي يوضحها الشكل التالي:

¹ محمد صالح الخناوي وآخرون، مرجع سابق، ص87.

الشكل رقم (2-3): النمط الأساسي "3-5" موجة



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، 2003-2004، ص 87.

وكما توضح الخريطة السابقة فإن الموجات 1، 3، 5، يطلق عليها موجات اندفاع، أما الموجة 2، 4، فيطلق عليها موجات تصويبية، وأخيرا فإن الموجات ABC يطلق عليها موجات تصويب الاتجاه الرئيسي الذي يتشكل من الموجات من 1 إلى 5، الذي يمكن أن يكون صعوديا أو هبوطيا، أما الموجات ABC فتتحرك عادة في اتجاه معاكس للموجات من 1 إلى 5.

وتشير نظرية "إليوت" إلى أن كل موجة من الموجات التي تأخذ أرقاما من 1 إلى 5 تعيد نفسها مرة أخرى في دورة مماثلة، ويطلق على الموجة الأطول والتي تتكون من أكثر من مجموعة متماثلة من الموجات 1 إلى 5 مصطلح الدورة العظمى، وعلى هذا الأساس ترى نظرية "إليوت" أن تحركات الأسعار تسير في دورات عظمى ¹ grand super cycle، وأن كل دورة عظمى تتكون من دورات رئيسية، وكل دورة رئيسية تكون من دورات وكل دورة تكون من الموجات تعكس إما اتجاهها صعوديا أو اتجاهها هبوطيا. وتتضح هذه المفاهيم من خلال الخريطة في الشكل الآتي:

تشير الخريطة إلى وجود ثلاث دورات كونت اتجاهها صعوديا للأسعار، نظرا لكون أن كل دورة كانت تنطوي على ارتفاعات مرتفعة في السعر، والدورات الثلاثة تشكل دورة رئيسية، وقد حدث بعد هذه الدورة الرئيسية انقلاب في اتجاه السعر عند الرقم 2، ولكن كيف عرفنا أنه عند الرقم 2 قد حدث انقلاب في السعر؟ ولماذا لم تكتمل الدورة الثالثة بالنقاط ABC المصوبة للاتجاه؟.

الواقع أن الموجات المصوبة للاتجاه من أهم خصائصها أن النقطة C تكون أعلى من النقطة 4 في الدورة، ولكن الذي حدث هنا أن النقطة C (يقابلها على الخريطة النقطة 3) أقل من النقطة 4 في الدورة وهو ما يشير إلى أن النقطة 3 لا تمثل اتجاهها تصويبي بل تشير إلى اتجاه جديد معاكس لاتجاه السابق، وبالتالي ظهرت دورة جديدة ذات اتجاه معاكس للدورة الرئيسية السابقة.

¹ نفسه، ص 88.

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني

يتسلح المستثمر بأدوات التحليل الفني لحماية أمواله من الضياع وعدم الانجراف وراء الآخرين ليتخذوا قرار البيع والشراء بالنيابة عنه، وهذه الأدوات تشمل كل الطرق التي تنظر في سلوك سوق الأوراق المالية نفسه كدليل أو مؤشر لاتجاهه واتجاه النشاط الاقتصادي.

المطلب الأول: الرسوم البيانية (THE CHART)

يمثل إعداد الرسم البياني للأسعار أول خطوات التحليل الفني، أي قبل الشروع في تطبيق أساليب وأدوات التحليل الفني، نقوم بصياغة حركة الأسعار في شكل رسومات بيانية، وهذه العملية تتطلب تنصيب برنامج الميتاستوك على جهاز الحاسب الآلي لدى المستثمر ولا يحتاج بعدها سوى إلى الحصول على بيان التداول في صيغة من أي مصدر من مصادر الإمداد بالبيانات المتوفرة عن طريق برامج نقل المعلومات.

أولاً: مفهوم الرسم البياني

الرسم البياني للأسعار عبارة عن تمثيل بياني لأسعار التداول التاريخية ويتم تمثيل البيانات في شكل رسم بياني تمثل الأسعار على المحور الرأسي والوقت على المحور الأفقي¹.

-تقوم فكرة التحليل الفني للأوراق المالية على دراسة العلاقة بين حجم التداول والسعر (price-volume relationship) لمحاولة تحديد الأداء المستقبلي لها، بالإضافة إلى ذلك، توجد قناعة لدى المحللين الفنيين بأن الاتجاهات التاريخية (historical trends) لمستويات الأسعار قد تعيد نفسها في المستقبل والأداة المستعملة في هذا التحليل هي الرسومات البيانية المختلفة التي يتابعها المحلل².

ثانياً: البيانات المطلوبة لصياغة الرسم البياني

البيانات المطلوبة بالترتيب هي كما يلي:

open: سعر الفتح ويمثل أول عملية تداول؛

close: سعر الإغلاق ويمثل سعر تنفيذ آخر عملية أو متوسط السعر على حسب النظام المستخدم في حساب

أسعار الإغلاق؛

high: أعلى سعر خلال الفترة؛

low: أدنى سعر خلال الفترة؛

volume: كمية التداول أو التنفيذ خلال الفترة.

¹ السيد أحمد الهنادي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص17، (2011-04-24)، www.4shared.com

² مروان شموط، كنجوعود كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، 2008، ص325.

والفترة هنا قد تكون يوم أو أسبوع أو شهر أو أي فترة من فترات التداول التي تستخدم في صياغة هيكل السعر.

ثالثاً: أنواع الرسم البياني (TYPES OF CHARTS)

يمكن حصر أنواع الرسم البياني في ثلاثة أنواع¹ هي:

1/ الخط البياني (line chart)

ويعتبر أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل بيانات الأسعار على الإطلاق، فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط، ويعتقد الفنيون عموماً أن سعر الإقفال هو أهم سعر في التداول، فهو بمثابة إعلان النتيجة النهائية لمباراة بين الثيران (المشترين والبائعين)، حيث يتم توصيل أسعار الإغلاق المتتالية لتكوين خط يمثل اتجاه الأسعار على الشكل.

في الشكل يعبر المحور الرأسي عن السعر أما المحور الأفقي فيعبر عن الزمن.

الشكل رقم (2-4): نموذج الرسم باستخدام الخط البياني



المصدر: ابو معاذ التميمي، التحليل الفني، ج 1، ط 1426، (2011-04-24)، ص 13، www.ta-arab.com

يتم تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار. ثم يتم توصيل النقاط المتتالية بعضها ببعض بخط ممهد فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار، كما يمكن إجراء بعض التحليلات الفنية على هذا النوع من الخرائط.

2/ أعمدة البيانات (bar chart)

توضح خرائط الأعمدة التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم بالاعتماد على²:

¹ بعض أساسيات التحليل الفني وقراءة النشرات، مدونة دروس التحليل الفني، ص 4، (2011-04-26)، www.ta-arab.com

² محمد صالح الخناري وآخرون، مرجع سابق، ص 127.

-أعلى سعر (high price)؛ -أدنى سعر (low price)؛ -سعر الإقفال (close price)

وهي من أشهر الأنواع وأكثرها استخداماً وهو عبارة عن خط رأسي يتفرع منه جزئين يمين ويسار البار الجزء الأيسر يمثل سعر الافتتاح والجزء الأيمن يمثل سعر الإغلاق وقمة العمود تمثل أعلى سعر والقاع يمثل أدنى سعر.

-بداية يتم تحديد مقياس الرسم على المحور الرأسي الذي يمثل السعر، وعلى المحور الأفقي الذي يمثل الزمن، ويتم ربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل فترة زمنية معينة بخط عمودي، أما سعر الإقفال فيرمز له بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليمين (ناحية الفترة الزمنية اللاحقة) وسعر الفتح من ناحية اليسار (ناحية الفترة الزمنية السابقة).¹

يتم تمثيل بيانات التداول في شكل عمود يمثل بيانات التداول خلال فترة محددة، حيث يتم تمثيل أعلى وأدنى سعر الفتح وسعر الإغلاق في شكل عمود بياني كما يلي:

الشكل رقم (2-5): نموذج الرسم باستخدام أعمدة البيانات



المصدر: أبو معاذ التميمي، التحليل الفني، ج1، ط1426، (2011-04-24)، ص13، www.ta-arab.com

ويمكن بناء هذه الخرائط يوميا أو أسبوعيا أو شهريا، أي يمكن رسم الأعمدة لفتريات زمنية مختلفة، سواء على المدى القصير أو المتوسط أو الطويل.

ويستخدم المحللون الفنيون خرائط الأعمدة طويلة المدى خاصة لتحديد اتجاه الأسعار الرئيسي أو الذي تظهره الخريطة الشهرية. قبل الدخول في تفاصيل حركة الأسعار كل ساعة أو كل يوم وذلك برسم خط الاتجاه.

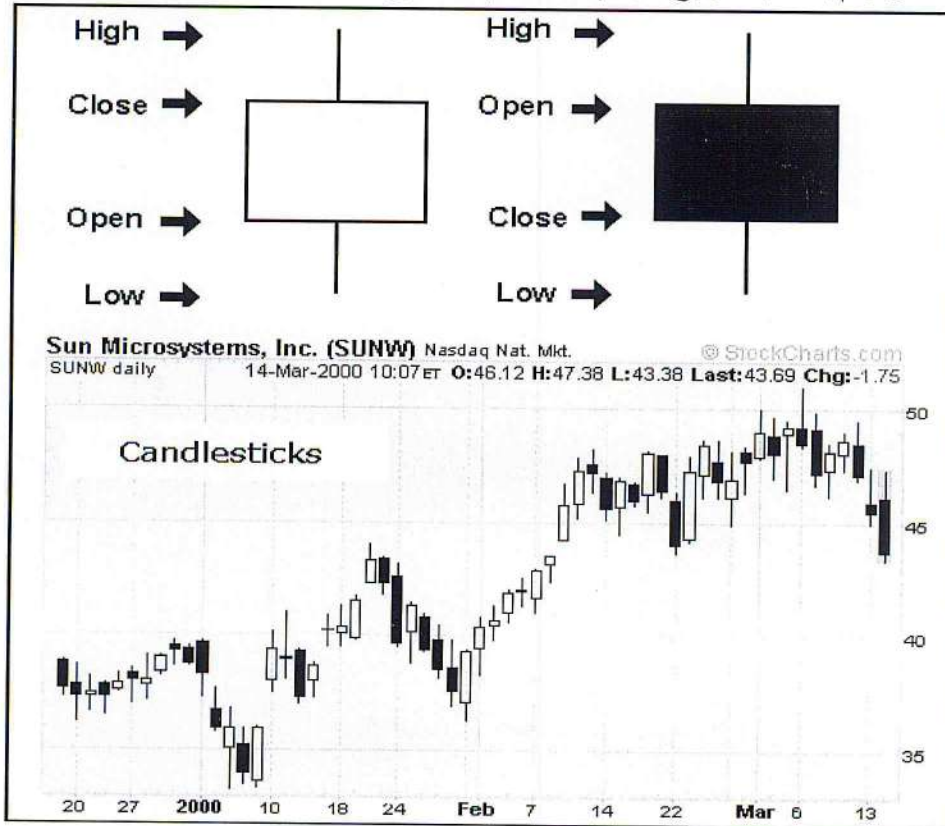
¹ السيد أحمد المنادوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص17، (2011-04-24)، www.4shared.com

3/ الشموع اليابانية (candlestick chart)

طور اليابانيون في عام 1200 ميلادية أسلوب التحليل الفني، لتحليل أسعار عقود الأرز وأطلقوا عليه اسم الشمعدان، وتعتبر رسوم الشموع اليابانية هي النسخة اليابانية من رسوم الأعمدة البيانية (bar chart) حيث يتم صياغة نفس البيانات ولكن بأسلوب مختلف يفرق بين اليوم الذي ينتهي على ارتفاع واليوم الذي ينتهي على تراجع حيث تستخدم خرائط الشمعدان لتعكس ظاهرة حركة الأسعار والتنبؤ بها في الأجل القصير. ويستخدم المحللون الفنيون هذه الخرائط لمدى زمني 10 أيام أو أقل ولتتبع حركة السعر يوميا، ويطلق على هذا الشكل الواحد في الخريطة اسم خط الشمعدان (candlestick line) وينقسم إلى جزئين الأول يطلق عليه الجسم (real body)، وهو جزء متسع يفصل بين أسعار الفتح، وأسعار الإقفال. أما الجزء الثاني فيطلق عليه اسم الظل (shadow)، وهو خط رأسي رفيع يقع فوق أو تحت الجسم يكون مملوء أو مظللا، وإذا حدث العكس وكان سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح فإن الجسم يظهر فارغا أو غير مظلل. ويمكن بناء الخريطة اليابانية باستخدام بيانات يومية أو أسبوعية أو شهرية... وهكذا¹.

وهذا مثال باستخدام الشموع اليابانية:

الشكل رقم (2-6): نموذج الرسم باستخدام الشموع اليابانية



المصدر: السيد أحمد المهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، (2011-04-24)، ص 19، www.4shared.com

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 112، 113.

وهناك من يطلق على الجسم الذي يكون عنده سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح، الشمعة البيضاء، أما الجسم الذي يكون عنده سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح فيطلق عليه الشمعة السوداء.¹

المطلب الثاني: المؤشرات الفنية

أولاً: تعريف المؤشر (Indicator)

المؤشرات الفنية عبارة عن سلسلة من البيانات تصاغ في شكل رسم بياني وهي مشتقة من حركة الأسعار من خلال تطبيق معادلات رياضية للوصول إلى الأرقام الخاصة بها ومن ثم نقوم بتحليل حركة هذه المؤشرات بعيداً عن حركة الأسعار نفسها للمساعدة على التنبؤ باتجاه الأسعار.

كما نجد أن هناك بعض من المؤشرات من السهل اشتقاقها من بيانات الأسعار (أسعار الفتح والإغلاق والأعلى والأدنى والكميات المنفذة). بمعادلات بسيطة مثل المتوسطات المتحركة بينما نجد البعض الآخر يحتاج إلى معادلات معقدة للوصول إلى قيمة المؤشر، وفي كلتا الحالتين لا نقوم بعمل هذه المعادلات والحسابات بأنفسنا، فبرامج التحليل الفني تحتوي على كل تلك المؤشرات ويتم حسابها آلياً وما علينا سوى اختيار المؤشر المناسب وتحليل معطياته.²

ثانياً: أهداف استخدام المؤشرات

- تستخدم المؤشرات غالباً لتحقيق ثلاثة أهداف:
- يقوم المؤشر بتنبئها بالتغيرات المتوقعة في اتجاه الأسعار؛
- تستخدم المؤشرات لتأكيد الاتجاه؛
- يتم استخدام المؤشرات أيضاً كأداة مساعدة على التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل.

ثالثاً: أنواع المؤشرات (types of Indicator)

يمكن تصنيف المؤشرات إلى نوعين أساسيين³: المؤشرات القائدة والمؤشرات التابعة أو المبطئة

1/ المؤشرات القائدة (leading Indicator):

يمكن لهذا النوع من المؤشرات أن تسبق حركة الأسعار دائماً حيث تخبرنا باتجاه الأسعار المتوقع قبل حدوث الحركة السعرية ومن ثم فهي تعطي علامات للشراء أو البيع وتناسب هذه النوعية من المؤشرات كثيراً مع الفترات التي تتحرك فيها الأسعار داخل نطاقات سعرية متقاربة.

و تأتي المؤشرات القائدة عادة في شكل مؤشرات تقيس قوة العزم للأسعار، وهي التي تعتمد على قياس معدل التغير للأسعار وكلما ارتفعت الأسعار ارتفع نطاق الحركة للمؤشر كلما اتجهت الأسعار للتتحرك في نطاق أفقي اتجهت المؤشرات أيضاً للتتحرك بنفس الأسلوب ومن هذه المؤشرات (STOCHASTIC .RSI) (MOMENTUM OSCILATOR).

¹ دورة التحليل الفني للمبتدئين، مدونة دروس التحليل الفني، ص13، (2011-04-24)، www.ta-arab.com

² السيد أحمد الهداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص64، (2011-04-24)، www.4shared.com

³ نفسه، ص65.

• مؤشر القوة النسبية (RSI: relative straight index)

قام بتصميم هذا المؤشر "ويلز ولدز" في عام 1978، ويعتبر مؤشر RSI من أشهر مؤشرات التحليل الفني وأكثرها استخداماً وتقوم فكرة المؤشر على مقارنة أيام الصعود وأيام الهبوط الأخيرة للأسعار خلال فترة 14 يوماً وتحويل هذه البيانات المقارنة إلى أرقام تتحرك بين الصفر و100، ويستخدم البعض 07 أيام و09 أيام للفترات القصيرة، 21 أو 25 يوم للفترات المتوسطة¹ من خلال المعادلة التالية²:

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS}$$

المتوسط Average Gain	=	(Total Gains/n)	قيمة الارتفاع ÷ عدد الأيام
Average Loss	=	(Total Losses/n)	قيمة الانخفاضات ÷ عدد الأيام
المتوسط			

$$\text{First RS} = (\text{Average Gain} / \text{Average Loss})$$

$$\text{Smoothed RS} = \frac{[(\text{previous Average Gain}) \times (13) + \text{Current Gain}] / 14}{[(\text{previous Average Loss}) \times (13) + \text{Current Loss}] / 14}$$

n = number of RSI periods

هذا المؤشر ليس له علاقة بتحديد سعر السهم ولكنه يستخدم في إعطاء إشارات للبيع والشراء، كما ذكرنا مؤشر (RSI) يتحرك بين مستويي الصفر و100 وعندما يكون مؤشر (RSI) يساوي 70 أو أكثر سيرتفع فيها السعر أكثر من توقعات السوق، وعندما يكون مؤشر (RSI) يساوي 30 أو أقل فإن هذا يعني أن السعر يتم تصريفه بنسبة عالية، وعند تجاوز السعر لخط 70 تكون هي إشارة بيع لوصول السهم لقمته، أما إذا اقترب من 30 نزولاً ثم بدأ في الصعود فهي إشارة لوصول السهم لقاعه وهي إشارة شراء³.
وكقاعدة عامة طريقة قراءة المؤشر : إشارة شراء إذا اخترق المؤشر خط 30 صعوداً (منطقة تشبع من البيع).
إشارة بيع إذا كسر المؤشر خط 70 نزولاً (منطقة تشبع شراء)⁴.

¹ كريم راغب، المختصر المفيد في تعلم التحليل الفني، ص97، (2011-04-24)، www.4shared.com

² أبو معاذ التميمي، شرح المؤشرات الفنية، ج1، ص62، بوابة المساهم، (2011-03-20)، www.sall.com

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص172.

⁴ تعلم مؤشرات التحليل الفني بالكامل، ص3، (2011-04-24)، www.4shared.com

الشكل رقم (2-7): التمثيل البياني لمؤشر القوة النسبية



المصدر: السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص 80، (2011-04-24)،

www.4shared.com

• مؤشر (STOCHASTIC OSCILATOR)

تم تصميم المؤشر من طرف "جورج لاین"، "Dr George Lane" ¹ في خمسينيات القرن الماضي، حيث لاحظ أن سعر الإغلاق يقترب من الحد العلوي لنطاق التداول كلما ارتفع السعر لأعلى وعلى العكس من ذلك تقترب أسعار الإغلاق من الحد السفلي من نطاق التداول كلما انخفضت الأسعار، ومن ثم قام بوضع هذا المؤشر الذي يتكون من خطين يسميان %K و %d ويعتبر الخط الثاني هو الأكثر أهمية نظراً لأنه هو الذي يعطي إشارات أساسية للدخول أو الخروج من السوق، وتكون المعادلة الحسابية:

تعتبر الفترة الزمنية الأكثر شيوعاً في حساب المؤشر التي يكون مقدارها 14 يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، ويتم استخدام المعادلات التالية للوصول إلى قيمة %K و %d.

¹ أبو معاذ التميمي، شرح المؤشرات الفنية، ج 1، ص 38، بوابة المساهم، (2011-03-20)، www.sall.com

%K =	100 × (	$\frac{\text{Recent Close} - \text{Lowest Low}(n)}{\text{Highest High}(n) - \text{Lowest Low}(n)}$)
%D =	3-period moving average of %K		
(n)=	Number of periods used in calculation		

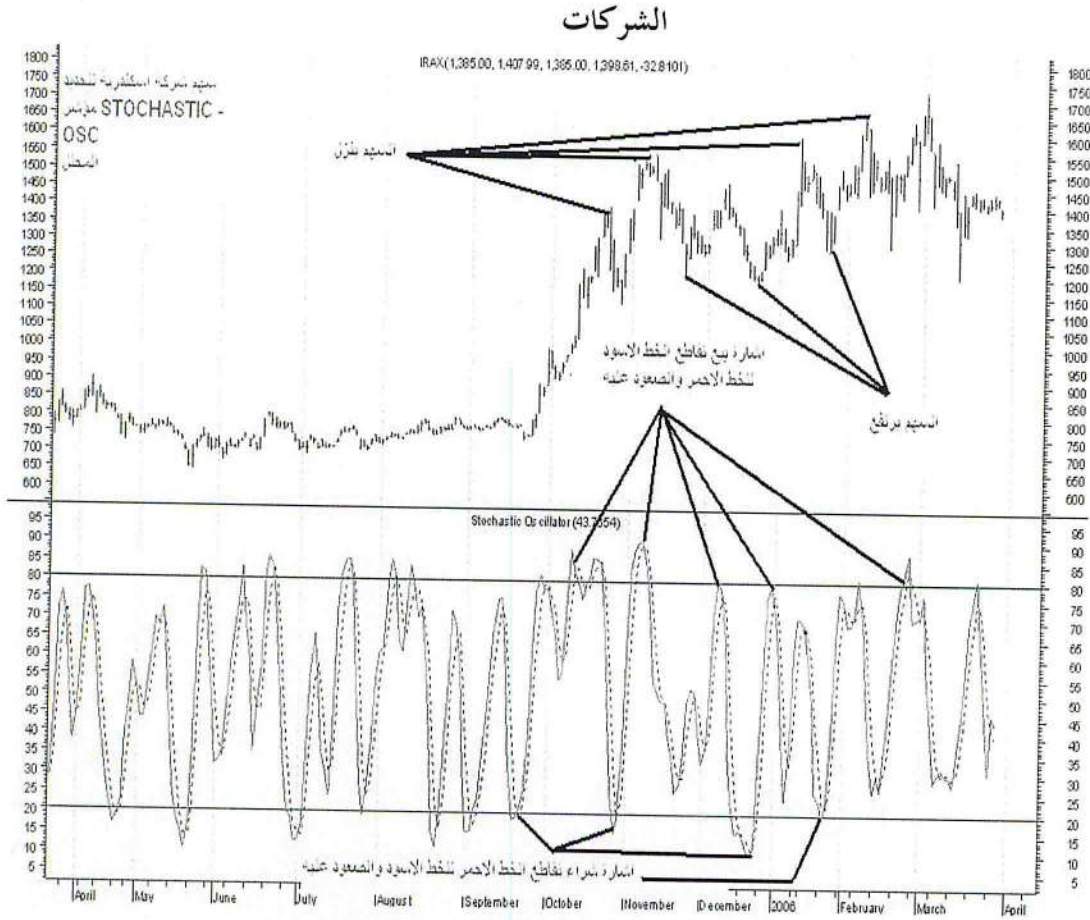
Periods	High	Low	Close
1	119.50	116.00	119.13
2	119.94	116.00	116.75
3	118.44	111.63	113.50
4	114.19	110.06	111.56
5	112.81	109.63	112.25
6	113.44	109.13	110.00
7	115.81	110.38	113.50
8	117.50	114.06	117.13
9	118.44	114.81	115.63
10	116.88	113.13	114.13
11	119.00	116.19	118.81
12	119.75	117.00	117.38
13	119.13	116.88	119.13
14	119.44	114.56	115.38

$$\%K = 100 \times \left(\frac{115.38 - 109.13}{119.94 - 109.13} \right) = 57.81$$

والهدف من استخدام هذا المؤشر هو الوصول إلى تحديد مناطق القوة والضعف في اتجاه الأسعار، وكما ذكرنا سابقا في حالة الاتجاه الصعودي تغلق الأسعار قرب أعلى مستوياتها خلال الفترة ، ولكن عندما نجد أن هذا الارتباط بدأ في الضعف وتحولت الأسعار للإغلاق قرب أدنى مستوياتها في اتجاه صعودي فإن معنى ذلك توقع أن تتجه الأسعار للتراجع ونجد المؤشر يبدأ في التراجع من أعلى مستوياته، ونفس الأمر يحدث في الاتجاه الهبوطي. فعندما نجد داخل الاتجاه أن الأسعار بدأت تغلق قرب أعلى المستويات داخل الفترة فإن ذلك يدل على توقع الصعود ونجد المؤشر عند أدنى مستوياته.

-يتحرك مؤشر (STOCHASTIC OSCILATOR) مثل مؤشر (RSI) بين مستوى الصفر ومستوى المائة، وعندما يرتفع فوق مستوى 80 فإنه يدخل في منطقة تشبع الشراء، أما عندما ينخفض أسفل مستوى 20 يدخل في منطقة تشبع البيع، أيضا يمكن إعطاء مؤشرات للشراء والبيع من كسر خط %K لخط %D فإذا كان اتجاه الكسر لأسفل أعطى مؤشرات للبيع أما إذا كان اتجاه الكسر لأعلى فإن ذلك يعطي مؤشر للشراء، أيضا يمكن الاستفادة من مبدأ التباعد العكسي الإيجابي أو السلبي الذي قد يحدث بين المؤشر وحركة الأسعار، في توقع انعكاس حركة الأسعار.

الشكل رقم (2-8): التمثيل البياني لمؤشر STOCHASTIC OSCILATOR لأسهم إحدى



المصدر: تعلم مؤشرات التحليل الفني بالكامل، ص 7، (2011-04-24)، www.4shared.com

● مؤشر القوة الدافعة momentum (العزم أو التسارع)

يقيس هذا المؤشر القوة الدافعة للتغيير في مقدار سعر السهم لفترة معينة؛ وبعبارة أخرى فهو يحسب تصاعداً أو انخفاضاً سعر السهم. تحكم قوة الدفع السهم عن طريق حساب معدلات التغيير في الأسعار كما يوفر المعلومات الخاصة بقوة السهم وسرعته والخلفية العامة له، وهذه القوة تهدف إلى الإشارة إلى أماكن تواجد المستثمرين، وهذا يبحث بالطبع عن أهم نقاط القوة وهي التي تكون فيها سرعة الارتفاع أعلى. ويتم حسابه بطريقة سهلة نسبياً ففي الحقيقة يتم ملاحظة الفارق بين الأسعار جميعها، حيث يتم وضع سعر معين في هذا اليوم ووضع سعر آخر لسهم معين في الأيام السابقة، ويتم رسم الفارق يوميا على هيئة منحني، ويمكن التعبير عن الفارق عن طريق القيمة المطلقة أو التغيير في النسبة¹.

¹ سمير العبدان، ألف باء الأوراق المالية، ص 58، (2011-03-18)، www.pdfactory.com

-في معظم الحالات يسبق مؤشر القوة التغير في اتجاه الأسعار فمع الارتفاع الملحوظ في الأسهم يميل مؤشر القوة إلى الاستواء ثم الانخفاض ثم أن ينفذ مؤشر القوة وبعد الانخفاض الملحوظ في أسعار الأسهم يميل مؤشر القوة إلى الارتفاع من قبل أن يعيد السهم نفسه مرة ثانية. لكنه يعتبر مطمئن وأفضل استخداماته عندما يكون السهم في حالة السهم في حالة استقرار. وهذا المؤشر يعتبر داعم للمؤشرات الأخرى.

الشكل رقم (2-9): التمثيل البياني لمؤشر القوة الدافعة momentum للأسهم إحدى الشركات



المصدر: أبو معاذ التميمي، شرح المؤشرات الفنية، ج1، ص59، بوابة المساهم، (2011-03-20)، www.sall.com

2/- المؤشرات التابعة أو المبطئة (lagging indicators)

يظهر من خلال تسمية هذه المؤشرات أنها تكون تابعة لحركة الأسعار؛ أي تعطي تأكيداً للاتجاه وتناسب بشكل أكبر مع وجود اتجاه واضح في حركة الأسعار، بينما تقل أهميتها عندما تتحرك الأسعار داخل مستويات متقاربة، ومن أمثلة هذه (المؤشرات المتوسطة المتحركة، Envelopes و MACD).¹

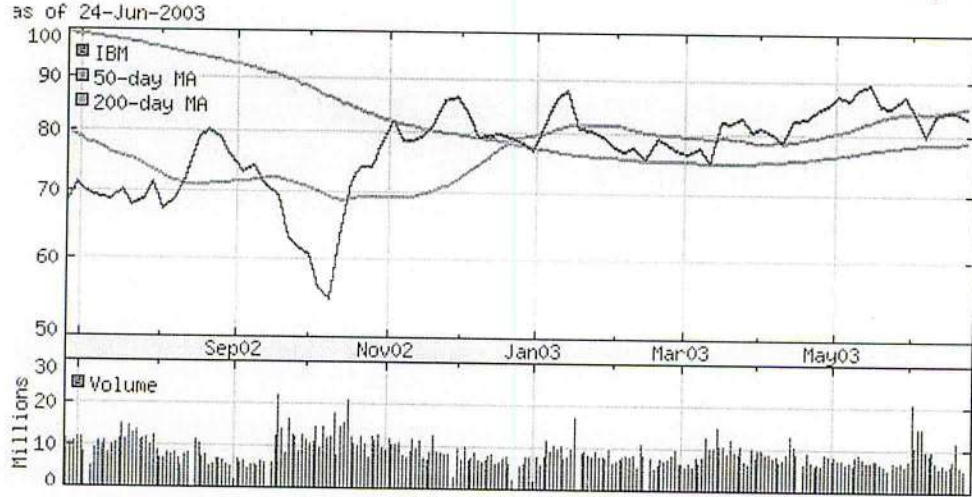
■ مؤشر المتوسط المتحرك (Moving Averag)

يعتبر المتوسط المتحرك من أكثر المؤشرات الفنية استخداماً لسهولة تطبيقه على حركة الأسعار، فبدلاً من استخدام أسعار الإغلاق أو أعلى أو أدنى الأسعار في يوم تداول معين، يلجأ المحللون الفنيون إلى استخدام ما

¹ السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص65، 66، (2011-04-24)، www.4shared.com

يعرف بالمتوسطات المتحركة وهي عبارة عن تمثيل بياني للأسعار باستخدام المتوسطات الحسابية لتلك الأسعار والمحسوبة خلال فترات زمنية محددة قد تطول أو تقصر، حسب ما يقرره المحلل الفني حول الشركة المراد تحليلها¹.

الشكل رقم (2-10) المتوسطات المتحركة لفترة 50 يوم و200 يوم بالإضافة إلى أسعار الإغلاق لإحدى الشركات



المصدر: عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، التحليل الفني وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، أبو ظبي، دبي، الشارقة، فيفري | مارس 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع، ص 29، (10-05-2011)، www.osun.org

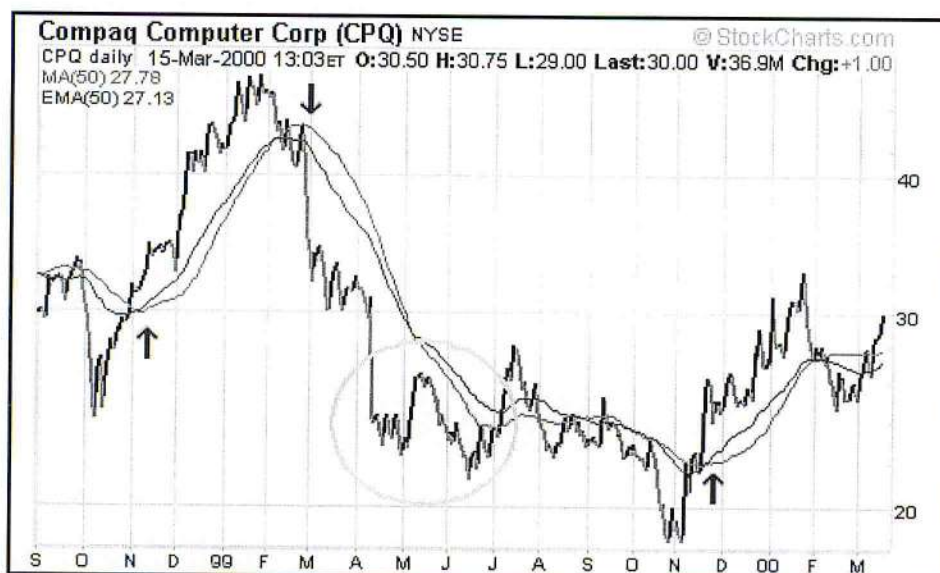
- والمتوسطات المتحركة لها العديد من الاستخدامات ولها أهمية كبيرة للمساعدة في تتبع حركة الأسعار عندما يكون هناك اتجاه يسيطر على حركتها، ويمكن أن نلخص أهم استخداماتها فيما يلي:

➤ من أهم استخداماته أنه يؤكد الاتجاه الخاص بالسهم سواء كان يتحرك من أسفل ويصعد إلى أعلى Uptrend أو أنه يتحرك من أعلى ويتزل إلى أسفل Down trend².

¹ عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، التحليل الفني وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، أبو ظبي، دبي، الشارقة، فيفري | مارس 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع، ص 29، (10-05-2011)، www.osun.org

² السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص 72، (24-04-2011)، www.4shared.com

الشكل رقم (2-11): يوضح المتوسط المتحرك يؤكد الاتجاه الخاص بالسهم خلال الصعود و التزل



المصدر: أبو معاذ التميمي، شرح المؤشرات الفنية، ج1، بوابة المساهم، ص27، (2011-03-20)، www.sall.com

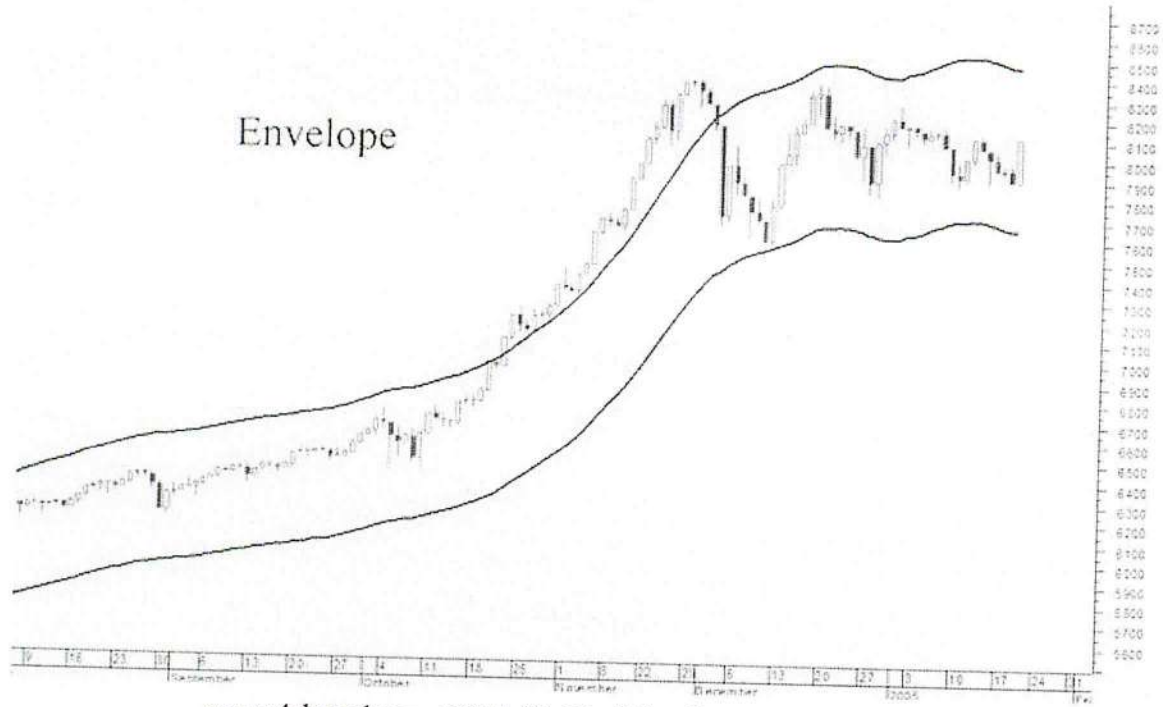
من الشكل نلاحظ أن (MA) تابع لحركة السهم إذا ارتفع نجده تحت السهم وإذا انخفض نجده أعلى السهم ولذلك يقال أن (MA) يتبع السهم وليس السهم هو الذي يتبع (MA).
 ➤ المتوسط المتحرك يعطي علامات واضحة للبيع أو الشراء ويحدث ذلك مع كسر المتوسط المتحرك لخط السعر، فعندما ينخفض خط السعر أسفل المتوسط المتحرك يكون ذلك مؤشرا لبدء اتجاه هبوطي، وبالتالي يعطي علامات للبيع، أما عندما يرتفع السعر فوق المتوسط المتحرك فإن ذلك يعني بدء اتجاه صعودي وبالتالي تتجه للشراء.

■ مؤشر المظروف (Envelope)

هو عبارة عن متوسطين متحركين أحدهما أعلى من خط السعر والآخر أدنى منه، يكون الشراء عندما يصل إلى الخط السفلي والبيع عندما يصل الخط إلى الخط العلوي¹.

¹ شرح المؤشرات الفنية، ج2، ص17، (2011-04-24)، www.4shared.com

الشكل رقم (2-12): التمثيل البياني لمؤشر المظروف (Envelope)



المصدر: شرح المؤشرات الفنية، بوابة المساهم، ج2، ص17، (2011-04-24)، www.4shared.com

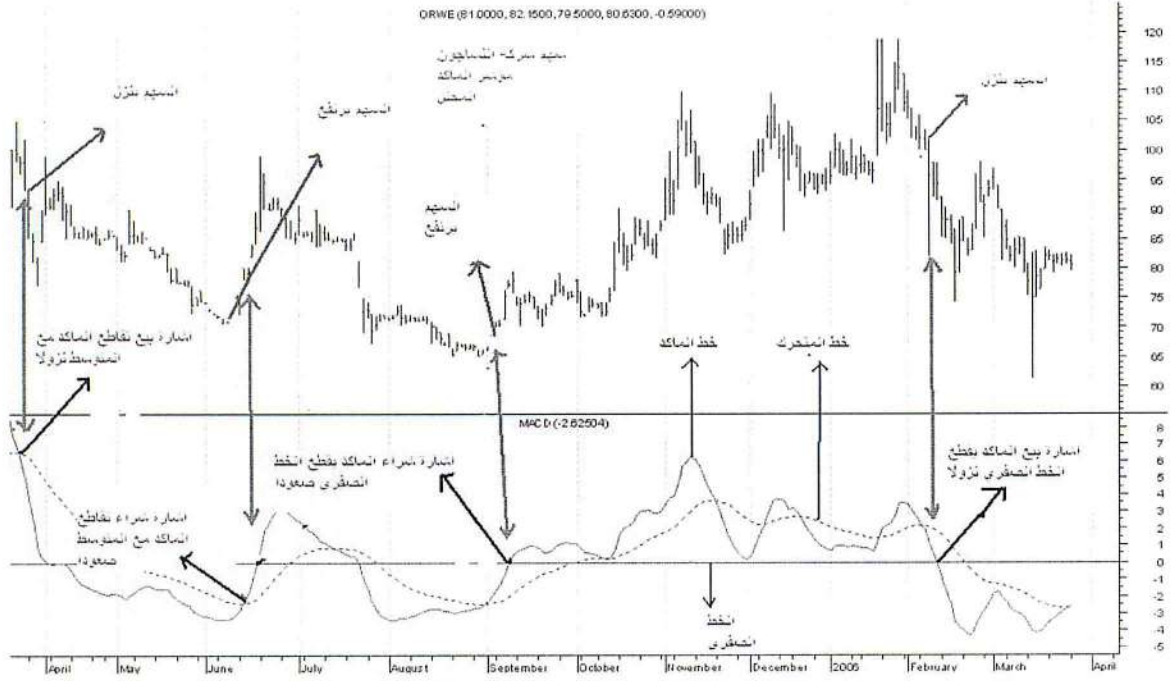
■ مؤشر (MACD: Moving Average Convergence Divergence)

قام بتصميم هذا المؤشر "جيرارد آبل"¹ وهو مؤشر سهل الاستخدام ويعطي نتائج جيدة عندما يكون هناك اتجاه واضح لحركة الأسعار ومؤشر (MACD) يستخدم المتوسطات المتحركة لتحديد الاتجاه وأشهر الأساليب المتبعة في اشتقاق المؤشر بحساب الفرق بين المتوسط المتحرك 26 يوم والمتوسط المتحرك 12 يوم فيظهر لدينا خط يمثل المؤشر، ثم نقوم بعمل متوسط متحرك 9 أيام للمؤشر نفسه فيظهر لدينا خطان يتحركان بشكل متقارب.

ويؤدي مؤشر (MACD) عمله بطريقة سليمة عندما تتحرك الأسعار في شكل اتجاه بينما تقل كفاءته عندما تتحرك الأسعار داخل مستويات سعرية متقاربة ولأن (MACD) يقيس الفرق بين متوسطين نستنتج أنه يكون إيجابي ويتجه للارتفاع عندما يكون المتوسط المتحرك 12 يوم يتحرك على المتوسط المتحرك 26 يوم بينما يكون (MACD) سلبى ويتراجع عندما يكون المتوسط المتحرك 12 يتحرك أسفل المتوسط 26 يوم.

¹ السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص73، (2011-04-24)، www.4shared.com

الشكل رقم (2-13): التمثيل البياني لمؤشر MACD لأسهم إحدى الشركات



المصدر: تعلم مؤشرات التحليل الفني بالكامل، ص 4، (2011-04-24)، www.4shared.com

- استخدامات (MACD):

يستطيع أن يعطي إشارات الصعود وكذلك إشارات الهبوط حسب حالته، ولذلك يعتبر من أدوات التوقع بما سيحدث في المستقبل للسهم في الأيام القادمة ويتم ذلك عن طريق ثلاث إشارات وعكسهم¹ وهي:

إشارات الصعود

1- الصعود الايجابي ذو السنامين

وهذا النموذج يدل على صعود ايجابي أي أنه خلال الأيام القادمة سوف يرتفع ويتكون من ثلاثة علامات وهي: ص ص 13-18

- أن يكون الاتجاه الخاص بالسهم نازل وفي حالة هبوط.

- أن يكون اتجاه خط الماكد صاعد إلى أعلى.

- أن يقوم الماكد بتكوين انخفاضين متتاليين كل واحد منهما أعلى من السابق له وذلك أثناء صعود الماكد.

¹ المصدر: شرح المؤشرات الفنية، بوابة المساهم، ج 1، ص 13، 18، (2011-04-24)، www.4shared.com

2- الصعود العابر لخط المتوسط

وتحدث هذه الحالة عندما يخترق (MACD) خط المتوسط الخاص به وهو خط (09) متجهًا إلى أعلى وظل فوقه لمدة 03 أيام فإنها علامة قوية للشراء في نهاية هذه الأيام الثلاثة

3- الصعود العابر لخط الصفر

وتتكون العلامة عندما يخترق (MACD) خط الصفر إلى أعلى وتعتبر هذه العلامة دليل على تحول التداول من السالب إلى الموجب أي من الهبوط إلى الصعود وإذا حدثت هذه الإشارة بعد الإشارتين السابقتين فإنها تعتبر تأكيدًا لهما. وإذا اجتمعت الثلاث حالات السابقة أو أي منها أعطى ذلك مؤشرات أقوى للصعود.

إشارات الهبوط

1- الهبوط ذو السنامين

يتكون هذا النموذج عندما يكون اتجاه السهم لأعلى كما يظهر من الخط الأزرق في الرسم البياني (MACD) نازل، أثناء نزول (MACD) يكون ارتفاعين (سنامين) كل واحد منهما أقل ارتفاعًا من السابق له.

- هذا النموذج عكس الإشارات التي تحدث في الصعود الايجابي ويعتبر إشارة قوية يمكن الاعتماد عليها في الواقع الأكيد أن السهم سوف يحدث له هبوط خلال الأيام القادمة.

2- الهبوط العابر لخط المتوسط لأسفل

ويتكون هذا النموذج عندما يخترق (MACD) خط المتوسط (الخط الأزرق) لأسفل وتعتبر هذه الإشارة من الإشارات المشهورة ولكنها مع ذلك تعطي إشارات كاذبة كثيرة ولذلك نحتاج إلى علامات أخرى معها حتى نطمئن إليها.

3- الهبوط العابر السلبي لخط الصفر

يحدث هذا النموذج عندما يخترق (MACD) خط الصفر إلى أسفل كما يشير السهم الأخضر وهي علامة تحتاج إلى إشارات أخرى ولكنها دليل قوي على أن التداول خلال أيام سوف يتحول من صعود إلى هبوط. وذلك يعتمد على تداول السهم وتصرف (MACD) خلال الشهور السابقة. وإذا اجتمعت الثلاث حالات السابقة أو أي منها أعطى ذلك مؤشرات أقوى للتراجع (combining signals)

المطلب الثالث: مستويات الدعم والمقاومة

تتحرك الأسعار صعوداً أو هبوطاً وهذا بفضل الصراع القائم بين البائعين والمشتريين الذين يمثلون قوى العرض والطلب، حيث تتحرك الأسعار مع الاتجاه الغالب فإذا كانت قوة ضغط البائعين أكبر اتجهت الأسعار نحو الهبوط أما في حالة ضغط المشتريين فإنها تتجه نحو الارتفاع، إلا أن الاتجاه لا يلبث أن ينعكس، ومن هنا ظهر ما يسمى بمستويات المقاومة وهي التي تراجع منها الأسعار ومستويات الدعم وهي التي تدفع الأسعار للارتفاع.

أولاً: تعريف الدعم support

مستوى الدعم هو ذلك المستوى الذي تتزايد عنده قوة الطلب بحيث تكون كافية لإيقاف تراجع الأسعار وهو سعر أدنى من السعر الجاري بالسوق تتضاءل فيه فرص البيع مما يقود الأسعار للارتفاع مرة أخرى¹، حيث أن تلك المستويات تظهر من حين لآخر لأن حركة الأسعار تعاود الارتفاع من مستويات سعرية عودت الارتفاع منها في فترات تاريخية سابقة.

الشكل رقم (2-14): التمثيل البياني لمستويات الدعم



المصدر: السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص35، (2011-04-24)،

www.4shared.com

¹ السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، ص35، (2011-04-24)، www.4shared.com

ثانيا: تعريف مستوى المقاومة (resistance)

مستوى المقاومة هو ذلك المستوى الذي تنشط عنده قوى البائعين في الوقت الذي تتراجع فيه قوى المشترين ويحدث ذلك بعد صعود الأسعار لمستويات يجدها البائع مناسبة للتخلص من الأسهم التي اشتراها عند مستويات منخفضة في حين يشعر المشتري بأن السعر أصبح مبالغ فيه شيئا ما، كما أن تراجع الأسعار في المرات السابقة من تلك المناطق العلوية يزيد الشعور بالقلق ومن ثم تتجه الأسعار للتراجع¹.

الشكل رقم (2-15): التمثيل البياني لمستويات المقاومة



المصدر: السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصري المصري، ص36، (2011-04-24)،

www.4shared.com

ثالثا: مستويات الدعم والمقاومة مع الاتجاه السعري

يمكن استخدام مستويات الدعم والمقاومة مع الاتجاهات السعرية الصعودية والهبوطية، وخلال الاتجاه تتحرك الأسعار مكونة سلسلة من القمم والتبعات المتعاقبة وفقا لاتجاه السوق، ويشار الى كل قاع سعري على أنه مستوى دعم وكل قمة سعرية على أنها مستوى مقاومة.

-مستويات الدعم والمقاومة مع الاتجاه الصعودي (support and resistance in an uptrend)

-مستويات الدعم والمقاومة مع الاتجاه الهبوطي (support and resistance in a downtrend)

رابعا: كسر مستويات الدعم والمقاومة (support and resistance in an uptrend)

عندما تنجح الأسعار في تجاوز مستوى مقاومة لأعلى أو تعجز عن الاستقرار فوق مستوى دعم وتكسره لأسفل يتحول مستوى المقاومة في الحالة الأولى إلى مستوى دعم بالنسبة للأسعار في الوقت الذي يتحول فيه

¹ نفسه، ص35.

مستوى الدعم في الحالة الثانية إلى مستوى مقاومة، وكقاعدة عامة فإن كسر مستوى دعم لأسفل يجعل منه مستوى مقاومة بعد ذلك وكسر مستوى مقاومة لأعلى يجعل منه مستوى دعم جديد للأسعار.

تبادل الأدوار بين الدعم والمقاومة (resistance becoming support)

يتحول مستوى الدعم إلى مستوى مقاومة ويتحول مستوى المقاومة إلى مستوى دعم وهذا ما نطلق عليه بعملية تبادل الأدوار.

المبحث الثالث: أدوات تحليلية متنوعة

المطلب الأول: تحليل الأيام

تعتمد هذه الأداة على تحليل الأعمدة اليومية ومقارنتها باليوم (أو الأيام) السابقة¹.

• اليوم الداخل (inside day)

يكون أعلى سعر تمت به المعاملات في اليوم السابق أكبر من سعر اليوم الداخل وكذلك أدنى سعر تمت به المعاملات يكون أقل من أدنى سعر لليوم الداخل. أي أن مدى هذا اليوم داخل مدى اليوم السابق له.

• اليوم الخارج (outside day)

وهو معاكس لما جاء عليه اليوم الداخل تماما أي أن أعلى سعر تمت به المعاملات في اليوم السابق أقل من أعلى سعر لليوم الخارج كما أن أدنى سعر تمت به المعاملات لليوم السابق هو أكبر من أدنى سعر هذا اليوم تم به المعاملات.

• يوم انعكاسي (reversal day)

الانعكاس يحدث إما إلى أدنى بتكوين قمة عندما يكون اتجاه الأسعار صاعدا. وهذا في حالة كان أعلى سعر أكبر من أعلى سعر في اليوم السابق له، وسعر الإقفال أدنى من سعر الإقفال لليوم السابق له. والانعكاس إلى أعلى ينشأ قاع وهذا يحدث عندما يكون اتجاه الأسعار نزوليا وفي حالة كون أدنى سعر أقل من أدنى سعر لليوم السابق له.

-اليوم الانعكاسي المفتاح (key reversal day)

يستخدم البعض كلمة مفتاح لوصف اليوم الانعكاسي بمقارنة سعر إقفال هذا اليوم بأدنى سعر باليوم السابق له، وليس مع سعر الإقفال لليوم السابق له، أي أن اليوم الانعكاسي المفتاح إلى أعلى يتحقق عندما تنخفض إلى قاعدة متدنية جديدة ثم تقفل أعلى من كل سعر إقفال ومن أعلى سعر باليوم السابق له،

¹ عبد المجيد المهلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ص 101، 103، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الخامسة، 2004.

والعكس في حالة اليوم الانعكاسي المفتاح إلى أدنى يتحقق عندما ترتفع الأسعار إلى قمة جديدة ثم تقفل أدنى من كل سعر إقفال ومن أدنى سعر باليوم السابق له.

-الانعكاس على يومين (tow day reversal)

في بعض الأحيان تستغرق الأسعار يومين لكي تعطي إشارة الانعكاس، وليس يوماً واحداً فقط، وهو ما يعرف بالانعكاس على يومين، ففي اليوم الأول ترتفع الأسعار إلى قمة جديدة (أو تنخفض إلى قاع جديد)، وفي اليوم الثاني تقفل أدنى (أو أعلى) من إقفال اليومين السابقين.

تحدث الأيام الانعكاسية إما بمفردها أو كجزء من نمط سعري، فقد تحتل قمة الرأس في النمط المعروف بالرأس والكتفين. كما يمثل اليوم الانعكاسي قمة في النمط الانعكاسي الذي يأخذ شكل V.

المطلب الثاني: فجوات الأسعار

أولاً: تعريف الفجوة: يمكن تعريف الفجوة بأنها "منطقة سعرية لم يحدث فيها تداول، بحيث يظهر فراغ سعري بالرسم البياني للأسعار، وهو عبارة عن مساحة خالية بين عمودين أما عندما تسير الأسعار دون قفزات فان الأعمدة تواصل وتداخل في بعضها البعض¹.

الفجوة تحدث بشكل مفاجئ نتيجة انخفاض أو ارتفاع شديد في الأسعار. ويتم تفسيرها بوجود طلب أو عرض غير معتاد وقوي لا تستطيع تغطية عروض البيع أو طلبات الشراء بالسوق. فمثلاً قلة العروض تجعل الأسعار تقفز إلى أعلى بسبب استعداد المشترين لدفع أسعار أعلى بكثير من الأسعار التي سبق التداول بها لجذب المزيد من البائعين للحصول على الكمية المرغوب في شرائها، أما قلة الطلبات فتجعل الأسعار تتحرك فجأة إلى أدنى كثيراً نتيجة رغبة البائعين في التخلص من كميات كبيرة نسبياً لا يستطيع السوق استيعابها بأسعار السوق الجارية مما يضطرهم إلى قبول البيع بأسعار تقل بكثير عن السعر السائد.

- القفزة إلى أعلى (الفجوة العلوية up gap) معناها أن الطلب أكبر وأقوى بكثير من العرض. وهي تفسر بوجود طلب قوي غير معتاد يتفوق على العرض كثيراً، مما يجعل الأسعار تقفز إلى أعلى بسبب استعداد المشترين لدفع أسعار أعلى بكثير من الأسعار التي سبق التعامل بها للحصول على السهم.

- القفزة إلى أدنى (الفجوة السفلية down gap) هي نتيجة زيادة العرض على الطلب، والتي يتم تفسيرها بوجود عرض قوي غير معتاد يتفوق على الطلب بكثير مما يجعل الأسعار تنحدر إلى أدنى بسبب استعداد البائعين للتخلص من السهم بأسعار أقل بكثير من الأسعار السابق التداول بها.

وهناك أربع أنواع من الفجوات² وهي :

¹ عبد المجيد المهلمي، ندوة بعنوان: مبادئ التحليل الفني للأسهم، ص 43، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، دبي، الفجوة، 2006.

² كريم راغب، المختصر المفيد في تعلم التحليل الفني، ص 178، (2011-04-24)، www.4shared.com

- 1- الفجوة العامة (gap common): تسمى بفجوة التداول، وذلك لإنتشارها الواسع في الرسوم البيانية، نجد أنها تظهر في الأسهم التي سوف تعلن عن قريب أخبار جيدة وحجم التداول عليها ضعيف؛
- 2- الفجوة الانفصالية (gap breakaway): تظهر عند كسر حركة السعر لمنطقة دعم أو مقاومة قوية جدا؛
- 3- الفجوة الاستمرارية (runaway gap): وصفت بأنها فجوة الإهتمام المتزايد بالسهم؛
- 4- الفجوة المنهكة (exhaustion gap): تحدث قرب نهاية الاتجاه التنازلي أو الاتجاه التصاعدي، تتميز بحجم كبير وحجم تداول عالي حتى أثناء نزول السهم لأول يومين متتاليين.

المطلب الثالث: نسب التراجع (retracement)

التراجع هو "عبارة عن إتباع الأسعار آثارها في حركة تصحيحية في اتجاه معاكس للاتجاه العام للأسعار، حيث أن الأسعار تتحرك إلى أعلى ثم تتراجع أو تتحرك إلى أدنى فتعود لتصحيح ذلك بحركة علوية"¹. والتصحيح (correction) اصطلاح فني يعني عودة السعر ونزوله بعد تقدمه خلال فترة اتجاهه العلوي، أو ارتفاع السعر بعد هبوطه خلال فترة اتجاهه الترولي. وبرصد هذه الحركات التصحيحية وقياس طولها وجد أنها عادة ما تقوم باستعمال نسبة معينة من المسافة التي قطعتها الأسعار في اتجاهها، وهذه بعض نسب التراجع التي تمثل نقاط دعم أو مقاومة:

- حسب "داو"، أن الأسعار تميل إلى التراجع بالنسب التالية: 33% و 50% و 66% على التوالي؛
 - أما "إليوت"، فقد اعتبر أن نسب فيبوناتشي هي أساس القانون الطبيعي الذي ينظم حركة الأسعار، وأهم هذه النسب: 23,6%، 38,2%، 50% و 61,8%؛
 - وحسب "جان" فهي: 25%، 33%، 50% و 66%، 75% و 100%.
- يمكننا القول أن الأسعار عادة ما تتراجع بنسب معينة قبل أن تعاود حركتها في نفس اتجاهها السابق، وهذا التراجع ينطبق على الاتجاهات الزمنية الثلاث: القصيرة، المتوسطة وطويلة الأمد، كما أنها تنطبق على الاتجاهين المتوسط والثانوي ولا تقتصر على الاتجاه الرئيسي.

المطلب الرابع: حجم التداول

يحتاج المحلل الفني إلى دراسة كل من السعر والحجم والى معرفة ما إذا كانت طلبات المشترين أقوى من عروض البائعين أو العكس، حيث يعتبر حجم التداول دافعا لحركة الأسعار لأنه يعبر عن مدى إقبال المتعاملين في الشراء والبيع؛ فارتفاع الأسعار يعود إلى زيادة الطلب على العرض، وهو ما يعني أن السوق يشهد زيادة في طلبات الشراء وبأسعار مرتفعة لجذب البائعين مما يزيد حجم التداول والعكس في حالة الانخفاض.

¹ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ص 109، 111، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الخامسة، 2004.

عندما يزداد ضغط المتعاملين في السوق لرفع أو خفض الأسعار ينعكس ذلك مباشرة في حجم التداول. ويذهب بعض المحللين إلى أن حجم التداول يسبق حركة الأسعار؛ فالنقص في حجم التداول مع ارتفاع الأسعار يعني إن المتداولين يقللون من ضغطهم على الأسعار إلى أعلى فإذا كان الطلب ضعيفا، فإن تلبيته تم بسهولة وستنعكس حتما على الأسعار بانخفاضها، كما إن نقص حجم التداول في حالة هبوط الأسعار يعني إن الضغط على الأسعار إلى أدنى بدأت حدته تقل تدريجيا. وفي كلتا الحالتين فإن ذلك ينبؤ بانعكاس مسار الأسعار من أسفل إلى أعلى ومن أعلى إلى أسفل نتيجة للنقص الحاصل في حجم التداول. إذن قوة اتجاه السوق تقاس بحجم التداول¹:

● الاتجاه الصاعد

- الحجم يزداد عند ارتفاع الأسعار؛
- الحجم ينقص عند انخفاض الأسعار.

● الاتجاه الهابط

- الحجم يزداد عند انخفاض الأسعار؛
- الحجم ينقص عند ارتفاع الأسعار.

¹ نفسه، ص 114، 115.

خلاصة الفصل الثاني:

يركز التحليل الفني للأوراق المالية على دراسة تحركات الأسعار في السوق، في محاولة لتحديد أوقات الدخول إلى السوق والخروج منه، أي تنفيذ عمليات البيع بالنسبة للمستثمر الذي يتوقع انخفاض أسعار الأسهم وتنفيذ عمليات الشراء بالنسبة للمستثمر الذي يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وهذه التحديات تعيق عملية التنبؤ لأن التحليل الفني تعتمد على مبادئ أساسية أهمها أن أسعار الأسهم تميل إلى إتباع الاتجاهات السائدة؛ أي أنه يستخدم بشكل أساسي تاريخ الأسعار لتوقع اتجاه حركة السهم المستقبلية.

إن التحليل الفني يهدف إلى التعرف على مؤشرات اتجاه الحركة في سوق الأوراق المالية، وهذه المؤشرات أو الإشارات يتم التوصل إليها من خلال بعض الأساليب التي تعتمد على جملة من المتغيرات المتعلقة بشكل أساسي باتجاه السعر وحركته التاريخية وأحجام التداول المرافقة لهذه الحركة.

كما يعرض التحليل الفني سلسلة كبيرة من الأدوات تساعد المستثمر في نظرتة للسوق وفي اتخاذ قراراته الاستثمارية وهذه الأدوات يتم توفيرها لكل المستثمرين الأفراد والشركات، كل وما يتلاءم مع توقعاته، حيث أن هذه الأدوات تتراوح من الأبسط إلى الأكثر تعقيدا وهي تنقسم إلى قسمين: الأدوات التي تعمل على اتجاه أسعار السوق، والأدوات التي تستخدم لتحديد إشارات الارتفاع والانخفاض، ونجد أن أكثر الطرق استخداما هي: (مؤشر المتوسط المتحرك MA، والمؤشرات الخاصة MACD، ومؤشرات RSI، ومؤشرات القوة Momentum).

الفصل الثالث

دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية

-شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة

الأصهار -kamco-

تمهيد:

بعد التعرض للموضوع من ناحية الجانب النظري والذي قسم إلى فصلين تم التطرق فيهما إلى الاستثمار المالي وعلاقة التحليل الفني باتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية سنحاول في هذا الفصل الأخير إبراز هذه العملية الاستثمارية من خلال عرض وتحليل بعض الأدوات الفنية في سوق الكويت للأوراق المالية، والذي يعتبر من أهم الأسواق المالية العربية والأسواق الخليجية بصفة خاصة لاحتلالها المركز الثاني بالرغم من تراجعها للمركز الثالث، مما يدل على أنه سوق تشهد العديد من الاستثمارات المالية المهمة وهو الأمر الذي يحتم من المستثمرين استخدام التحليل الفني لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، لذا سنقدم هذا الفصل من خلال ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الثاني: تطور وأداء سوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الثالث: دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية

المبحث الأول: التعريف بسوق الكويت للأوراق المالية

سوق الكويت للأوراق المالية أو بورصة الكويت الرسمية، هو سوق لتداول الأسهم بشكل رسمي ويتضمن 05 أسواق وهي: السوق الرسمي، السوق الموازي، سوق الكسور، سوق الخيارات والسوق الآجل. تم تأسيس السوق بعد إصدار قانون تنظيم التداولات المالية في أكتوبر 1962. لكنه خضع للعديد من التعديلات أهمها عام 1983 وتعديل عام 1984 فهو بمثابة أقدم سوق للأوراق المالية بمنطقة الخليج، وأكثرها أهمية عالمياً.

المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

أولاً: المهام

يشرف سوق الكويت للأوراق المالية على تنظيم ومراقبة السوق من خلال المهام التالية¹:

- 1- تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية؛
- 2- تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها؛
- 3- تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات ويوفر الحماية للمتعاملين؛
- 4- تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
- 5- تنمية روابط السوق بالأسواق المالية الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانياً: الأهداف

يعمل سوق الكويت للأوراق المالية على تحقيق الأهداف التالية²:

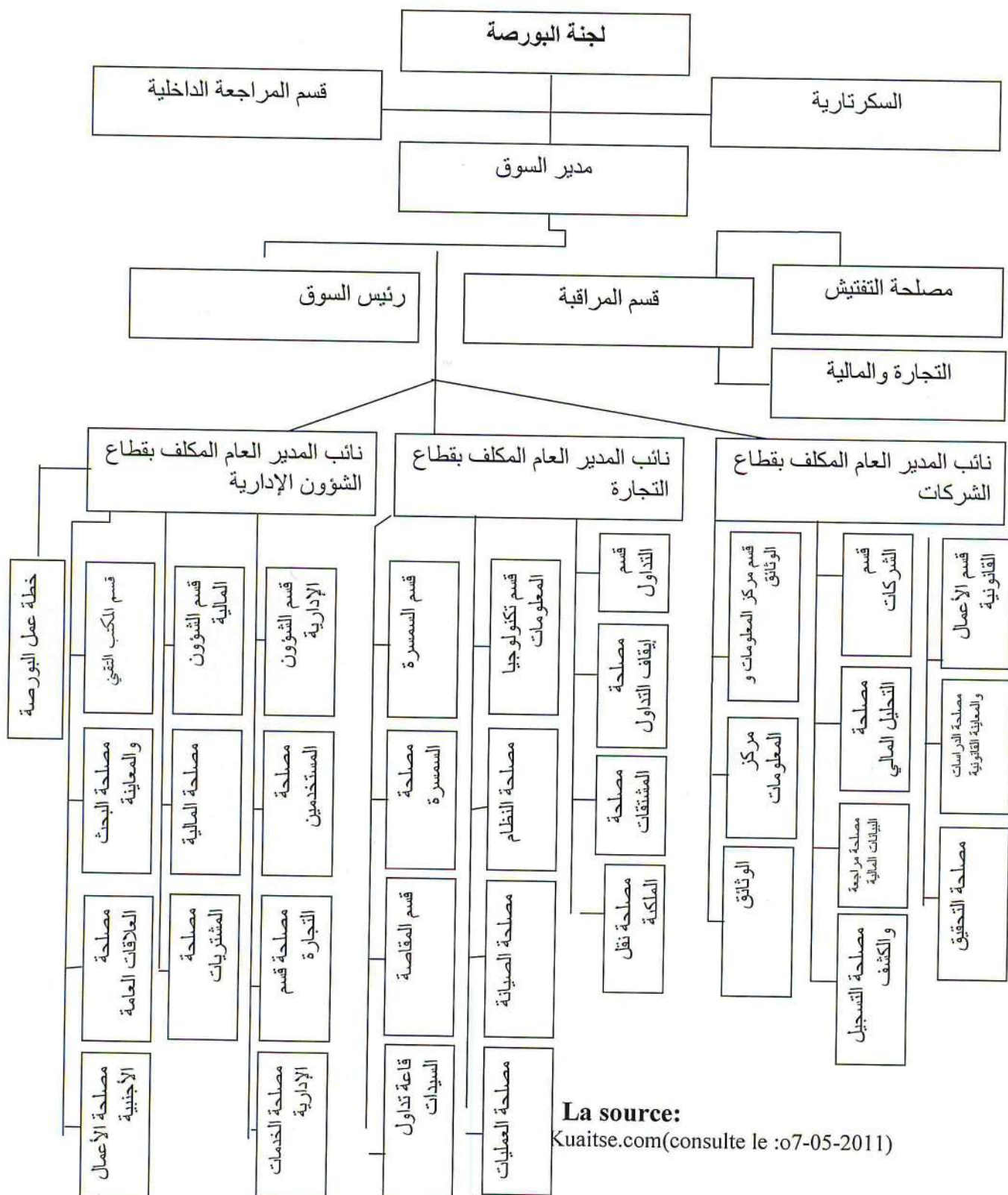
- يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق؛
- يعمل سوق الكويت للأوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد التعامل بالأوراق المالية ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في إطار صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها؛
- تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق من خلال ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية؛
- تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال؛
- تطوير نظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي.

¹ المادة 03 من المرسوم الأميري الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت والمعدلة بالمرسوم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت.

² القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية للسوق، الفصل الأول، المواد 1-6.

ثالثا: الهيكل التنظيمي

الشكل (1-3): الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت



La source:

Kuaitse.com(consulte le :07-05-2011)

رابعاً: قيد وقبول الأوراق المالية

يقتصر التداول في السوق على الأوراق المالية التالية¹:

- أ- أسهم الشركات المساهمة الكويتية الأعضاء في السوق؛
 - ب- أسهم الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها؛
 - ج- أسهم الشركات المساهمة غير الكويتية التي ترخص لها لجنة السوق بتداول أسهمها في السوق؛
 - د- سندات الدين التي تقرر لجنة السوق قبول التعامل فيها؛
 - هـ- الأوراق المالية الأخرى الكويتية أو غير الكويتية التي ترخص لجنة السوق بتداولها.
- كما يجوز بقرار من لجنة السوق قبول التداول داخل السوق في سندات الدين لا سيما منها:

-السندات الصادرة عن الشركات المساهمة الكويتية؛

-شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية؛

-السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية؛

-الأوراق التجارية المقبولة من البنوك.

يجب على لجنة السوق النظر في طلبات قيد الأوراق المالية في السوق، وتكون القرارات التي تصدرها نهائية إما بالقبول أو بالرفض، ويتم التداول في هذه الأوراق داخل السوق وفقاً للقواعد التي تضعها لجنة السوق والتي تراعي فيها المركز المالي للشركة وأهميتها للاقتصاد الوطني.

خامساً: عضوية السوق: طبقاً للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق في الفصل الثالث المواد من 13-30.

تعتبر عضواً في السوق الشركات المساهمة الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام وأيضاً الشركات المساهمة الكويتية المقفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها، ووسطاء الأوراق المالية الممنوح لهم رخص القيام بأعمال الوساطة.

أولاً: الشركات

يتوجب على جميع الشركات أن تلتزم كافة النظم والتعليمات التي تضعها إدارة السوق وتلتزم بتقديم المعلومات والبيانات التي تطلبها ويجب أن تكون صحيحة، كما تخضع جميع المستندات وسجلات المساهمين للمراقبة من طرف إدارة السوق.

ويتعين على هذه الشركات إخطار إدارة السوق بكافة المعلومات والبيانات والقرارات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أوراقها المالية وأيضاً تلتزم الشركات بأن تؤدي رسم القيد ورسوم الاشتراكات السنوية كما يتعين على الشركات إعلام إدارة السوق ببيان ما يمتلكه أعضاء مجالس إدارتها من أوراق مالية في الشركات

¹ القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق، الفصل الثاني، المواد من 7 إلى 9.

التي يديرها خلال مدة معينة وهي خلال شهر من توليها لعضوية أو من تاريخ تداول أسهم الشركة في السوق.

ثانياً: الوسطاء

يحدد مجال تطبيق هذه اللائحة المقصود بالوسيط، وهو الشخص الذي يقوم بأعمال الوساطة، نيابة عن شركة مرخص لها بالوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في السوق.

ويقصد بمساعد الوسيط الشخص الطبيعي يتبع الشركة التي ينوب عنها الوسيط ويجوز له أن يساعد الوسيط في أعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية.

ويشترط فيمن يرخص لها كشركة للقيام بأعمال الوساطة ما يلي:

1. أن تكون شركة كويتية وجميع الشركاء فيها من الكويتيين؛
2. أن يكون القائمون بأعمال الوساطة في الشركة كويتيين وحاصلين على مؤهل علمي لا يقل عن الثانوية العامة أو ما يعادلها أو لديهم من الخبرة الكافية وذوي سمعة طيبة، ومتفرغين لأعمال الوساطة؛
3. ألا يكون مديرها أو المفوضون بإدارتها أو القائمون بأعمال الوساطة قد أعلن إفلاسهم في الكويت أو في الخارج أو حكم على أحدهم بعقوبة جنائية أو بعقوبة مقيدة للحرية في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة ما لم يكن قد رد إليه اعتباره؛
4. ألا يقل رأس مالها المدفوع عن القيمة التي تحددها لجنة السوق؛
5. أن تقدم كفالة مصرفية سارية المفعول بالقيمة التي تحددها لجنة السوق؛
6. أن تتوفر أي شروط أخرى تحددها لجنة السوق.

كما يتعين على الوسطاء عند ممارسة مهنة الوساطة مراعاة ما يلي:

- الالتزام بأحكام المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية واللائحة الداخلية؛
- للسوق وكافة القرارات والتعليمات التي تصدر عن السوق؛
- ضرورة تنفيذ جميع الصفقات داخل ردهة السوق وفي مواعيد الدوام الرسمية المقررة؛
- الامتناع عن القيام بأي عمل من شأنها إلحاق الضرر بسمعة السوق وأعضائه والمتعاملين فيه؛
- لا يجوز للوسيط أن يبرم أي صفقات لحسابه إلا عن طريق وسيط آخر وطبقاً للشروط التي تضعها لجنة السوق؛
- عدم الإخلال بواجباته كوسيط في تنفيذ الصفقات لعملائه بأفضل شروط البيع أو الشراء المتوفرة له؛
- الامتناع عن أي عمل من شأنه الترتيب أو المساهمة في إيجاد معاملات وهمية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق محل الصفقة؛
- عدم إفشاء أي معلومات لها صفة سرية؛
- عدم نشر أي تطبيقات أو آراء بشأن أسعار الأوراق المالية واتجاهاتها بأي وسيلة؛

- بذل الجهد للتعاون مع كافة الوسطاء لما فيه مصلحة السوق وانتظام التعامل فيه. يتعرض الوسيط الذي يخجل بالشروط إلى الشطب من سجل الوسطاء الذي يصدر عن لجنة السوق.

سادسا: تداول الأوراق المالية

طبقا للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق في الفصل الرابع المواد من 31 إلى 36. يجب التداول في الأوراق المالية المقيدة والمقبولة للتداول في السوق داخل قاعة السوق ومن خلال وسيط مقيد بالسوق ويتحتم تسجيل كافة المعاملات التي تجري على هذه الأوراق عند تحويل ملكيتها في سجلات السوق وتخطر لجنة السوق بالأسهم التي تم تداولها خارج السوق، حيث يتم تحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بتداول الأوراق المالية داخل السوق من طرف لجنة السوق. يتواجد مراقب أو أكثر من طرف إدارة السوق داخل القاعة خلال الجلسات لإخطار مدير السوق بالتراعات الحاصلة في المعاملات، وطبقا للأوامر المبلغة من الوسطاء يضمن جهاز التسعير انتظام المعاملات واستقرارها، ويجوز للجنة السوق تحديد هوامش تقلبات الأسعار في حين يضطر مدير السوق إلى إيقاف التداول في حالة تجاوز هذه الهوامش، كما تولى إدارة السوق الإعلان عن الصفقات والكميات التي تم تداولها في الأوراق المالية المقيدة أو المقبولة للتداول في السوق وغيرها من المعلومات والبيانات التي تخدم المتعاملين في السوق.

سابعا: إدارة السوق

1- لجنة السوق

1-1 الأعضاء

تشكل لجنة سوق الكويت للأوراق المالية من أحد عشر عضوا يمثلون الجهات التالية¹:

رئيس اللجنة: وزير الصناعة والتجارة

نائب الرئيس: مدير سوق الكويت للأوراق المالية

عضو: وزارة المالية

عضو: البنك المركزي

عضو: وزارة التجارة

أربعة أعضاء: عن غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء

عضوان: من ذوي الخبرة والكفاءة يختارهما مجلس الوزراء بترشيح من وزير التجارة والصناعة.

ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير التجارة والصناعة ولمدة أربع سنوات قابلة

للتجديد

¹ المادة 05 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.

2-1 المهام

تتولى لجنة السوق وضع القواعد والسياسات العامة لسوق الكويت للأوراق المالية، حيث تقوم بالإجراءات التالية¹:

- 1- التعامل في الأوراق المالية والإشراف والرقابة عليها؛
 - 2- الإيداع والحفظ المركزي والتسوية والتقصص والرقابة عليها؛
 - 3- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها؛
 - 4- الرقابة على تعامل الصناديق والمحافظ الاستثمارية في الأوراق المالية المدرجة في السوق؛
 - 5- إعداد البيانات المالية للشركات المدرجة وصناديق الاستثمار والإفصاح عنها؛
 - 6- وضع ضوابط الاستحواذ على نسب مؤثرة في رأس مال الشركات؛
 - 7- وضع ضوابط منع التعامل بناء على معلومات داخلية أو غير معلنة أو لتضارب المصالح؛
 - 8- وضع ضوابط السلوك المهني والالتزام بالسرية لموظفي السوق والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية؛
 - 9- إعداد ونشر التقارير والتحليلات والضوابط التي يتعين الالتزام بها في إعدادها ونشرها؛
 - 10- الإجراءات التي يتعين على إدارة السوق اتخاذها في الظروف الاستثنائية؛
 - 11- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق واعتماد الحسابات الختامية وتعيين مراقب الحسابات. ويتعين على رئيس اللجنة أن يقدم تقريراً مفصلاً كل ثلاثة أشهر إلى مجلس الوزراء عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين.
- كما تتولى لجنة السوق إنشاء الأجهزة الفنية المتخصصة واللازمة لمباشرة السوق لأعماله وتكون من أربعة أجهزة.

2- الأجهزة الفنية: تتمثل هذه الأجهزة الأربعة اللازمة لمباشرة السوق لأعماله فيما يلي²:

1-2 جهاز متابعة الأسعار

تكون مهمته متابعة وتحليل تحركات أسعار الأسهم والسندات المدرجة في السوق، وإعداد المؤشرات الإحصائية الخاصة بتحركات الأسعار لهذه الأوراق.

2-2 جهاز مراقبة البيع الآجل

ويكون مسؤولاً عن متابعة وتقييم عمليات البيع الآجل وعلاقة تلك العمليات بالبيع الفوري، من حيث حجم المعاملات وآجالها، أسعارها واتجاهاتها.

¹ المادة 06 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.

² المادة 08 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.

3-2 جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات

يقوم بإعداد الدراسات وإصدار النشرات اليومية والدورية، وكذلك ينشر المؤشرات المالية للشركات، وهذا كله إلى جانب مهمة جمع، تحليل ونشر المعلومات.

4-2 جهاز التحقيقات

يتولى هذا الجهاز التحقيق في الأمور التي يكلفه بها مدير السوق حول مدى صحة البيانات للشركات المدرجة بالسوق، وأيضا إجراء تحقيقات بخصوص المنازعات المطروحة لدى لجنة التحكيم وتقديم تقرير مفصل بهذا الخصوص. ويتولى أيضا أية مهام أخرى يكلفه بها مدير السوق.

3-مدير السوق

يتولى مدير السوق إدارة لجنة السوق والإشراف على جميع الأجهزة الفنية والإدارية ويقوم بتنفيذ قراراتها وله أن يقوم بإصدار تعليمات يراها مناسبة وكذلك تقديم اقتراحات. ويمثل مدير السوق أمام القضاء وفي علاقته مع الغير ويخول له التوقيع عضوا عنه¹.

المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الكويت للأوراق المالية

أولا: إجراءات التداول

يتوجب على المتعاملين في سوق الكويت إتباع الإجراءات التالية :

- فتح حساب لدى الشركة الكويتية للمقاصة؛
- صورة البطاقة المدنية؛
- اسم البنك المتعامل معه العميل؛
- 3 دنانير كويتي؛
- اختيار شركة وساطة حسب اختيار العميل؛
- عند إعطاء أمر بيع أسهم يجب على الوسيط أن يقوم بتسليم شهادة الأسهم إلى شركة المقاصة بحد أقصى الساعة الحادية عشر من اليوم التالي لإجراء الصفقة ما لم يوجد للمتداول رصيد بالمقاصة؛
- عند إعطاء أمر شراء يجب دفع مبلغ الصفقة للوسيط بحد أقصى يوم واحد لغاية الساعة الحادية عشر صباحا من اليوم التالي من عقد الصفقة ما لم يوجد له رصيد بالمقاصة؛
- تحسب العمولة دينار وربع عن كل ألف دينار من قيمة الصفقة ولغاية 50 ألف دينار . تحسب عمولة دينار واحد عن كل ألف دينار من قيمة الصفقة ما فوق 50 ألف دينار؛
- يصدر شيك المقاصة للعملاء كل يوم (الأحد - الأربعاء) من كل أسبوع. يحسب نصف دينار عن كل صفقة لحساب السوق؛

¹ المادة 09 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.

➤ لا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات تغير في السعر لليوم الواحد . حسب تصنيفه ملاحظة:
الدينار الكويتي الواحد يعادل 1000 فلس، ولا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات سعر في اليوم.

ثانياً: الأسواق المتداولة

يوجد بسوق الكويت عدة أسواق يتم فيها التداول هي¹:

1/السوق النقدي:

يتم من خلاله بيع وشراء الأسهم نقداً. على أن يتم الدفع أو تسليم الشهادة بحد أقصى ثاني يوم الساعة 11 صباحاً (T+1) ويبدأ التداول من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً يومياً .

2/السوق الآجل:

تنقسم عقود البيع الآجل إلى خمس فترات :
شهر - 3 شهور - 6 شهور - 9 شهور - سنة
ويدفع العميل 20% من قيمة الصفقة مقدماً ، ونسبة فائدة حدها الأقصى 7% وفترة التداول من الساعة 12:15 وحتى 1:15 ظهراً .

3/البيوع المستقبلية:

تتم عقود البيوع المستقبلية بنفس فترات التداول الآجل (3 شهور - 6 شهور - 9 شهور - سنة) ، إلا أنها تتم خلال فترة تداول السوق النقدي ، من الساعة 9:15 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً ونسبة فائدة حدها الأقصى 15%.

4/التراسل الإلكتروني:

يتم التداول الإلكتروني عن طريق شركات الوساطة ، وتتم عمليات البيع والشراء من خلال بعض الشركات الاستثمارية.

ويوجد قسمان مختلفان من أسواق الأسهم ، سوق الأسهم العادية وسوق المستقبلات.

وفيما يتعلق بسوق الأسهم العادية هناك أسواق مختلفة مثل :

سوق الأسهم الرسم، والسوق الموازي ، سوق الكسور، أسواق المبادلات، والصفقات اليدوية كبيرة العدد 5% وأكثر من رأس المال).

*السوق الرسمي: هو سوق الأسهم الذي يتم فيه التقاء أوامر البيع والشراء على أساس أولويات الأسعار.

*السوق الموازي: هو السوق الذي يجمع الشركات التي لا ينطبق عليها شروط الإدراج في السوق

الرسمي.

*سوق الكسور: يتعامل هذا السوق في الأسهم التي يقل عددها عن وحدات التداول المحددة .
*المبادلات: يمكن تعريف صفقات المبادلات على أنها تلك الصفقة التي يقوم بها البائع والمشتري بالاتفاق على مبادلة سهمي شركتين مدرجتين في السوق ، ويتم بتنفيذها على لوحة خاصة داخل قاعة التداول ويتم نشرها للمساهمين كصفقة منفذة في السوق.

*الصفقات كبيرة العدد (5% وأكثر من رأس المال): هذه الصفقات يتم التفاوض عليها مسبقاً ويتم إعلام السوق بها لأخذ الموافقة عليها. وقبل الموافقة يتم عرض الصفقة في السوق لإتاحة الفرصة أمام الآخرين للمشاركة.

ثالثاً: مؤشر السوق

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقاً للطريقة التي تقوم على معادلة متوسطات حسابية¹.

وتعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالمياً لاحتساب المؤشر. وهي تقوم بالتوافق تلقائياً مع توزيعات الأرباح بطريقة أدق. ونص المعادلة كما يلي:

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(Price_i / Base_i) \times Corrector_i]}{n} \times Multiplier$$

ن: هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر

السعر: هو سعر السهم الحالي.

سعر الأساس: سعر إقبال السهم في تاريخ التأسيس.

المصحح: لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم وهي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح : المصحح = المصحح X السعر - الأرباح).

توزيعات الأسهم : المصحح = (المصحح + 1) X التوزيعات %100

المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالتالي:

$$Xi = [Mi/Bi]*G$$

$$Bi = Bi - 1*[Mi/M'i]$$

حيث أن:

I : الإطار الزمني بين التصحيحات المتتالية للقيمة السوقية في يوم الأساس

X_i : المؤشر عند وحدة محددة خلال الإطار الزمني i

B_i : القيمة السوقية ليوم الأساسي إطار الزمني الحالي i ، حيث $(i:1)$ في يوم الأساس في بداية أول إطار

زمني. وأيضا B_i تساوي M_i وكما أن قيمة المؤشر ستعادل G_i

$B_i - 1$: القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمن قبل يوم الأساس الحديث.

M_i : القيمة السوقية الحالية في الإطار الزمني الحالي i .

M_i : القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيح في القيمة السوقية ليوم

الأساس.

G : مضاعف المؤشر العالمي، وهذا لا يتغير حيث يتم تثبيته على 100 وقد يختلف عن مضاعف المؤشر

العالمي للمؤشر السعرية (يساوي 1000)

رابعا: أدوات الاستثمار المتداولة:

عرف السوق المالي الكويتي نوعين أساسيين من الأوراق المالية تم النص عليها في قانون الشركات التجارية رقم (15) لسنة 1960 وهما الأسهم والسندات وانطلاقا من تنوع أدوات الاستثمار المتداولة في السوق فقد صدر المرسوم الأميري رقم (31) لسنة 1990 والخاص بتداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار ، حيث سمح ذلك القانون بالتعامل في الأسهم الكويتية من خلال شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المسجلة في السوق .

قطاعات الشركات

توضع الشركات التي تتداول أسهمها في السوق القطاع الذي يمثل نشاط الشركة ، حيث تتكون قطاعات السوق وفقا لما يلي:

- 1) قطاع البنوك
- 2) قطاع الاستثمار
- 3) قطاع التأمين
- 4) قطاع العقار
- 5) قطاع الصناعة
- 6) قطاع الخدمات
- 7) قطاع الأغذية
- 8) قطاع الشركات غير الكويتية
- 9) الصناديق الاستثمارية

خامسا: نقل الملكية

- تم عملية نقل ملكية الأسهم وفق الشروط والمستندات التالية:
- الدمج للأقارب من الدرجة الأولى والثانية فقط.
2. حضور مالك الأسهم شخصيا أو وكيل عنه وفي حالة حضور الوكيل يقدم الوكالة الأصلية وصورة عنها.
 3. البطاقة المدنية الأصلية لمالك الأسهم والمحول إليه وصورة عنها.
 4. بطاقة الأسهم الأصلية وصورة عنها.
 5. المستندات الثبوتية الأصلية لصلة القرابة وصورة عنها.
 6. بالنسبة للمؤسسات :
 - أصل الرخصة التجارية وصورة عنها.
 - أصل شهادة الأسهم مع صورة عنها.
 7. بالنسبة للشركات:
 - أصل عقد تأسيس الشركة وصورة عنها.
 - كتاب من الشركة يتضمن الموافقة على تحويل الأسهم مع اعتماد التوقيع.
 - كتاب من الشريك يتضمن الموافقة على تحويل الأسهم مع اعتماد التوقيع.
 - شهادة الأسهم الأصلية+صورة عنها.

سادسا: ساعات التداول

جدول رقم (3-1): ساعات التداول حسب سوق الكويت للأوراق المالية

08:50	إدخال الأوامر
08:59	ما قبل الافتتاح
09:00	الافتتاح وبداية التداول
12:30	إغلاق السوق الرسمي
12:32	إدخال أسعار السوق الآجل
12:55	بداية التداول الآجل
13:15	إغلاق السوق الآجل

المصدر: 2011-4-24 le24-4-2011 consulte www.Kuaitse.com

سابعاً: التسوية والتقاص

قامت إدارة السوق بعد إعادة تنظيمه بعمل الدراسات اللازمة بشأن تسوية الصفقات التي تتم بشكل سليم ونقل ملكيتها بالأسلوب الذي يضمن حقوق المتعاملين، وقد عهدت إدارة السوق منذ عام 1987 إلى الشركة الكويتية للمقاصة بتولي هذه المهمة، حيث تقوم الشركة المذكورة نيابة عن السوق بتسوية الالتزامات الناشئة عن المعاملات ، ثم إجراء التقاص بين الحقوق والالتزامات المترتبة لهم قبل بعضهم البعض في خلال ثلاثة أيام ، ثم تم تطوير هذا النظام في عام 1988 ليتم التقاص بين المتعاملين يوميا ، وذلك حتى يتمكنوا من التعامل علي أرصدهم سواء النقدية أو من الأسهم علي أن تجري التسوية النهائية للحقوق في نهاية الأسبوع

ثامناً:رسوم التداول

دينار وربع عن كل ألف دينار من قيمة الصفقة ولغاية خمسين ألف، دينار واحد عن كل ألف دينار يزيد عن ذلك من قيمة الصفقة. فمثلا صفقة قيمتها 100000 دينار تكون عمولتها 62.5 عن الخمسين ألف دينار الأولى و 50 دينارا عن الخمسين ألف دينار الثانية أي مجموع عمولتها 112.5 دينارا.

جدول رقم(3-2) :رسوم التداول حسب سوق الكويت للأوراق المالية

الرقم	قيمة العمولة	عن مبلغ	وبحد أقصى
1	دينار وربع	عن كل ألف دينار	خمسون ألف دينار
2	دينار واحد	عن المبلغ الذي يزيد عن خمسين ألف دينار	

المصدر: www.Kuaitse.com consulte le24-4- 2011

تاسعاً:العطلات الرسمية

جدول رقم(3-3) :الأعياد والعطل الرسمية لسنة 2011-سوق الكويت للأوراق المالية:-

أيام الأسبوع	التاريخ	المواسم
الجمعة	2010/12/31	عطلة أسبوعية
السبت	2011/01/01	رأس السنة الميلادية
الثلاثاء	2011/02/1	المولد النبوي (العطلة الخميس)
الخميس	2011/02/17	عطلة المولد النبوي الشريف
الجمعة	2011/02/18	عطلة أسبوعية
السبت	2011/02/19	راحة أسبوعية
تعمير 1	2011/02/2	المليطاني

عيد التحرير	2011/02/26	السبت
بدل يوم الجمعة	2011/02/27	الأحد
الإسراء والمعراج (العطلة الخميس)	2011/06/2	الأربعاء
عطلة الإسراء والمعراج	2011/06/30	الخميس
عطلة أسبوعية	2011/07/01	الجمعة
راحة أسبوعية	2011/07/02	السبت
عيد الفطر السعيد	2011/08/3	الثلاثاء
ثاني أيام العيد	2011/08/31	الأربعاء
آخر أيام العيد	2011/09/01	الخميس
عطلة أسبوعية	2011/09/02	الجمعة
راحة أسبوعية	2011/09/03	السبت
تعويضه أة لطاء	2011/11/0	تعويض ا
ت الفرعف و قولا	2011/11/05	ت بي لا
ك رامبلى حصه لأ المديع	2011/11/06	مدحلاً ا
ني ألتام العيد	2011/11/07	ين نلاً ا
آخر أيام العيد	2011/11/08	الثلاثاء
عطلة أسبوعية	2011/11/0	الجمعة
عطلة رأس السنة الهجرية	2011/11/04	السبت
عطلة أسبوعية	2011/11/3	الجمعة
راحة أسبوعية	2011/11/31	السبت
رأس السنة الميلادية	2012/01/01	الأحد

المصدر: 2011-4-24 le consulte www.Kuaitse.com

المبحث الثاني: تطور وأداء سوق الكويت للأوراق المالية

شهدت السيولة النقدية خلال عام 2009 تراجعاً ملحوظاً في سوق الكويت للأوراق المالية حيث بلغ إجمالي قيمة عمليات التداول 21.85 مليار د.ك. بالمقارنة مع 35.37 مليار د.ك. خلال عام 2008، لتصل نسبة التراجع إلى 38% وذلك بسبب شح السيولة، وكون أن قسم كبير منها متوجه إلى الودائع والأصول ذات المخاطر المتدنية وأيضاً رفض البنوك المحلية الإقراض لغرض المتاجرة في الأسهم حيث أصبح التداول في السوق يشكل مخاطر مرتفعة قد تؤدي إلى خسارة جزء كبير من رأس المال المستثمر وبالتالي تفادي المزيد من المخصصات. وقد سجلت كمية الأسهم المتداولة خلال عام 2009 زيادة بنسبة 32.7% ليصل عدد الأسهم المتداولة إلى 106.6 مليار سهم بالمقارنة مع 80.3 مليار سهم خلال عام 2008. إن هذا الاتجاه المعاكس لانخفاض قيمة التداولات والزيادة في عدد الأسهم المتداولة يعكس صورة حقيقية عن مدى الهبوط في قيمة أسعار الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الأول: نظرة عامة عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية

1. العوامل المؤثرة على أداء الأسواق المالية الخليجية

جاء في التقرير الصادر بتاريخ: 19-05-2011 عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية (كامكو) منذ بداية عام 2011، أن المؤشرات المالية لأسواق الأسهم الخليجية نتج عنها منذ بداية العام الحالي خسائر في القيمة السوقية. وأن هناك عوامل أثرت على أداء أسواق الأسهم الخليجية فبالرغم من النتائج المالية الجيدة للشركات المدرجة خلال عام 2010 والربع الأول من عام 2011 وارتفاع أسعار النفط إلى مستويات جيدة تحطت الـ 100 دولار للبرميل، إلا أن تلك العوامل تمثلت في¹:

- امتداد الاضطرابات السياسية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كانت لها نتائجها السلبية على الأسواق المالية وعلى الجو العام لدى المستثمرين نظراً لتعرض بعض الشركات الخليجية لأسواق المنطقة والترابط الاقتصادي بين دول منطقة الشرق الأوسط؛
- عمليات بيع مكثفة تحديداً خلال الربع الأول من العام الحالي نتيجة حالة الخوف التي أصابت المستثمرين؛

¹ تقرير عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال شهر أبريل 2011 (2011-04-26)

- كان لهروب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية والبحث عن استثمارات آمنة في دول تتمتع بالأمن والاستقرار، الأثر السلبي في الضغط على أسعار الأسهم.
2. أداء أسواق الأسهم الخليجية منذ بداية العام:

جاءت الأحداث بداية هذا العام ذات أثر سلبي في جميع أسواق الأسهم الخليجية بدون استثناء¹ حيث فقدت الأسواق الخليجية حوالي 15 مليار دولار أمريكي منذ بداية السنة لتصل قيمتها السوقية الإجمالية إلى نحو 758 مليار دولار أمريكي في نهاية تداولات يوم 17 مايو 2011.

فباستثناء بورصة قطر التي ارتفعت بـ 1.9 مليار دولار أمريكي شهدت جميع الأسواق الخليجية خسائر في قيمتها السوقية. أكبر الخسائر في بورصة الكويت بقيمة 12.6 مليار دولار أمريكي والتي نتج عنها فقدان بورصة الكويت مركزها كثاني أكبر بورصة خليجية من حيث القيمة السوقية وذلك لصالح بورصة قطر، ويعود السبب في ذلك إلى أن 96 شركة أو ما يعادل 45% من إجمالي الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية تتداول أسهمها ما دون قيمتها الاسمية والبالغة 100 فلس كويتي. وهذا ما يفسر انحدار الأسعار إلى مستويات متدنية لم تشهدها سابقاً وذلك بالمقارنة مع أسعار الأسهم قبل بدء الأزمة المالية في عام 2008 حيث لم يكن هناك أي سهم يتداول ما دون قيمته الاسمية. تمثل القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية حالياً حوالي 16% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأسهم الخليجية بعد أن وصلت حصتها من الإجمالي إلى 20% وذلك قبل بدء الأزمة المالية في سبتمبر 2008، بينما ارتفعت مساهمة القيمة السوقية لبورصة قطر من الإجمالي إلى 17% بعد أن كانت 12% في عام 2008.

والأسباب باتت واضحة وراء هذا الانخفاض منها أزمة الائتمان المحلي وتعثّر عدد كبير من الشركات وقلة السيولة وانتقاء المستثمرين للأسهم التشغيلية عوضاً عن المضاربة التي أدت إلى تضاعف أسعار عدد كبير من الأسهم التي لم تصمد مع أول صدمة في السوق. وفي حال تمت عملية اندماج بورصتي دبي وأبو ظبي في بورصة واحدة (بورصة الإمارات) فذلك يعني أن بورصة الكويت سوف تصبح في المرتبة الثالثة خليجياً. وفي تحليل لأداء سوق الأسهم السعودي، أكبر الأسواق الخليجية من حيث القيمة السوقية، انخفضت قيمته السوقية بنسبة طفيفة 0.1% أو ما يعادل 342 مليون دولار أمريكي منذ بداية عام 2011، علماً بأن السوق السعودي كان قد شهد أسوأ تراجعاً له خلال العام الحالي مقارنة بالأسواق المالية الخليجية الأخرى حيث

¹ تقرير عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال شهر أبريل 2011، 26-04-2011، <http://www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar>

تراجع بنسبة 6.43% خلال تداولات يوم 29 يناير 2011 حين أغلقت جميع الأسهم المدرجة بدون استثناء على تراجع حادة. إلا أن النتائج المالية الإيجابية عن السنة المالية المنتهية 2010 ونتائج الربع الأول من العام الحالي والتي جاءت بدعم خاص من قطاع الشركات البتر وكيماوية لعبت دوراً إيجابياً في تصحيح مسار السوق وتعويض الخسائر التي لحقت به منذ بداية العام الحالي. أما بالنسبة لبورصة قطر فقد ارتفعت قيمتها السوقية بنحو 1.9 مليار دولار أميركي بدعم من جميع قطاعات السوق وتحديداً من قطاع البنوك الذي تمكن من تحقيق نتائج مالية جيدة خلال عام 2010 والتي ارتفعت بنسبة 20.5% لتصل إلى 3.39 مليار دولار أميركي ، كما عززت البنوك القطرية من أرباحها خلال الربع الأول من عام 2011 حيث ارتفعت أرباحها بنسبة 24% لتصل إلى 978 مليون دولار أميركي مقارنة مع أرباح الربع الأول من عام 2010.

3. أداء سوق الكويت خلال الأسبوع 26ماي 2011:

واصل سوق الكويت للأوراق المالية تراجعه، مواكبا للانخفاض في معظم أسواق الأسهم الرئيسية في العالم، وكذا أغلب أسواق دول مجلس التعاون الخليجي. مسجلاً خسارة مؤثرة لمؤشره الرئيسيين، نتيجة ما يلي¹:

- ✓ استمرار غياب المحفزات الإيجابية في السوق، والتي عبرت عن نفسها في معدلات السيولة المنخفضة التي يشهدها خلال الفترة الماضية؛
- ✓ فقدانه للمحفزات الذاتية؛
- ✓ الإهمال المتواصل وعدم المبالية الحكومية للأوضاع الاقتصادية المحلية؛
- ✓ استمرار حالة التأزم السياسي التي تشهدها الكويت في الوقت الراهن، نتيجة الخلاف المستمر منذ فترة بين السلطتين التشريعية والتنفيذية، وعدم معالجة أسبابه. واكب تراجع السوق الكويتي مع انخفاض مماثل في معظم أسواق الأسهم الرئيسية في العالم.

¹ تقرير عن أداء سوق الكويت خلال الأسبوع 26ماي 2011 (2011-05-26) <http://www.bayaninvest.com/arcontent.aspx?id=30>

المطلب الثاني: مؤشرات التداول

1. تداولات سوق الكويت للأوراق المالية:

شهد سوق الكويت للأوراق المالية منذ بدء الأزمة المالية تراجعاً حاداً في مستويات السيولة حيث بلغت قيمة التداول 12.6 مليار دينار كويتي (45.5 مليار دولار أميركي) خلال عام 2010 بالمقارنة مع 21.9 مليار دينار كويتي (79.7 مليار دولار أميركي) و 35.4 مليار دينار كويتي (128 مليار دولار أميركي) خلال عامي 2009 و 2008 على التوالي. وعند تحليل السيولة النقدية المتداولة في السوق منذ بداية العام الحالي يتبين أنها ما زالت تتراجع بشكل كبير لتصل إلى 2.32 مليار دينار كويتي (8.38 مليار دولار أميركي) وبنسبة انخفاض بلغت 55% مقارنة مع قيمة التداولات التي تمت خلال الفترة نفسها من عام 2010 حين بلغت 5.18 مليار دينار كويتي (18.9 مليار دولار أميركي).

جدول رقم (3-4): مؤشرات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية منذ عام 2008 وحتى أبريل 2011

منذ بداية عام 2011	الفترة المقابلة من عام 2010	2010	2009	2008	
2,318	5,179	12,633	21,845	35,372	إجمالي القيمة المتداولة (مليون د.ك)
(55.24%)		(42.17%)	(38.24%)	(4.39%)	التغير السنوي (%)
13,109	33,197	75,686	106,610	80,330	إجمالي الكمية المتداولة (مليون سهم)
(60.51%)		(29.01%)	32.71%	14.05%	التغير السنوي (%)

المصدر: تقرير عن مؤشرات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية والأسواق الخليجية، صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، بتاريخ (14-04-2011)،

www.menafn.com/updates/research_center/Kuwait/.../kamco030310ev.doc

وتعود أسباب هبوط القيمة المتداولة إلى:

- شح السيولة والانخفاض الملحوظ في أسعار الأسهم حيث ارتفع عدد الشركات التي تتداول حالياً ما دون قيمتها الاسمية (100 فلس كويتي) من 69 شركة في نهاية عام 2009 إلى 95 شركة أو ما يعادل 44% من إجمالي عدد الأسهم المدرجة، علماً بأنه خلال عام 2008 وبالتحديد قبل بدء الأزمة المالية لم يكن هناك أي سهم يتداول دون قيمته الاسمية؛

- كما أن عدم قدرة عدد كبير من الشركات المدرجة توزيع أرباح نقدية على المساهمين أثرت سلباً على حجم السيولة المتداولة في السوق؛
- بالإضافة إلى تفعيل الرقابة التي حدثت بشكل كبير من المضاربات والتداولات الوهمية.

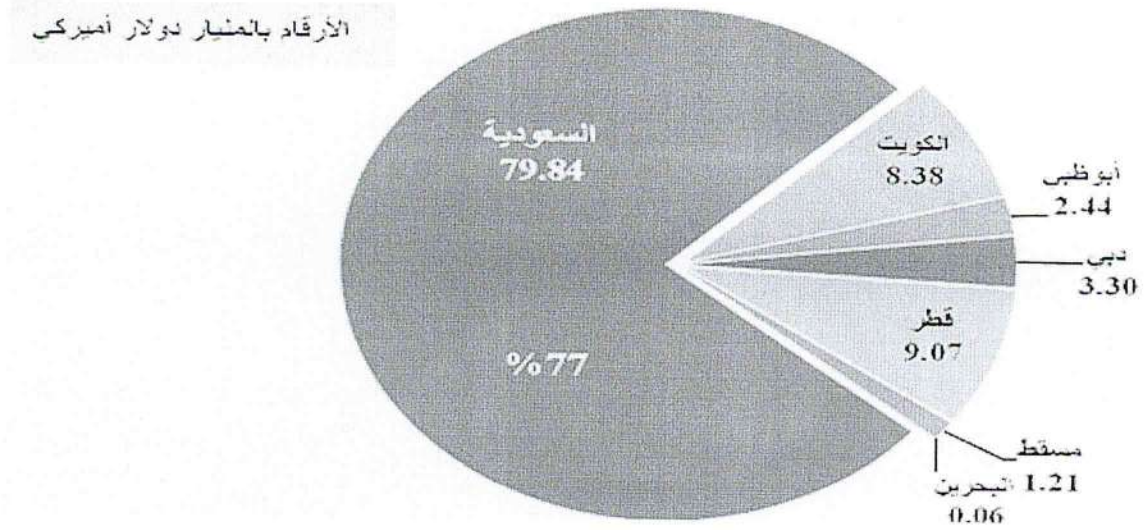
2. تحليل مؤشرات التداول

يتبين لنا عند تحليل مؤشرات التداول للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية أن 10 شركات فقط قد استحوذت على 59% من إجمالي القيمة المتداولة في السوق حيث بلغت القيمة المتداولة على تلك الشركات 1.37 مليار دينار كويتي (4.99 مليار دولار أميركي) منذ بداية العام الحالي ، وهذا ما يشير إلى توجه أنظار المستثمرين إلى الأسهم الثقيلة والتي تتمتع بالربحية الجيدة والقدرة على توزيع الأرباح.

- وتحليل للشركات الأكثر نشاطاً من حيث القيمة المتداولة منذ بداية السنة، احتل بنك الكويت الوطني المرتبة الأولى حيث شكلت قيمة التداول على سهمه حوالي 12.8% من إجمالي قيمة تداولات السوق إذ بلغت قيمة التداول على السهم حوالي 297 مليون دينار كويتي (1.08 مليار دولار أميركي). وقد جاء كل من شركة زين للاتصالات وبيت التمويل الكويتي في المرتبة الثانية والثالثة بحصة تداول بلغت 12.6% و 10% من إجمالي قيمة تداولات السوق وبقية وصلت إلى 292 مليون دينار كويتي (1.06 مليار دولار أميركي) و 232 مليون دينار كويتي (845 مليار دولار أميركي) على التوالي.

بالرغم من أن سوق الكويت للأوراق المالية من أكثر البورصات الخليجية من حيث عدد الأسهم المدرجة والبالغة 216 إلا أن الأسهم المتبقية والبالغ عددها 206 شكلت 41% فقط من إجمالي القيمة المتداولة وذلك بسبب عدم توفر السيولة الكافية للمستثمرين وتركيزهم على الأسهم الثقيلة ذات العوائد المرتفعة والأسعار المستقرة، كما ارتفع عدد الشركات الموقوفة عن التداول بسبب عدم التزامها بالمهلة المحددة للإفصاح عن بياناتها المالية. تعتبر نسبة الـ 59% من إجمالي قيمة التداول في السوق والتي تستحوذ عليها 10 شركات فقط مرتفعة مقارنة مع الأسواق العالمية المتطورة حيث يكون التداول أكثر تنوعاً وتوزيعاً على الأسهم ، ولكن إذا تمت مقارنة هذه النسبة مع أسواق الأسهم الخليجية نجد أنها أفضل نسبة بعد سوق الأسهم السعودي حيث شكلت الـ 10 شركات الأكثر نشاطاً حوالي 44% من إجمالي قيمة التداول كونه يتميز عن باقي الأسواق الخليجية بالسيولة النقدية المرتفعة وتوزيعها على عدد كبير من الأسهم.

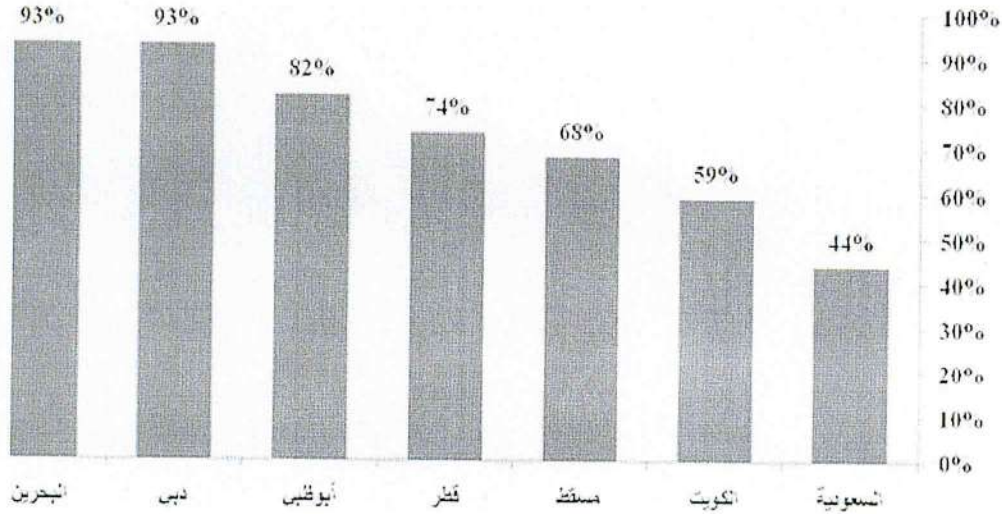
الشكل رقم (3-2): توزيع قيمة التداول لأسواق الأسهم الخليجية منذ بداية عام 2011 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: تقرير عن مؤشرات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية والأسواق الخليجية، صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، بتاريخ (2011-04-14)،

www.menafn.com/updates/research_center/Kuwait/.../kamco030310ev.doc

الشكل رقم (3-3): نسبة تركيز التداول على الـ 10 شركات الأكثر تداولاً من حيث القيمة منذ بداية عام 2011



المصدر: تقرير عن مؤشرات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية والأسواق الخليجية، صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)، بتاريخ (2011-04-14)،

www.menafn.com/updates/research_center/Kuwait/.../kamco030310ev.doc

- أما بالنسبة للتداولات طبقاً لجنسية ونوع المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية، مثلاً فقد شكلت حصة المستثمرين الكويتيين (أفراد، شركات، صناديق ومحافظ استثمارية) حوالي 93% من إجمالي حجم التداولات التي تمت خلال عام 2009، وتوزعت النسبة المتبقية على المستثمرين الخليجيين ومستثمرين أجانب. في حين أنها شكلت نسبة 91% من إجمالي حجم التداولات التي تمت خلال الربع الأول من عام 2011. غلب طابع البيع على المستثمرين الكويتيين الأفراد بسبب المضاربات وعمليات البيع التي أثرت بشكل سلبي على أداء سوق الكويت للأوراق المالية نتيجة مخاوف المستثمرين من تردي الأوضاع السياسية في المنطقة. أما بالنسبة للمؤسسات (شركات وصناديق ومحافظ استثمارية) فكانت مشترية بالإجمال وهذا ما يعكس توجه المؤسسات لاقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق.

الجدول رقم (3-5): إجمالي مؤشرات التداول للمتداولين الكويتيين خلال عام 2009

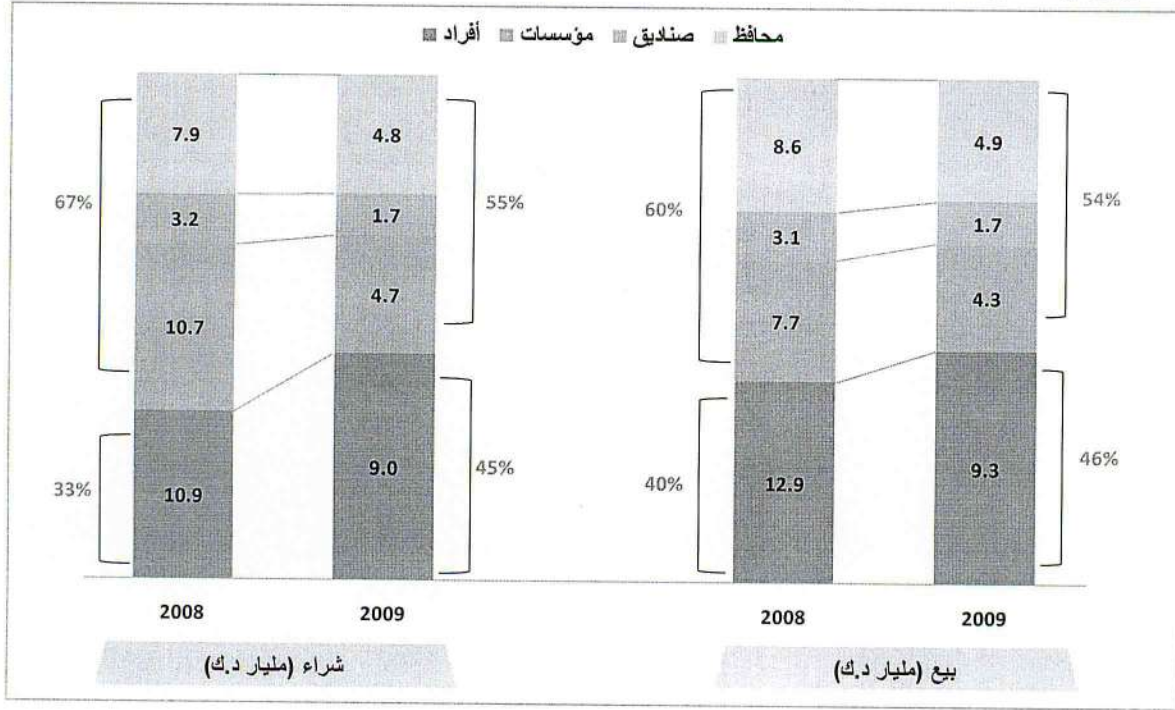
الفرق	النسبة من الإجمالي	القيمة	النسبة من الإجمالي	عدد الأسهم	النسبة من الإجمالي	عدد الصفقات	نوع الصفقة	نوع المتداولين
مليون د.ك	%	مليون د.ك	%	مليون سهم	%	ألف صفقة		
(284)	41.4%	9,043	48.3%	51,517	51.1%	1,043	شراء	أفراد
	42.7%	9,327	48.1%	51,299	52.5%	1,072	بيع	
428	21.5%	4,698	18.8%	20,086	15.4%	314	شراء	شركات
	19.5%	4,271	18.1%	19,327	13.8%	281	بيع	
5	7.8%	1,699	5.0%	5,286	4.5%	92	شراء	صناديق
	7.8%	1,695	4.9%	5,250	4.4%	89	بيع	
(140)	21.9%	4,792	20.4%	21,764	20.3%	415	شراء	محافظ
	22.6%	4,939	21.2%	22,571	20.4%	417	بيع	
	92.6%	20,233	92.5%	98,653	91.2%	1,864	شراء	المجموع
	92.6%	20,231	92.3%	98,447	91.0%	1,859	بيع	
		21,845		106,610		2,043	شراء	إجمالي تداولات السوق

المصدر: تقرير عن حركة بيع وشراء الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت

الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو) بتاريخ (14-04-2011)

www.menafn.com/updates/research_center/Kuwait/.../kamco030310ev.doc

الشكل رقم (3-4): قيمة الأسهم المتداولة من قبل المستثمرين الكويتيين خلال عامي 2008 و 2009



المصدر: تقرير عن حركة بيع وشراء الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، صادر عن إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو)

○ قيمة الأسهم المتداولة من قبل المستثمرين (المؤسسات، الصناديق والمخافظ الاستثمارية)

سجلت قيمة الأسهم المشتراة من قبل (المؤسسات، الصناديق والمخافظ الاستثمارية) تراجعاً ملحوظاً خلال عام 2009 مع بداية ظهور بوادر الأزمة المالية العالمية في سبتمبر 2008 بسبب توحّي هذه الفئة الحذر في عمليات شراء وبيع الأسهم وذلك لعدم وضوح تبعات الأزمة المالية العالمية لتسجل 11.2 مليار د.ك مقارنة بـ 21.8 مليار د.ك خلال عام 2008 ونتيجة لذلك تراجعت حصة المؤسسات من إجمالي قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المحليين في عام 2009 إلى 55% بعد أن سجلت 67% في عام 2008 ، ويرجع هذا التراجع إلى الهبوط الحاد في أسعار معظم الأسهم المدرجة بالإضافة إلى عدم توفر السيولة الكافية وعبء الديون ومصاريف التمويل. من جهة أخرى تراجعت أيضاً القيمة الإجمالية للأسهم التي تم بيعها من قبل تلك الفئة من المستثمرين ذات الطابع المؤسسي خلال عام 2009 إلى 10.9 مليار د.ك أو ما يعادل 54% من قيمة الأسهم التي تم بيعها في السوق مقارنة مع 19.5 مليار د.ك في عام 2008، وفي رأينا أنه لولا حاجة بعض الشركات إلى السيولة الفورية وذلك لسداد الالتزامات المالية والقروض القصيرة الأجل والتي لم يكن بالإمكان إعادة جدولتها لكان من الممكن أن نرى عمليات بيع الأسهم من قبل الشركات أقل مما كانت عليه حيث اضطر بعض المستثمرين إلى تسهيل جزء من استثماراتهم بهدف الإيفاء بتلك الالتزامات.

○ قيمة الأسهم المتداولة من قبل المستثمرين الأفراد

شهد عام 2009 ارتفاع كمية الأسهم المتداولة بنسبة 77% نتيجة الإقبال الملحوظ من طرف المستثمرين الأفراد على شراء الأسهم وذلك نتيجة المضاربات على بعض الأسهم وكذلك اقتناص الفرص على بعض الأسهم الجيدة التي وصلت إلى أدنى مستوى لها، وهذا ما تبين واضحاً في التراجع في قيمة الأسهم التي تم شراؤها من قبل المستثمرين الأفراد والتي سجلت 9 مليار د.ك موزعة على 51.5 مليار سهم في عام 2009 بالمقارنة مع 10.9 مليار د.ك و 29.1 مليار سهم في عام 2008.

- كما ساهم التراجع الذي شهدته المؤسسات في حجم استثماراتها في سوق الكويت للأوراق المالية في ارتفاع حصة المستثمرين الأفراد إلى 45% من إجمالي قيمة الأسهم المشتراة من قبل المستثمرين المحليين في عام 2009 بالمقارنة مع 33% في عام 2008. عند تحليل عمليات البيع التي تمت من قبل المستثمرين الأفراد مع بداية الأزمة المالية العالمية يلاحظ أن غالبية المستثمرين الأفراد أصيبوا بملح نتيجة تضارب الإشاعات عن إفلاس وتصفية بعض الشركات لتبدأ بعدها عمليات البيع العشوائية والتي أدت إلى الهبوط الحاد في مؤشر كامكو الوزني للعائد الكلي حيث سجل تراجعاً قياسياً بنسبة 38% في الأربعة أشهر الأخيرة من عام 2008. أما في عام 2009 فقد كانت عمليات البيع والشراء متساوية نوعاً ما حيث بلغت قيمة الأسهم التي تم بيعها من قبل المستثمرين الأفراد 9.33 مليار د.ك موزعة على 51.3 مليار بالمقارنة مع 9 مليار د.ك للأسهم المشتراة.

- وفي آخر إحصاءات صدرت عن سوق الكويت للأوراق المالية بالنسبة لعمليات شراء وبيع الأسهم التي تمت خلال شهر يناير من العام الحالي، جاءت النتائج متساوية من حيث نسبة التداول من إجمالي تداولات السوق بين المستثمرين الأفراد الكويتيين من جهة وبين المؤسسات والصناديق والمحافظ الاستثمارية من جهة أخرى حيث بلغت 46% لكل منهما. بلغت قيمة عمليات شراء الأسهم من قبل المستثمرين الأفراد 557 مليون د.ك موزعة على 5.44 مليار سهم خلال شهر يناير 2010 بالمقارنة مع قيمة شراء أسهم من قبل المؤسسات والصناديق والمحافظ الاستثمارية بلغت 565 مليون د.ك موزعة على 4.84 مليار سهم، وهذه الأرقام تشير إلى التركيز من قبل المؤسسات المالية والصناديق الاستثمارية على الأسهم الثقيلة بينما تتجه اهتمامات بعض المستثمرين الأفراد نحو الأسهم الخفيفة والتي يغلب عليها طابع المضاربة. وبرأينا، فإن تلك الإحصاءات تشير إلى عودة التوازن في تداولات السوق بين فئات المستثمرين وهو أيضاً دليل على عودة بعض المستثمرين ذات الطابع المؤسسي والتوجه الاستثماري الطويل الأمد مما يساهم في استقرار أداء السوق وتفادي حالات البيع العشوائية.

المطلب الثالث: إمكانية انتقال بورصة الكويت إلى لائحة الأسواق الناشئة

أعلنت هيئة الأوراق المالية والسلع في دولة الإمارات العربية المتحدة مؤخراً عن إمكانية انتقال كل من أسواق الأسهم المالية في الإمارات العربية المتحدة وقطر من الأسواق الحدودية (MSCI Frontier Markets) إلى الأسواق الناشئة (MSCI Emerging Markets)، وهي آلية التسوية الجديدة "التسليم مقابل الدفع DvP" وذلك اعتباراً من 28 أبريل، وعلى إثر ذلك قامت إدارة بحوث الاستثمار في شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول (كامكو) بإصدار تقرير عن إمكانية رفع تصنيف بورصة الكويت لتصبح ضمن قائمة الأسواق الناشئة بالإضافة إلى العقبات التي يمكن أن تواجهها والتي جاءت في التقرير الأخير لمورغان ستانلي MSCI Barra.

- يتبين أن بورصة الكويت تستحوذ على الحصة الأكبر¹ من وزن المؤشر بنسبة بلغت 32% حيث تصدر قائمة الشركات العشر الأكثر وزناً في المؤشر في مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الحدودية (MSCI Markets Frontier) وهي: كل من شركة زين للاتصالات والبنك الوطني وبيت التمويل الكويتي وبنك الخليج، تلتها الدول المرشحة حالياً للانتقال إلى مؤشر الأسواق الناشئة (MSCI Emerging Markets) وهي قطر والإمارات العربية المتحدة بنسبة 11% و 8% على التوالي.

1. أسباب عدم انتقال بورصة الكويت ضمن مؤشر الأسواق الناشئة (MSCI EM)

على الرغم من أن بورصة الكويت تستحوذ على النسبة الأكبر من مؤشر MSCI للأسواق الحدودية والذي لا يضم سوق الأسهم السعودية إلا أنها وبنظر مؤسسة مورغان ستانلي تنقصها متطلبات عديدة لغرض إعادة تصنيفها وانتقالها من الأسواق الحدودية (Frontier Markets) إلى الأسواق الناشئة (Emerging Markets). ومن أهم الأسباب التي تؤثر سلباً على إمكانية انتقال الكويت إلى الأسواق الناشئة :

- خضوع المستثمرين الأجانب لمحدودية تملك: حيث يخضع المستثمرون الأجانب في سوق الكويت للأوراق المالية إلى نسبة تملك محدودة في قطاع البنوك بنسبة أقصاها 49% وذلك بعد الحصول على موافقة مسبقة من مجلس الوزراء بعد أخذ رأي بنك الكويت المركزي. كما يسمح للمستثمر الأجنبي منفرداً بتملك

¹ تقرير عن إمكانية انتقال سوق الكويت للأوراق المالية إلى لائحة الأسواق الناشئة 2011 (2011-04-26) <http://www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar>

وتداول أسهم البنوك بشرط الحصول على موافقة بنك الكويت المركزي إذا رغب في تملك أكثر من 5% من رأس مال البنك الواحد؛

■ عدم المساواة بين حقوق الأقلية والمستثمرين الأجانب من جهة والمستثمرين المحليين من جهة أخرى، حيث تقتصر حقوق المساهمين الأجانب بصفة عامة على حقوق الأقلية بسبب سيطرة المساهمين الاستراتيجيين على إدارات الشركات الكويتية. وهذا ما عمل قانون هيئة أسواق المال على معالجته لحماية حقوق الأقلية؛

■ تعقيد الإجراءات اللازمة لفتح حساب للمستثمر الأجنبي : يلزم المستثمر الأجنبي بفتح حساب بحيث تكون جميع طلبات فتح الحساب والمعاملات باللغة العربية، كما إن إجراء هذه المعاملة تحتاج لفترة خمسة أيام؛

■ الشفافية والدقة في إفصاح البيانات والمعلومات المتعلقة بالأسهم وتوقيت نشرها: جزء من إعلانات السوق المالية غالباً ما تكون غير كاملة وكذلك لا يتم الكشف عنها في الوقت المناسب؛

■ عدم تطبيق سوق الكويت للأوراق المالية لآلية التسوية "التسليم مقابل الدفع" " Delivery versus System Payment – DVP Trading" وتسهيلات السحب على المكشوف؛

■ ضرورة فصل حسابات الأمانة (Custody Accounts) عن حسابات التداول وذلك للتخفيف من المخاطر الناجمة عن شركات الوساطة اللذين لديهم حق الدخول غير المحدود على حسابات التداول، بالإضافة إلى وجود أمين استثمار واحد فقط متاح للمستثمرين الأجانب؛

■ لا يوجد سجل مركزي لعمليات التسجيل والإيداع؛

■ صفقات نقل الملكية المباشرة والعينية وتحويل الأسهم خارج البورصة محظورة.

-وبالتالي فإن بورصة الكويت غير مؤهلة حالياً إلى رفع تصنيفها إلى مرتبة الأسواق الناشئة حسب مؤشر MSCI وذلك نتيجة الأسباب السالفة الذكر، التنظيمية منها والتقنية. تتعلق الأسباب التنظيمية بحداثة القوانين التي تنظم السوق والتي بدأت هيئة أسواق المال تطبيقها حيث من المتوقع أن تأخذ بعض الوقت لتصبح فاعلة. أما الأسباب التقنية فتتعلق باعتماد نظام تداول ومقاصة متطور ومن المتوقع أن يتخطى السوق معظم العقبات التنظيمية والتقنية مع تطبيق اللائحة التنفيذية لقانون هيئة أسواق المال واعتماد نظام تداول متطور حيث أصبح حالياً في مرحلة الاختبار وسوف يتم اعتماده قريباً.

وعليه فإنه على بورصة الكويت إتباع أهم المعايير في تصنيف الأسواق بحسب تطورها وفعاليتها وكفاءتها وهي مدى تنظيم السوق وخضوعه لقوانين الهيئات الرقابية مثل هيئة أسواق المال وقدرتها على تطبيق القوانين،

بالإضافة إلى مدى شفافية الإفصاح وتوقيتته وعدم استغلال المعلومات الداخلية. وبالتالي فإن تطبيق قانون هيئة أسواق المال واعتماد نظام تداول متطور موافق للمعايير العالمية سوف يشكل عاملاً أساسياً في رفع كفاءة ومستوى وأداء بورصة الكويت. ولكن يبقى قانون تملك الأجانب في الشركات الكويتية وخصوصاً البنوك وسهولة عملية الاستثمار في البورصة والذي قد يشكل عائقاً أمام إمكانية رفع تصنيف بورصة الكويت لتصبح ضمن الأسواق الناشئة.

2. فوائد تصنيف بورصة الكويت كواحدة من الأسواق الناشئة

يوجد عدة فوائد لتصنيف بورصة الكويت كواحدة من الأسواق الناشئة تتمثل في¹:

- تنشيط تدفق رؤوس الأموال والاستثمارات الأجنبية إلى بورصة الكويت والتي تساهم في تحسين كفاءتها وتنشيط التداولات، وذلك نتيجة التواصل مع المؤسسات المالية والاستثمارية الأجنبية ذات الخبرات العالية وبالتالي تطوير الأدوات الاستثمارية، حيث تساعد في نقل التكنولوجيا المتقدمة للأسواق الناشئة وتطويرها؛
- تطبيق آلية التسوية الجديدة "التسليم مقابل السداد"، وتعد هذه الآلية إحدى أفضل الوسائل التي دعت المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية إلى تبنيها من خلال نظام تسوية الأوراق المالية الصادر في نوفمبر من العام 2001. وتتميز هذه الآلية بفعالية كبيرة والتي تحدد من المخاطر، وهي مطبقة في بورصة نيويورك وبورصة لندن والبورصات العالمية المتطورة.

¹ تقرير عن إمكانية انتقال سوق الكويت للأوراق المالية إلى لائحة الأسواق الناشئة (2011-04-26)

<http://www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar>

المبحث الثالث: دراسة حالة

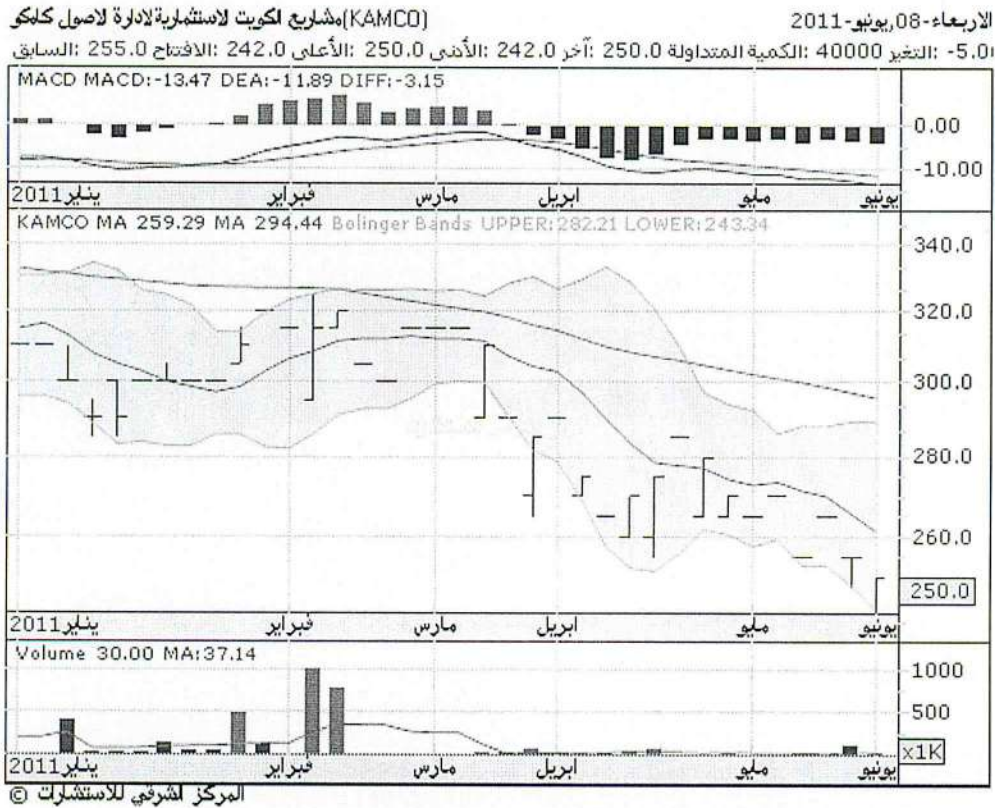
المطلب الأول: عرض وتفسير نتيجة الفرضية الجزئية الأولى:

تنص الفرضية الأولى على أنه ترتبط فعالية التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بمدى ملائمة أدواته في تطبيقها على سوق الكويت للأوراق المالية، وللتحقق من هذه الفرضية قامت الطالبة بتطبيق أدوات التحليل الفني (مؤشر MACD، مؤشر المتوسط المتحرك)، في طرفين مختلفين، ثم دراسة الفرق بين نتائج هذين الطرفين.

1. مؤشر MACD

تناول الطالبة هذا المؤشر في طرفين مختلفين، الطرف الأول يتمثل في استخدام مؤشر MACD باستخدام الإعدادات (26،12،9)، أما الطرف الثاني فيتمثل في استخدام مؤشر MACD باستخدام الإعدادات (04، 09 و18)، والنتائج موضحة في الشكل (3-5) و(3-6):

الشكل رقم (3-5): نتائج استخدام مؤشر MACD في الطرف الأول



المصدر: (www.asmainfo.com(consulte le :08-06-2011).

لدينا في الشكل التالي مؤشر MACD باستخدام الإعدادات (26،12،9)، المتوسط المتحرك الأساسي ل12 يوم يطرح منه المتوسط المتحرك الأساسي ل26 يوم ونتاج هذه العملية خط يتحرك مع السهم (البطيء)

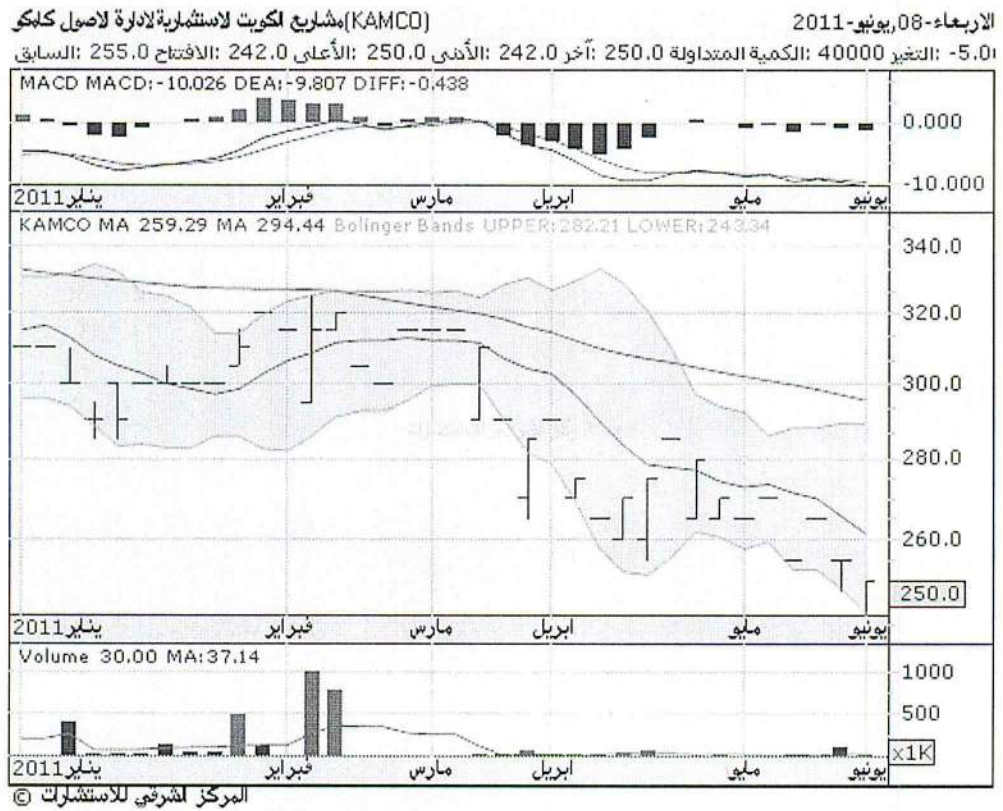
وهذا يمثل الخط الأزرق، بينما الخط الأحمر هو الخط السريع متوسط 09 أيام، ويستعمل مؤشر MACD كما في المتوسطات، فإذا كان السريع أعلى من البطيء فهذا جيد والعكس صحيح.

-نلاحظ أن مؤشر MACD تحت مستوى الصفر عموماً، في البداية قطع المتوسط السريع الذي يمثل الخط الأحمر المتوسط البطيء الذي يمثل الخط الأزرق، لأول مرة في شهر يناير (جانفي) متجهاً لأعلى منه هنا يجدر بالمستثمر اتخاذ قرار الشراء، ولم يلبث أن عاد الخط البطيء ليقطع الخط الأحمر من جديد ويصبح أعلى منه متجهاً للأعلى إلى غاية الأسبوع الأخير من شهر مارس، وهذه الحالة هل عكس الحالة السابقة، أي أن القرار الصائب هو قرار بيع السهم.

-رجع الخط السريع الأحمر ليقطع الخط الأزرق ويعلوه، لكن الاتجاه نازل إلى أسفل وهو تحت مستوى الصفر وهذا الوضع سلبي، واستمر إلى غاية نهاية الفترة مما يدل على استمرار التزلزل.

فلننظر لنفس رسم مؤشر MACD ونلاحظ الفرق؟

الشكل رقم (3-6) نتائج استخدام مؤشر MACD في الظرف الثاني



المصدر: (www.asmainfo.com(consulte le :08-06-2011)

لدينا في الشكل التالي مؤشر MACD باستخدام الإعدادات (04، 09 و18)، المتوسط المتحرك الأساسي ل09 أيام يطرح منه المتوسط المتحرك الأساسي ل18 يوم وناتج هذه العملية خط يتحرك مع السهم (البطيء) وهذا يمثل الخط الأزرق، بينما الخط الأحمر هو الخط السريع متوسط 04 أيام.

-نلاحظ أن مؤشر MACD تحت مستوى الصفر، قطع المتوسط السريع الذي يمثل الخط الأحمر المتوسط البطيء الذي يمثل الخط الأزرق، في بداية شهر يناير(جانفي) متجها لأعلى وهذه وضعية اتخاذ قرار الشراء إن لم يكن قد اشترى بعد، ولم لبث أن عاد الخط البطيء ليقطع الخط الأحمر من جديد ويصبح أعلى منه متجها للأعلى إلى غاية منتصف شهر فبراير(فيفري) ، وهذه الحالة هل عكس الحالة السابقة، أي أن القرار الصائب هو قرار بيع السهم. وبعد ذلك مباشرة بقي الخط السريع على نفس المستوى وفي حدود مستوى الصفر، وتعني اتخاذ قرار عدم التداول.

-رجع الخط السريع الأحمر ليقطع الخط الأزرق ويعلوه، لكن الاتجاه نازل إلى أسفل وهو تحت مستوى الصفر وهذا الوضع سلبي، واستمر إلى غاية ما بعد منتصف الشهر الموالي وفي نهاية الفترة عادت حالة التطابق ما بين الخط السريع والخط البطيء، وظلا على نفس المستوى دون مستوى الصفر، فالقرار الذي ينتج للمستثمر في هذه الحالة هو قرار عدم التداول.

الاستنتاج: من خلال ما سبق نستنتج أن:

-الرسم هنا شكله تقريبا هو متطابق مع رسم مؤشر MACD في الظرف الأول مع فرق بسيط يتمثل الفرق في رسم مؤشر MACD باستخدام الإعدادات (04، 09 و18)، وبالتحديد في رسم ميل مؤشر MACD، حيث أن كل مستثمر يستعمل مؤشر MACD بإعدادات مختلفة عن مستثمر آخر.

-في استخدام مؤشر MACD هذه إعدادات شهيرة: 04، 09 و18 أو 09، 12 و26، والفرق بينهم في الاستخدام هو أن الأول بالأرقام الصغيرة يناسب استثمارا لمدة أقل من الثاني، أحدهما قصير الأجل والأخر متوسط. فنجد أن هناك من يستعمل هذه القوالب جاهزة ويستخدمها بالشكل الخطأ.

نجد العديد يقولون لك أيها المستثمر بأن هناك إشارة شراء قوية على الرسم من مؤشر MACD حيث قطع المتوسط السريع المتوسط البطيء متجها لأعلى وقيمه كذا، ولكنهم لا يقولون لك ما هي إعدادات هذا المؤشر.

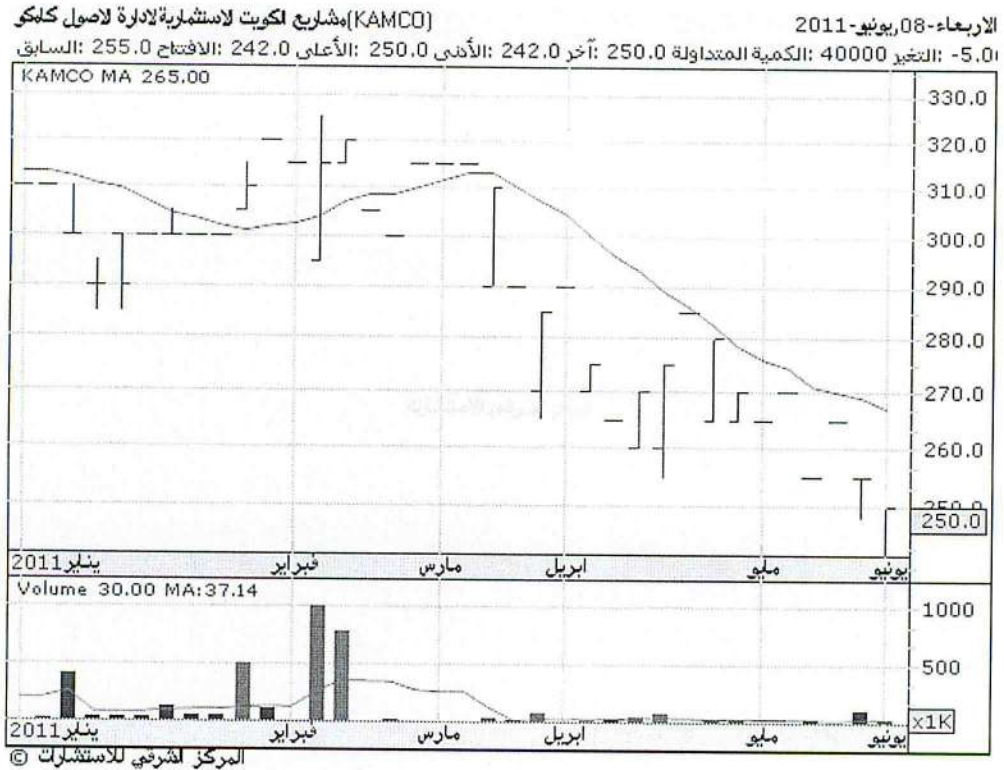
-كما تجدر بنا هنا الإشارة إلى أن مؤشر MACD يعطي إشارات متأخرة، قد تكون مناسبة للمستثمر طويل الأجل الذي إذا تأخر في البيع بثلاث أيام أو أكثر لا يتضرر، لأن أرباحه كبيرة، لكن المستثمر ذو الأجل القصير لا يصلح مؤشر MACD ولكن تستخدم أساليب أخرى لمعرفة إشارات الدخول مبكرا.

-بالرجوع إلى الشكل الأول عن مؤشر MACD بالإعدادات 09 و12 و26، نلاحظ أن المستثمر طويل الأجل لم يخرج حيث قطع البطيء السريع خلال شهر يناير لكنه عاد وقطعه مرة أخرى نهاية مارس من نفس الفترة، إذن مؤشر MACD هنا لم يخرج هذا المستثمر، عموما مؤشر MACD للاستئناس فقط، ولا يصلح جيدا في الأسهم التي تتميز بطابع المضاربة، لأنه دائما يعطينا إشارة متأخرة ب03 أو 04 أيام، وكلما يحاول أن يلحق بها تعكس اتجاهها من جديد.

2. مؤشر المتوسط المتحرك

تناول الطالبة هذا المؤشر في طرفين مختلفين، الطرف الأول يتمثل في استخدام مؤشر المتوسط المتحرك البسيط واحد على الرسم وليكن المتوسط المتحرك البسيط لـ10 أيام، أما الطرف الثاني استخدام متوسطين متحركين وليكن المتوسط المتحرك البسيط لـ10 أيام باضافة المتوسط المتحرك البسيط للـ25 يوماً، والنتائج موضحة في الشكل (3-7) و(3-8).

الشكل رقم (3-7): نتائج استخدام مؤشر المتوسط المتحرك البسيط في الطرف الأول



المصدر: (www.asmainfo.com(consulte le :08-06-2011)).

لدينا في الرسم أسفله سهم شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول kamco، والخط المنحني المتصل هو المتوسط المتحرك البسيط لعشرة أيام والأسعار ممثلة بالأعمدة باستخدام سعر الفتح: 255، الأدنى: 250، الأعلى: 242 و الإقفال: 250، مع مستويات الدعم والمقاومة، خلال المدة الزمنية الممتدة من 2011-01-01 إلى غاية 2011-06-05.

-هذا المتوسط المتحرك البسيط لـ10 أيام محسوب بجمع أسعار الإغلاق لعشرة أيام السابقة ثم تقسم على عدد الأيام العشرة نحصل على قيمة تمثل على الرسم حيث تظهر أمام اليوم العاشر، والمتوسط المتحرك لليوم الحادي عشر سيتم حسابه بإضافة سعر الإغلاق لليوم الحادي عشر وإلغاء سعر الإغلاق لليوم الأول من السلسلة الزمنية المستخدمة في حساب المتوسط المتحرك وقدرها عشرة أيام دائما وهكذا، تمثل على الرسم جميع النقاط

لغاية نهاية الفترة وبعد ذلك نوصل النقاط لنحصل على منحنى المتوسط المتحرك لعشرة أيام كما هو موضح في الشكل.

من الشكل نلاحظ أنه منذ بداية شهر يناير أن سعر سهم شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول kamco، وكذلك المتوسط المتحرك البسيط يأخذان اتجاهًا هبوطيًا نظرًا لكون أن سوق الكويت للأوراق المالية في مرحلة تراجع حاليًا .

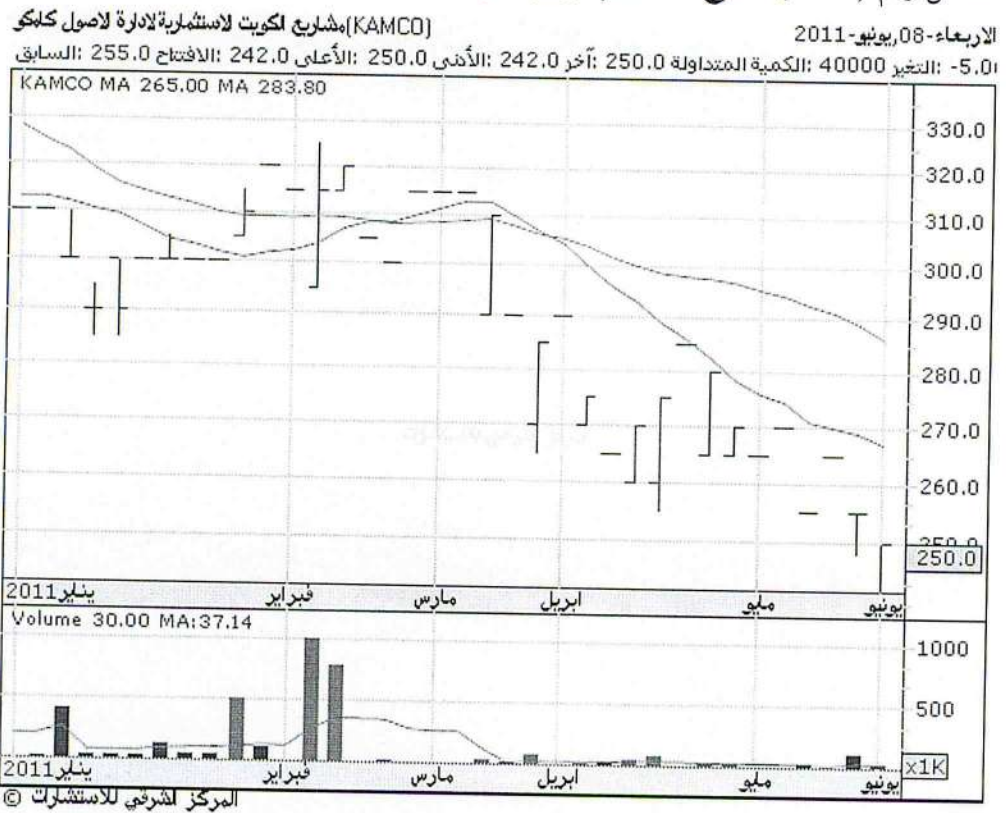
في النصف الأول من شهر ناير (جانفي) 2011 نلاحظ أن سعر السهم والمتوسط المتحرك يأخذان اتجاهًا هبوطيًا، كما أن سعر السهم يتزل أسفل المتوسط المتحرك، وبعد منتصف شهر يناير (جانفي) 2011 عاد سعر السهم ليرتفع فوق المتوسط المتحرك لـ 10 أيام وهو يأخذ منحى الاتجاه الصعودي، وفي هذه الحالة أي منتصف شهر يناير (جانفي) 2011 يرى المحللون الفنيون بأنها مناسبة لاتخاذ القرار المتعلق بالشراء، حيث أن كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك متجهان للصعود، والسعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود بالرغم من أن المتوسط البسيط كان في فترة نهاية الشهر أسفل السعر الفعلي للسهم لكنه عاود الارتفاع.

-وفي بداية شهر مارس أخذ كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك البسيط منحى الاتجاه الهبوطي وابتداء من هذه اللحظة يعتقد المحللون الفنيون أنها مناسبة لبيع السهم، حيث أن كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك متجهان للأسفل، كما أن السعر الفعلي للسهم أعلى المتوسط المتحرك الذي كان أعلى من السعر الفعلي للسهم ثم عاد ليصبح أقل منه.

ومن تتبعنا لرسم منحنى المتوسط المتحرك يتضح لنا الاتجاه التزوي لسعر السهم، والمتوسط المتحرك للسعر أقل من السعر نفسه، لكن بالرغم من ذلك لن يغير من حقيقة أن اتجاه سعر السهم إلى الهبوط في المستقبل، وهذا الأمر يدعو المستثمر إلى اختيار قرار بيع سهم شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول kamco، لتجنب تحمله المزيد من الخسائر الرأسمالية.

-وقد لاحظ المختصون أن بإمكانهم رسم أكثر من متوسط متحرك واحد، ففي مثالنا هذا ممكن نظيف متوسط بسيط آخر وهو المتوسط المتحرك البسيط لـ 25 يوم؛ بمعنى آخر 25 يوم، للاستفادة من التقاطعات بينها.

الشكل رقم (3-8): نتائج استخدام مؤشر المتوسط المتحرك البسيط في الظرف الثاني



المصدر: (. :08-06-2011)www.asmainfo.com(consulte le

عند ملاحظة التقاطعات وتحديدًا منتصف شهر فبراير (فيفري) من هذه الفترة جاء المتوسط المتحرك 10 أيام (السرّيع) من أسفل المتوسط المتحرك لـ 25 يوم (البطيء) متجهًا إلى أعلى منه فهذه علامة اتجاه صعودي. -أما عند دخول شهر أبريل (أفريل) تمامًا قطع المتوسط المتحرك 10 أيام (السرّيع) من أعلى المتوسط المتحرك لـ 25 يوم (البطيء) متجهًا إلى أسفل عندها يكون السهم في حالة هبوط وهذه الحالة هي عكس الحالة السابقة.

الاستنتاج

من خلال ما سبق نستنتج أن:

النتيجة المتوصل إليها هي ليست مخالفة للنتيجة السابقة بل هي نتيجة أدق ومحددة أكثر للمجال الزمني الذي تأخذ فيه الأسعار اتجاهًا معينًا.

المطلب الثاني: عرض وتفسير نتيجة الفرضية الجزئية الثانية

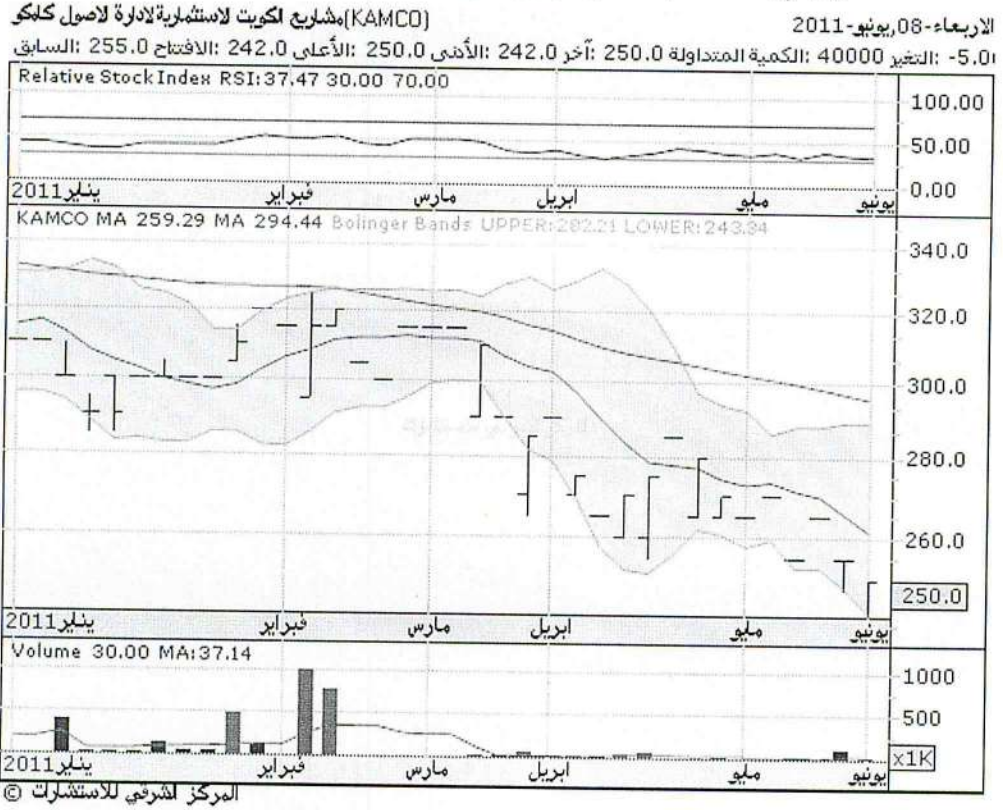
تنص الفرضية الثانية على أنه لا يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في بورصة الكويت على استعمال أداة فنية واحدة، ولتحقق من هذه الفرضية قامت الطالبة بتطبيق أدوات التحليل الفني (مؤشر القوة النسبية، مؤشر STOCHASTIC)، الظرف الأول (استخدام مؤشر القوة النسبية)، أما الظرف الثاني (استخدام مؤشر

(STOCHASTIC

1. مؤشر القوة النسبية

يوضح الشكل الموالي مؤشر القوة النسبية وهو مؤشر يقع بين مستوى 0 و100، ويرى المحللون الفنيون يفضل شراء السهم عندما تكون قيمة المؤشر 30 أو أقل، أما إذا بلغ مستوى 70 أو أكثر.

الشكل رقم (3-9) استخدام مؤشر القوة النسبية



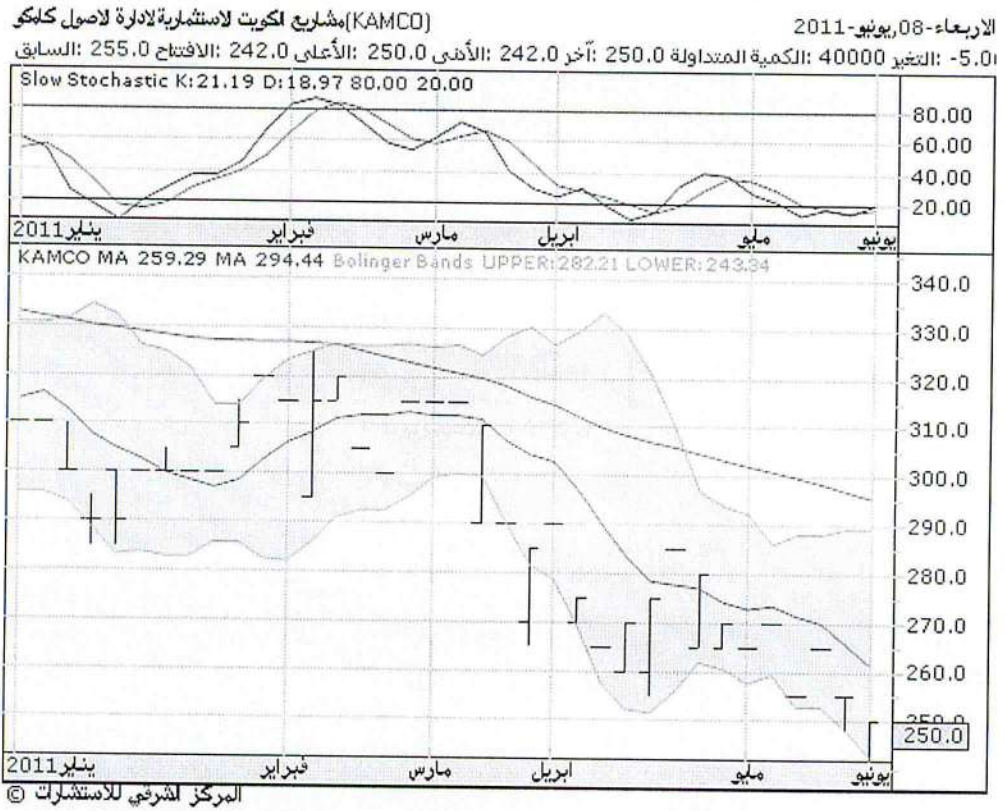
المصدر: (. :08-06-2011) www.asmainfo.com(consulte le

من الشكل نلاحظ أن مؤشر القوة النسبية ظل طيلة الفترة يتأرجح ما بين مستوى 30 و70، مع بعض الارتفاعات والانخفاضات البسيطة فقط، وفي شهر أبريل لامس خط 30 دون أن يخترقه ونفس الأمر في ماي.

2. مؤشر STOCHASTIC

لدينا في الرسم الموالي مؤشر STOCHASTIC المتكون من خطين أحدهما الخط D باللون الأحمر، والخط الآخر هو الخط K ذو اللون الأسود، كما يظهر واضحا على الرسم الخط 20 والخط 80.

الشكل رقم (3-10): استخدام مؤشر STOCHASTIC في اتخاذ القرار



المصدر: (. :08-06-2011) www.asmainfo.com(consulte le

-من الشكل نجد أن هناك عدة تقاطعات ما بين الخط D و الخط K نستفيد منها في تحديد أوقات الشراء والبيع. أول شيء تميز شهر يناير (جانفي) بحدوث تقاطعين الأول؛ قطع الخط الأحمر الخط الأسود متجهها للأسفل وحسب هذا المؤشر فإنه يمكن للمستثمر أن يقوم حينها بعملية البيع في هذه الحالة وبعد أيام قليلة قبيل منتصف الشهر جاء الخط K من أسفل وقطع الخط D متجهها للأعلى واستمر على هذه الوضعية لفترة أي أنه قد حان وقت الدخول لشراء عدد من الأسهم وهو في حيز المبالغة في البيع، ثم عاود الخط D وكسر الخط K لأن هناك مبالغة في الشراء، تراجع في سعر السهم وبقي الخط D يكسر الخط K كلما اتجه للصعود قليلا فيعود للتزول إذن قرار المستثمر لا محالة هو قرار بيع الأسهم والخروج، وإذا أراد المضاربة بالأسهم أن يغتنم الفرص كلما كان اتجاه مؤشر STOCHASTIC متجهها للصعود والدخول من جديد.

- وفي الأخير ونتيجة لأن الخط D كسر الخط K لأنه كانت هناك مبالغة في الشراء فان مؤشر STOCHASTIC بقي يتراجع شيئا فشيئا وبالتالي خروج المستثمر.

الاستنتاج

كما سبق نستنتج أن:

مؤشر القوة النسبية لم يؤدي بشكل واضح ولم يكن ذو فعالية كبيرة في تحديد أوقات الشراء وأوقات البيع بالنسبة لسهم شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول، على خلاف مؤشر STOCHASTIC الذي كان أداءه جيداً على سهم الشركة، وعليه على المستثمر اعتماد الأداة الملائمة لطبيعة السهم وليست العبرة في استخدام عدد أكبر من الأدوات لإعطاء إشارات الدخول والخروج.

المطلب الثالث: تفسير الفرضية العامة

تنص الفرضية العامة على أنه يساهم التحليل الفني للأوراق المالية بشكل كبير في اتخاذ القرار السليم للاستثمار، ومن خلال دراسة عرض وتفسير نتيجة كل من الفرضية الجزئية الأولى والثانية نستنتج أن: سيساهم التحليل الفني للأوراق المالية بشكل كبير في اتخاذ القرار السليم للاستثمار، من خلال تحقيق جملة من المعايير منها ما هو خاص بمستوى وخبرة المستثمر في التعامل مع أدوات التحليل الفني، إذ يجب عليه أن يستخدم الأداة الفنية بالطريقة الصحيحة التي تناسب الأجل القصير أو الأجل الطويل للاستثمار، أو استخدامها بالأسلوب الدقيق منها كاستخدام أكثر من متوسط متحرك بسيط على نفس الرسم. ومنها ما هو خاص بطبيعة السهم في حد ذاته، فلكل سهم أداة من الأدوات تكون ملائمة أكثر من غيرها لأن هناك أسهم تتميز بطابع المضاربة أكثر من غيرها، حيث أن استخدام أكبر عدد من الأدوات لا يعني اتخاذ القرار المناسب ولكن يجب الثقة بأداة واحدة تكون ملائمة لطبيعة السهم والاعتماد عليها في اتخاذ القرار الاستثماري.

خلاصة الفصل الثالث

يعتبر سوق الكويت من الأسواق الأكثر نشاطا من بين الأسواق الخليجية، لكنه تراجع بسبب الأزمة المالية 2008 التي أدت إلى خسائر حادة في قيمته السوقية مع انخفاض التداول والسيولة، إلا أنه يبقى سوق على قدر من الأهمية، وبالرغم من تراجع عدد من الشركات المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية إلا أن هناك عدد من تداولات على الأسهم القيادية، ومما لا شك فيه أن المستثمرين يقومون باستخدام أدوات التحليل الفني التي تساعدهم في تحديد اتجاه الأسعار في المستقبل وتحديد أوقات التعامل بالسوق عن طريق رسم المؤشر الفني المناسب وتحليله لاتخاذ القرار الاستثماري السليم. ومن خلال عرض وتحليل بعض أدوات التحليل الفنية يتضح لنا لأنه يستوجب على المستثمر أن يكون على دراية كافية بطريقة استخدامها ومدى ملائمة تلك الأداة لطبيعة السهم الذي يريد الاستثمار فيه.

وتبقى الخبرة والاحترافية هما المحددان الرئيسيان لقدرة المستثمر على التحليل بشكل جيد لاتخاذ القرار الاستثماري السليم.

خاتمة

خاتمة

يعتبر دخول عالم الاستثمار في الأوراق المالية كشأن أي مجال من مجالات الاستثمار يحتاج إلى التسلح بالمعرفة اللازمة لأساليبه وأدواته وآلياته الخاصة مما يقربه أكثر من تحقيق الأهداف المرجوة من خلال اتخاذه قرارات استثمارية مناسبة تحقق له الأرباح في المستقبل.

كما يعتبر التعامل مع الأسواق المالية والنفوذ إليها مرتبط أساساً بتحليل تلك الأسواق ومعرفة المتغيرات والعوامل المؤثرة فيها ومدى علاقة الأسواق من بعضها البعض لغرض الوصول إلى النتائج التي من خلالها تمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم، وعليه فإن تحليل الأسواق المالية مرتبط تماماً بالتعامل بتلك الأسواق بهدف تزويد المستثمر بالبيانات والمعلومات اللازمة لتبني الأداة الاستثمارية المناسبة في الوقت المناسب وفي المكان المناسب، فبدون التحليل العلمي المستند على معلومات وبيانات شفافة وبدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات المالية المناسبة سوف يكون الاستثمار معرض إلى مخاطر كبيرة، وقد يكون ضياع لمبدأ الاستثمار نفسه، ولذا فإن من أبرز وسائل تحليل أسواق المال هو التحليل الفني.

هدفت الدراسة الحالية إلى معرفة مدى مساهمة التحليل الفني للأوراق المالية في اتخاذ قرار استثمارية سليمة، من خلال التعرف على فعالية التحليل الفني لأوراق المالية و على إمكانية الاعتماد على أكثر من أداة فنية واحدة لاتخاذ القرار الاستثماري.

ولتحقيق هذه الأهداف قامت الطالبة بدراسة حالة سوق الكويت لأوراق المالية-شركة مشاريع الكويت الاستثمارية لإدارة الأصول- للتعرف على مدى استخدام المحلل(المستثمر) للمؤشرات الفنية بطريقة صحيحة واختياره الجيد للأداة الفنية المناسبة لطبيعة السهم ليتمكن من التحليل وأثر ذلك في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في المستقبل.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ترتبط فعالية التحليل الفني للأوراق المالية بمدى ملائمة أدواته في تطبيقها.
- يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري السليم على استخدام أداة فنية واحدة.
- يساهم التحليل الفني للأوراق المالية بشكل كبير في اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

وبناء على هذه النتائج نقترح ما يلي:

- يجب على المستثمر التعرف على قواعد التحليل الفني ومؤشراته والتحكم في استعمالها وعدم انقياده وراء الإشاعات وترك غيره يقررون بدلاً عنه؛
- يجب على المستثمر أن يمتلك القدرة على التحليل، التفسير والجاهزية لاتخاذ الاستنتاجات السليمة؛

- يجب على المستثمر أن يضع القواعد والمؤشرات في ضوء ما هو متاح من معلومات، و عليه أن يطور القواعد والمؤشرات كلما استجدت ظروف بيئية جديدة.
- كما أن هذه الدراسة تفتح المجال لدراسات مستقبلية نقترح منها ما يلي:
- ✓ دراسة علاقة مستوى كفاءة الأسواق بتطبيق التحليل الفني لاتخاذ القرارات الاستثمارية.
- ✓ دراسة علاقة قواعد التحليل الفني في سوق معينة وبناء المؤشرات الفنية الخاصة بذلك السوق.
- ✓ دراسة تأثير العوامل النفسية على القرار الاستثماري الناتج عن تطبيق التحليل الفني للأوراق المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أ/ الكتب:

أولاً: باللغة العربية

1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار ميسرة، عمان، 2004.
2. حسن علي خربوش و آخرون ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،مؤسسات التجهيز المكتبية،عمان ، 1996.
3. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009.
4. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
5. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر المالية، دار الراية، عمان، 2009.
6. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
7. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
8. عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، كمال فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1994.
9. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003.
10. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الخامسة، 2004.
11. ندوة _____، بعنوان: مبادئ التحليل الفني للأسهم، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، دبي، الفجيرة، 2006.
12. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن، 2010.
13. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
14. إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية ، 2003، 2004.
15. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
16. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
17. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003—2004.

18. محمد صالح الخناوي، فمال فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل ،السيد الصيفي،الاستثمار بالأوراق المالية وإدارة المخاطر. المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية ،2007.
 19. محمد عوض عبد الجواد،علي إبراهيم الشريفات،الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع،عمان، 2006.
 20. محمد مطر، فايز تيم،إدارة المحافظ الاستثمارية،دار وائل للنشر،الأردن ،2005.
 21. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال،دار المعارف،الإسكندرية ،2002.
 22. المؤمني،غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة،دار زهران للنشر والتوزيع،عمان ،2006.
 23. ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي،أساسيات الاستثمار العيني والمالي،دار وائل للنشر والطباعة،عمان ،1998.
- هوشيمار معروف، الاستثمارات والأوراق المالية،دار صفا للنشر والتوزيع،عمان ، 2003 .
- ثانيا: باللغة الفرنسية

1. Bertrand Jacquillat et Bruno slonik, **Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risques** Gauthier Villars, Paris ,1994.
2. Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell .Jr, **Modern Investment and Security Analysis** Mc. Graw hill, U.S.A,1987 .

بـ / الرسائل جامعية:

1. خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص:تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،2008،جامعة ورقلة.
2. شماخي بوبكر،تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الاستثمار المالي،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير،تخصص مالية مؤسسة جامعة ورقلة،2009_2010.
3. مفتاح صالح، معارفي فريدة،"متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة ورقلة، 2010،2009، العدد07.

ج- / المواد القانونية والقرارات الوزارية:

1. المادة 03 من المرسوم الأميري الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت والمعدلة بالمرسوم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم المتعلق بتنظيم سوق الكويت.
2. القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 في شأن إصدار اللائحة الداخلية للسوق، الفصل الأول، المواد 1-6.
3. القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق، الفصل الثاني، المواد من 7 إلى 9.
4. المادة 05 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.
5. المادة 06 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.
6. المادة 08 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.
7. المادة 09 من المرسوم الأميري المتعلق بتنظيم سوق الكويت.

د/مواقع الانترنت:

1. أبو معاذ التميمي، شرح المؤشرات الفنية، ج1، بوابة المساهم، (20-03-2011)،
www.sall.com
2. بعض أساسيات التحليل الفني وقراءة التشارت، مدونة دروس التحليل الفني، (26-04-2011)،
www.ta-arab.com
3. تعلم مؤشرات التحليل الفني بالكامل، (24-04-2011)،
www.4shared.com
4. تقرير عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال شهر أبريل 2011 (26-04-2011)
www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar
5. تقرير عن أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال شهر أبريل 2011 (26-04-2011)
<http://www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar>
6. تقرير عن أداء سوق الكويت خلال الأسبوع 26 ماي 2011 (26-05-2011)
<http://www.bayaninvest.com/arcontent.aspx?id=30>
7. تقرير عن إمكانية إنتقال سوق الكويت للأوراق المالية إلى لائحة الأسواق الناشئة 2011 (26-04-2011)
<http://www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar>
8. تقرير عن إمكانية إنتقال سوق الكويت للأوراق المالية إلى لائحة الأسواق الناشئة 2011 (26-04-2011)
<http://www.Kamconline.com/pressreleases.aspx?language=ar>
9. دورة التحليل الفني للمبتدئين، مدونة دروس التحليل الفني، (24-04-2011)،
www.ta-arab.com

10. السيد أحمد الهنداوي، التحليل الفني للأوراق المالية، المعهد المصرفي المصري، (24-04-2011)،
www.4shared.com
11. سمير العبيدان، ألف باء الأوراق المالية، (18-03-2011)،
www.pdfactory.com
12. شرح المؤشرات الفنية ج2، (24-04-2011)،
www.4shared.com
13. عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، التحليل الفني وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة
سوق الأوراق المالية، أبو ظبي، دبي، الشارقة، فيفري | مارس 2006، هيئة الأوراق المالية والسلع، (10-05-
2011)،
www.osun.org
14. كريم راغب ، المختصر المفيد في تعلم التحليل الفني، (24-04-
2011)،
www.4shared.com
15. مروان شموط، كنجوعويد كنجو، أسس الاستثمار، القاهرة، الشركة العربية المتحدة للتسويق
والتوريد، 2008.
www.kuaitse.com .1