

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم
دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن،
السعودية، وفلسطين)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: الأسواق المالية والبورصات.

إشراف الأستاذ الدكتور

إعداد الطالبة:

صالح مفتاح

حياة زيد

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ-	د/ حياة بن سماعيل
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د/ صالح مفتاح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ-	د/ عزيزة بن سمينة
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ-	د/ مختار حميدة

السنة الجامعية

2015/2014

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم
دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن،
السعودية، وفلسطين)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: الأسواق المالية والبورصات.

إشراف الأستاذ الدكتور

إعداد الطالبة:

صالح مفتاح

حياة زيد

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ-	د/ حياة بن سماعيل
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ تعليم عالي	أ.د/ صالح مفتاح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ-	د/ عزيزة بن سمينة
ممتحنا	جامعة الجلفة	أستاذ محاضر - أ-	د/ مختار حميدة

السنة الجامعية

2015/2014

شكر وعرفان

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله

يسعدني بعد حمد الله وشكره أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير، للأستاذ الفاضل

أ.د./صالح مفتاح لقبوله الإشراف على مذكرتي، ولما قدمه من علم وافر وعطف مستمر

طوال فترة تدريسه لي وإشرافه. الذي كان له الأثر الأكبر في دفعي إلى إتمام هذه المذكرة.

كما أخص بالشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم مناقشة المذكرة وتوجيهاتهم السديدة

واقترحاتهم القيمة.

كما يسرني أن أتقدم بخالص الشكر والتقدير والعرفان لكل من ساعدني في إنجاز هذا

العمل المتواضع.

الإهداء

أهدي عملي المتواضع:
إلى أمي ... أبي ... إخوتي ...
وإلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد

الباحثة: زيد حياة

دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)

يعد الاستثمار في الأوراق المالية -خاصة الأسهم لما لها من صفات ومميزات- من أوجه الاقتصاديات الحديثة، فسوق الأوراق المالية أصبحت تستقطب العديد من المستثمرين التي تختلف أهدافهم حسب طبيعة وإمكانيات كل منهم، غير أن هؤلاء المستثمرين وإن وجدوا البيئة الاستثمارية المثلى إلا أنه يظل لديهم هاجس القرار الاستثماري الرشيد الذي يتطلب تحقيق أعلى عوائد بأقل مخاطر، الأمر الذي يحتم على المستثمر استخدام أحد الأساليب التي من شأنها أن تساعد في ذلك، ومن بين هذه الأساليب التحليل الفني الذي من خلاله يمكن تحديد التوقيت الملائم للاستثمار اعتماداً على البيانات التاريخية لأسعار الأسهم.

وستهدف الدراسة إلى معرفة دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم في مجموعة من الدول العربية (الأردن، فلسطين، السعودية)، حيث أجريت الدراسة التطبيقية على بنكين من كل سوق باستخدام مؤشرين فنيين المتمثلة في مؤشر القوة النسبية، مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة، وذلك خلال نفس الفترة الزمنية -سنة 2014-.

وعلى هذا الأساس تمحورت إشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو دور التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في بعض أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين) ؟

وخلصت الدراسة إلى أن التحليل الفني كان له دور فعال في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، حيث ساعد على تحديد التوقيت المناسب للاستثمار من خلال التنبؤ بالدورات نحو الارتفاع والدورات نحو الانخفاض، حيث يقوم المستثمر بالشراء عند التنبؤ بالدورة نحو الارتفاع والبيع عند التنبؤ بالدورة نحو الانخفاض، إلا أنه ليس كل المؤشرات حققت نفس النتائج والعوائد، فمؤشر القوة النسبية كانت إشارات مبكرة بتغير الاتجاه وبداية دورة جديدة، بينما مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) أنت إشارات متأخرة نوعاً ما، وبالتالي المكاسب الممكن تحقيقها ستكون أقل مقارنة بالمكاسب المحققة من مؤشر القوة النسبية. كما أن مؤشر الماكد أعطى الكثير من الإشارات التي كان من الممكن تجنبها لقلّة المكاسب فيها.

وبناءً على النتائج المتوصل إليها تم الخروج بمجموعة من التوصيات أهمها: حث المستثمر على الجمع بين المؤشرات لتجنب الإشارات المضللة، بالإضافة إلى مراعاة الفارق بين العوائد التي سيحققها وعمولات البيع والشراء وكذا الضرائب التي سيدفعها إذا كان غير مقيم بالبلد الذي يستثمر فيه حتى لا تتحول العوائد إلى خسائر إذا كانت العمولات أو الضرائب أو كلاهما يفوق العائد المتوقع.

الكلمات المفتاحية:

سوق الأوراق المالية - الاستثمار - القرار الاستثماري - الأسهم - التحليل الفني.

le rôle de l'analyse technique pour prendre une décision d'investissement en actions; étude appliquée dans un échantillon de marchés de capitaux arabes (Jordanie, Arabie saoudite, Palestine)

L'investissement dans le marché des billets de monnaie surtout les actions qui a comme ses qualités et avantages d'aspects privés d'économies modernes; le marché des billets de monnaie devenus attirant des nombreux investisseurs qui ont des différent objectifs varient selon la nature et le potentiel de chacun d'eux; , mais ces investisseurs, bien qu'ils aient trouvé l'environnement d'investissement optimal, mais il reste leur obsession de la décision de bon investissement qui nécessite de réaliser des rendements plus élevés sur les moins de risques , ce qui nécessite l'investisseur d'utiliser l'un des méthodes qui l'aideront dans cette état; parmi ces méthodes l'analyse technique à travers laquelle peut déterminer le meilleur moment pour investir basées sur des données historiques des prix des actions

L'étude avait pour but d'étudier le rôle de l'analyse technique dans la décision d'investir dans les actions d'après un groupes de pays arabes (Jordanie, Arabie Saoudite, Palestine), où l'étude a été menée appliquée sur de deux banques de chaque marché en utilisant deux indicateurs techniciens buts de RSI, convergence et de divergence déplacer indice des moyennes, au cours de la même période – de l'année 2014-.

Sur cette base on a créé le problème de cette recherche dans la question principale suivante:

Quel est le rôle de l'analyse technique pour faire un placement dans les actions de certains marchés de capitaux arabes le processus de décision (Jordanie, Arabie saoudite, Palestine)?

L'étude a conclu que l'analyse technique a joué un rôle dans le processus de prendre une décision de l'équité d'investissement, où il a aidé à déterminer le moment

Approprié pour investir à travers des cycles prévisibles vers le haut et les cycles vers le bas, l'investisseur doit acheter quand le cycle prévisible vers la montée et de vend au moment de prédire la session à la baisse, Mais n'est pas tous les indicateurs ont atteint les mêmes résultats et les rendements, l'indice de la force relative étaient ses références une direction du changement précoce et le début d'un nouveau cycle, alors que la convergence et de divergence des moyennes mobiles indicateur (MACD) est venu ces signaux en retard un peu, et donc les gains peuvent être réalisés seront de moins par rapport aux profits réalisés à partir de l'index Relative . Le MACD a donné beaucoup de signaux qui auraient pu être évités pour les moins gains de l'indice. Basé sur les résultats obtenus ont été sortie d'une série de recommandations, notamment

Investisseurs invité à combiner les indicateurs pour éviter des signaux trompeurs, en plus de prendre en compte la différence entre les rendements qui en découleraient et commissions achat et la vente ainsi que les taxes qui seront versées si le non-résident dans le pays qui investissent dans ce même rendement ne tourne pas à des pertes si les commissions ou taxes ou les deux que le rendement attendu.

Mots clés:

Le marché boursier – l'investissement – la décision d'investissement – actions –
Analyse technique

role of technical analysis in making an investment decision by shares

An practical Study in a sample of Arab capital markets (Jordan, Saudi Arabia, Palestine)

The investment for money bills especially financial stocks because of their qualities and advantages of aspects for modern economies ;

The Stock market(money bills market) became attracted many investors which vary their objectives depending on the nature and potential of each If them however

If these investors found the optimal investment environment continue to have a premonition of good investment decision ;which requires achieving higher revenue on less risk , which requires the investor to use one of the methods that will help him in that ,among these technical analysis through which methods can determine the appropriate time to invest,based on historical data of stock prices

The study was aimed to investigate the role of technical analysis in making an investment decision in stock in a range of Arab countries (Jordan, Palestine, Saudi Arabia),where the practical study was conducted On the two banks of each market using two technical indicators of Relative Strength, convergence and divergence moving averages index, during the same time period –Year 2014–.

On this basis, the problem of this research focused on the following main question:

What is the role of technical analysis in making an investment in the shares of some Arab capital markets the decision process (Jordan, Saudi Arabia, and Palestine)?

The study concluded that technical analysis was instrumental in making investment shares decision process, where he helped to determine the appropriate time to invest through predictable cycles upward cycles downward, where the investor to buy at a predictable cycle about the rise and selling when predicting the course downward, However, not all the indicators have achieved the same results and returns, index is the relative strength were his references an early change direction and the beginning of a new cycle, while the convergence and divergence of moving averages (MACD) came late signals somewhat, and thus gains can be achieved will be less compared to

the gains realized from Relative Strength . The MACD gave a lot of signals that could have been avoided for the lack of gains.

Based on the results obtained have been out a set of recommendations including: to urge the investor to combine indicators to avoid misleading signals, in addition to taking into account the difference between the returns that would accrue and commissions buying and selling as well as the taxes that will be paid if the non-resident in the country who invest in it even returns do not turn to losses if the commissions or taxes or both than the expected return.

Key words:

Stock market (money bills market) – investment – investment decision – stock – technical analysis.

فهرس المحتويات

I	شكر وعرهان
II	الإهداء
III	ملخص البحث باللغة العربية
IV	ملخص البحث باللغة الفرنسية
VI	ملخص البحث باللغة الانجليزية
VIII	فهرس المحتويات
XVI	فهرس الجداول
XVII	فهرس الأشكال
XIX	فهرس الملاحق

المقدمة العامة [أ - د]

أ	تحديد إشكالية البحث
ب	فرضيات البحث
ب	أهداف البحث
ب	أهمية البحث
ت	أسباب اختيار الموضوع
ت	الدراسات السابقة
خ	المنهج والأدوات المستخدمة في البحث
خ	حدود البحث
خ	هيكل البحث

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية (المفهوم- الإجراءات- الكفاءة) [1-42]

2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية ووظائفها
3	الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

فهرس المحتويات

6	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية.....
9	المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....
9	الفرع الأول: الأوراق التي تمثل حقوق ملكية (الأسهم).....
13	الفرع الثاني: الأوراق التي تمثل دين (السندات).....
19	الفرع الثالث: الأوراق المالية المهجينة (الأسهم الممتازة).....
20	الفرع الرابع: الأوراق المالية المشتقة.....
23	المطلب الثالث: مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية.....
23	الفرع الأول: تعريف المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية.....
25	الفرع الثاني: استخدامات المؤشر.....
25	الفرع الثالث: بناء المؤشر وطرق حسابه.....
28	المبحث الثاني: إجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية.....
28	المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية.....
28	الفرع الأول: العمليات العاجلة.....
28	الفرع الثاني: العمليات الآجلة.....
29	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية.....
29	الفرع الأول: مفهوم الأوامر بسوق الأوراق المالية.....
29	الفرع الثاني: أنواع الأوامر.....
33	المطلب الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية.....
33	الفرع الأول: مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية.....
33	الفرع الثاني: طرق التسعير في البورصة.....
36	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
36	المطلب الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية وأنواعها.....
36	الفرع الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية.....

فهرس المحتويات

37	..... الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.
38	..... المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة في سوق الأوراق المالية.
38	..... الفرع الأول: كفاءة التسعير.
38	..... الفرع الثاني: كفاءة التشغيل.
40	..... المطلب الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.
40	..... الفرع الأول: المستوى الضعيف.
40	..... الفرع الثاني: المستوى المتوسط (شبه القوي).
40	..... الفرع الثالث: المستوى القوي.
42	..... خلاصة الفصل الأول.
الفصل الثاني: قرارات الاستثمار في الأسهم [80-43]	
44	..... تمهيد
45	..... المبحث الأول: مفاهيم في الاستثمار.
45	..... المطلب الأول: الاستثمار (مفهوم، أهداف).
45	..... الفرع الأول: مفهوم الاستثمار.
47	..... الفرع الثاني: أهداف الاستثمار.
47	..... المطلب الثاني: مجالات وأدوات الاستثمار.
47	..... الفرع الأول: مجالات الاستثمار.
50	..... الفرع الثاني: أدوات الاستثمار.
54	..... المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
54	..... الفرع الأول: الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق.
55	..... الفرع الثاني: الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق.

فهرس المحتويات

55	..... الفرع الثالث: إستراتيجيات السمات المتعددة.
56	..... الفرع الرابع: استراتيجيات السمة الواحدة
58	..... المبحث الثاني: أساسيات القرار الاستثماري.
58	..... المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه.
58	..... الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري.
59	..... الفرع الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية.
60	..... المطلب الثاني: أسس القرار الاستثماري.
60	..... الفرع الأول: العائد المتوقع.
61	..... الفرع الثاني: درجة الخطر المتوقع.
61	..... الفرع الثالث: العامل الزمني.
61	..... المطلب الثالث: مراحل ومبادئ القرار الاستثماري.
62	..... الفرع الأول: مراحل القرار الاستثماري.
62	..... الفرع الثاني: مبادئ القرار الاستثمار.
64	..... المبحث الثالث: مقومات الاستثمار في الأسهم.
64	..... المطلب الأول: تحليل عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم.
64	..... الفرع الأول: تحليل عائد الاستثمار في الأسهم.
66	..... الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في الأسهم.
69	..... الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM).
71	..... المطلب الثاني: تقدير قيمة الأسهم (تقييم الأسهم)
71	..... الفرع الأول: قيم الأسهم.
73	..... الفرع الثاني: تقييم الأسهم العادية.

فهرس المحتويات

78	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي.....
80	خلاصة الفصل الثاني.....
الفصل الثالث: التحليل الفني وأدواته [81-135]	
82	تمهيد.....
83	المبحث الأول: مدخل للتحليل الفني.....
83	المطلب الأول: التحليل الفني (تعريف، فرضيات، إطار عمل التحليل الفني).....
83	الفرع الأول: تعريف التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثماري.....
84	الفرع الثاني: فرضيات التحليل الفني (فلسفة التحليل الفني).....
86	الفرع الثالث: إطار عمل التحليل الفني.....
88	المطلب الثاني: أهمية الدورات في التحليل الفني.....
88	المطلب الثالث: فروع التحليل الفني.....
89	الفرع الأول: مؤشرات نفسية.....
89	الفرع الثاني: مؤشرات لتتبع تدفق الأموال:.....
90	الفرع الثالث: مؤشرات هيكل السوق.....
91	المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني.....
91	المطلب الأول: أساسيات التحليل الفني.....
91	الفرع الأول: المؤشرات الفنية.....
91	الفرع الثاني: الخرائط (CHARTS).....
95	الفرع الثالث: حجم التداول.....
96	الفرع الرابع: اتجاهات الأسعار.....
98	الفرع الخامس: مستويات الدعم والمقاومة.....

فهرس المحتويات

100	المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني لأسعار السوق.....
100	الفرع الأول: مقاييس ميل واتجاه المستثمرين.....
102	الفرع الثاني: مقاييس وجهة النظر المضادة.....
103	الفرع الثالث: مقاييس المستثمر المحترف (الذكي).....
104	المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت.....
104	الفرع الأول: مؤشر خريطة القوة النسبية.....
105	الفرع الثاني: المتوسط المتحرك.....
109	الفرع الثالث: المذبذبات.....
118	المبحث الثالث: التحليل الفني بين مؤيدين ومعارضين.....
118	المطلب الأول: نظرية داو.....
125	المطلب الثاني: التحليل الأساسي.....
125	الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي.....
126	الفرع الثاني: فرضيات التحليل الأساسي.....
126	الفرع الثالث: مداخل التحليل الأساسي.....
128	الفرع الرابع: مراحل التحليل الأساسي بالاعتماد على التحليل الكلي فالجزئي.....
131	المطلب الثالث: مميزات التحليل الفني والانتقادات الموجهة إليه.....
131	الفرع الأول: مميزات التحليل الفني.....
132	الفرع الثاني: عيوب التحليل الفني.....
133	الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي.....
135	خلاصة الفصل الثالث.....

فهرس المحتويات

الفصل الرابع: اختبار مؤشرات التحليل الفني على الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة [181 – 136]

137	تمهيد
138	المبحث الأول: نبذة عن الأسواق المالية محل الدراسة.....
138	المطلب الأول: نبذة عن سوق عمان المالي.....
138	الفرع الأول: إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية.....
139	الفرع الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني.....
141	الفرع الثالث: أهداف بورصة عمان.....
141	المطلب الثاني: نبذة عن سوق الأسهم السعودي.....
141	الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي.....
143	الفرع الثاني: الصفة النظامية لسوق الأسهم السعودي.....
145	الفرع الثالث: أهداف سوق الأسهم السعودي.....
146	المطلب الثالث: نبذة عن سوق فلسطين الأوراق المالية.....
146	الفرع الأول: نشأة وهيكل سوق فلسطين للأوراق المالية.....
148	الفرع الثاني: أهداف بورصة فلسطين.....
149	المبحث الثاني: مؤشر السوق.....
149	المطلب الأول: تعريف مؤشر السوق.....
149	المطلب الثاني: مؤشر سوق عمان المالي " المؤشر العام لسوق عمان".....
149	الفرع الأول: نشأة المؤشر العام لسوق عمان.....
151	الفرع الثاني: طريقة حساب المؤشر العام لسوق عمان.....
152	المطلب الثالث: مؤشر سوق الأسهم السعودية " مؤشر TASI ".....

فهرس المحتويات

153	المطلب الرابع: مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية " مؤشر القدس"
155	المبحث الثالث: دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة
155	المطلب الأول: منطلقات الدراسة.....
156	المطلب الثاني: تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم المنشآت المختارة من سوق عمان المالي.....
157	الفرع الأول: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك الاتحاد (الأردن) ..
160	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على البنك الاستثماري(الأردن).....
164	المطلب الثالث: تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم المنشآت المختارة من سوق الأسهم السعودية.....
164	الفرع الأول: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك الرياض(السعودية).....
169	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك الجزيرة(السعودية)...
173	المطلب الرابع: تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم المنشآت المختارة من سوق فلسطين الأوراق المالية.....
173	الفرع الأول: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على البنك الإسلامي الفلسطيني.....
176	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك القدس للتنمية والاستثمار (فلسطين).....
181	خلاصة الفصل الرابع.....

الخاتمة العامة [182 – 185]

قائمة المراجع [186–197]

الملاحق [198–230]

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	الفرضيات الرئيسية لكفاءة سوق الأوراق المالية	01-01
46	مقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة	01-02
133	أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	01-03

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
60	أنواع القرارات الاستثمارية	01-02
67	التمثيل البياني لمجموع المخاطر	02-02
71	معدلات عائد السهم	03-02
75	نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين	04-02
76	نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاث	05-02
86	النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد	01-03
87	الإطار العام للتحليل الفني	02-03
92	نموذج للخط البياني	03-03
93	نموذج العمود	04-03
94	نموذج للشمعدان	05-03
95	نموذج لرسم النقط والأشكال	06-03
95	رسم لحجم التداول	07-03
98	نموذج لخط القناة الهابط وخط القناة الصاعد	08-03
99	نموذج لانعكاس خط المقاومة لخط دعم	09-03
108	كيفية التعامل مع مؤشر المتوسط المتحرك	10-03
111	نموذج لرسم مؤشر الزخم	11-03
112	كيفية التعامل مع مؤشر معدل التغير	12-03
114	كيفية التعامل مع مؤشر القوة النسبية	13-03
117	كيفية التعامل مع مؤشر المتوسط المتحرك المتقارب والمتباعد	14-03
120	الاتجاهات الرئيسية والتحركات الثانوية لنظرية داو	15-03
122	سيناريو الانعكاس الأول (الهابط)	16-03
123	سيناريو الانعكاس الثاني (الهابط)	17-03
123	سيناريو الانعكاس الأول (الصاعد)	18-03
124	سيناريو الانعكاس الثاني (الصاعد)	19-03
126	الإطار العام للتحليل الأساسي	20-03
128	منهج التحليل الأساسي	21-03

148	هيكل سوق فلسطين للاوراق المالية	01-04
158	تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك الاتحاد (الأردن) لسنة 2014	02-04
162	تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم البنك الاستثماري (الأردن) لسنة 2014	03-04
166	تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك الرياض (السعودية) لسنة 2014	04-04
170	تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك الجزيرة (السعودية) لسنة 2014	05-04
174	تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم البنك الإسلامي الفلسطيني (فلسطين) لسنة 2014	06-04
178	تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك القدس للتنمية والاستثمار (فلسطين) لسنة 2014	07-04

فهرس الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
198	جدول يلخص أداء السهم لبنك الاتحاد لسنة 2014	01
204	جدول يلخص أداء السهم للبنك الاستثماري لسنة 2014	02
210	جدول يلخص أداء السهم لبنك الرياض لسنة 2014	03
217	جدول يلخص أداء السهم لبنك الجزيرة لسنة 2014	04
224	جدول يلخص أداء السهم للبنك الإسلامي الفلسطيني لسنة 2014	05
228	جدول يلخص أداء السهم لبنك القدس للتنمية والاستثمار لسنة 2014	06

المقدمة العامة

1. تحديد إشكالية البحث:

تعتبر عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم من أهم خطوات الاستثمار في البورصة وأصعبها، فهي مهمة كون الاستثمار بالأسهم مرفوق بالكثير من المخاطر، ويتطلب قرارات سليمة وصائبة للحصول على عوائد مجزية بأقل مخاطر ممكنة، وصعبة بسبب تعدد أساليب التحليل وطرق التقييم واختلافها عن بعضها، لذلك يبذل المستثمرون في مختلف البورصات قصارى جهودهم للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم، وذلك بإتباع العديد من الطرق والمناهج لبلوغ هذا الهدف، ومن أهم هذه المناهج وأكثرها شيوعاً نجد التحليل الأساسي والتحليل الفني، بحيث أصبح هناك فريقان رئيسيان لكل منهما مقاربتة. فكلتا الطريقتين: التحليل الأساسي والتحليل الفني يحاولان معالجة نفس الموضوع، وهو اتخاذ القرار الاستثماري، غير أن كل طريقة منهما تعالجه من ناحية مختلفة عن الأخرى.

فالتحليل الأساسي يبحث في إيجاد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها والصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به، وهذا من أجل الوقوف على أهم الشركات الرائدة في السوق المالي والمراد الاستثمار في أسهمها.

بينما نجد التحليل الفني يسعى إلى التنبؤ بمستقبل الأسعار، أي باختصار دراسة لوضع السهم في محاولة للتنبؤ بالسلوك الذي سيتبعه سعره في المستقبل، وذلك استناداً على أسعار السهم التاريخية والاعتماد على الخرائط والمؤشرات الفنية التي صممت خصيصاً لهذا الغرض، وهذا في محاولة لتحديد التوقيت المناسب للاستثمار.

نلاحظ أن لكل من التحليل الأساسي والتحليل الفني أهمية خاصة في مجال الاستثمارات، غير أننا سنركز دراستنا هذه على التحليل الفني ومدى قدرته على اتخاذ القرار الاستثماري بالأسهم.

على ضوء المعطيات السابقة وبغية إلقاء الضوء على كيفية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم باستخدام مدخل التحليل الفني ومؤشراته، يمكننا طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما هو دور التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في بعض أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين) ؟

الأسئلة الفرعية:

من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع، ولتوضيح مضامين هذه الإشكالية ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي أدوات التعامل في سوق الأوراق المالية ؟
- ما هي العناصر التي يخضع لها قرار الاستثمار في الأسهم؟
- فيما يتمثل مضمون التحليل الفني في الأسواق المالية؟

- ما هو دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري بالأسهم في كل من (بنك الاتحاد، البنك الاستثماري) من سوق عمان المالي، و(بنك الرياض، بنك الجزيرة) من سوق الأسهم السعودية، و(البنك الإسلامي الفلسطيني، بنك القدس للتنمية والاستثمار) من سوق فلسطين للأوراق المالية؟

2. فرضيات الدراسة:

- لتسهيل الإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف الأسئلة الفرعية قمنا بوضع الفرضيات التالية:
- تعتبر الأسهم من أدوات التعامل الرئيسية في سوق الأوراق المالية.
- يخضع قرار الاستثمار بالأسهم لمجموعة من العناصر مثل العائد والمخاطرة.
- يهتم التحليل الفني بتتبع الحركة التاريخية للأسعار، بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلالها التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم، وما يترتب عليها من اتخاذ قرارات الشراء أو البيع.
- يؤدي استخدام التحليل الفني ومؤشراته إلى ترشيد القرارات الاستثمارية في كل من (بنك الاتحاد، البنك الاستثماري) من سوق عمان المالي، و(بنك الرياض، بنك الجزيرة) من سوق الأسهم السعودية، و(البنك الإسلامي الفلسطيني، بنك القدس للتنمية والاستثمار) من سوق فلسطين للأوراق المالية؟ .

3. أهداف الدراسة:

- يسعى هذا العمل إلى بلوغ مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط التالية:
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالتحليل الفني.
- التنبؤ بحركة السهم المستقبلية واتخاذ قرار الاستثمار بناء على هذا الواقع.
- محاولة إبراز مدى مساهمة التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم.
- معرفة الآثار السلبية التي قد تترتب عن استخدام التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم.
- التأكد من صحة الدراسة النظرية من خلال دراسة حالة في الأسواق المالية العربية ومعرفة دور التحليل الفني بها.
- تقديم الاقتراحات التي يمكن أن تساهم في الارتقاء بعملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم.

4. أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في محاولة تخفيض حدة المخاطر المصاحبة لقرارات الاستثمار بالأسهم، من خلال ربط القرار الاستثماري بأسلوب التحليل الفني ومدى قدرته على التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم. وبهذا تتجسد الأهمية في:

أهمية التحليل الفني من جهة، والذي زاد الاهتمام به في العقود القليلة الماضية كوسيلة للتنبؤ بأسعار السلع والمنتجات المختلفة المتداولة بالبورصات العالمية وبالأسواق المستقبلية، وبأسعار العملات في أسواق الصرف الأجنبي وبأسواق المال عامة. فالتحليل الفني يمثل أحد أهم الوسائل المستخدمة في التحليل المالي والتنبؤ، ثم اتخاذ القرارات.

وأهمية عملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية عامة وفي الأسهم خاصة من جهة أخرى، لاسيما أن تلك العملية يصاحبها العديد من المخاطر مما يتوجب الإلمام بمختلف مداخل الاستثمار والتي من بينها مدخل التحليل الفني.

5. أسباب اختيار موضوع الدراسة:

تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها كما يلي:

- الاطلاع المسبق على بعض المقالات والأعمال في الموضوع والرغبة في البحث، أعطاني نظرة عامة شجعتني على اختيار الموضوع كرسالة تخرج.
- ارتباط الموضوع بمجال تخصصي وهو الأسواق المالية والبورصات.
- توفير مرجع نظري وتطبيقي للطلبة يساعدهم على فهم هذا الموضوع المعقد.
- ضعف أغلب أسواق المال العربية أدى إلى أن تكون الكتابات المتخصصة باللغة الأم في هذا المجال قليلة نتيجة عدم الاهتمام بهذا المجال من جهة، ونقص الخبراء فيه من جهة أخرى.

6. الدراسات السابقة:

ونتناول الدراسات التي تطرقت إلى التحليل الفني وقرارات الاستثمار في أسهم الوحدات الاقتصادية، وكذلك العلاقة بينهما سواء بشكل مباشر أو غير مباشر:

* الدراسة الأولى:

دراسة (بلجبلية سمية، 2009-2010) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير بعنوان: أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006. وبغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي عند التعرض بالدراسة للأسواق الرأسمالية والأوراق المتداولة بها، إضافة إلى مبادئ واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم، التحليل الفني والتحليل الأساسي وتحليل ظاهرة التضخم. أما المنهج الإحصائي الرياضي فتم اعتماده عند دراسة العلاقة بين المتغيرين التضخم وأسعار الأسهم ووضع صيغة رياضية تساعد على فهم طبيعة هذه العلاقة واتجاهها. وقد سعى هذا البحث إلى بلوغ مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في:

- الاهتمام بآثار المتغيرات الكلية خاصة التضخم على أسواق الأوراق المالية.

- تسليط الضوء على الآثار المتبادلة بين السوقيين النقدي والرأسمالي، عن طريق دراسة ظاهرة نقدية وانعكاساتها على أسعار الأسهم.

ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

- النتائج المتوصل لها لم تتطابق تماما مع نتائج دراسة فاما الذي أكد من خلال أعماله على وجود علاقة عكسية قوية بين التضخم وعوائد الأسهم.
- أظهرت الدراسة انه لا يمكن الاعتماد على أسهم الشركات العاملة في قطاع الصناعة عند بناء استراتيجيات الاستثمار خلال فترات التضخم وهذا في بورصة عمان خلال 1996-2006.
- أظهر معامل الارتباط العلاقة بين عوائد أسهم كل من قطاعات التأمين، الصناعة، الخدمات المدرجة في بورصة عمان ومعدل التضخم متوسط القوة، سواء كانت هذه العلاقة طردية أو عكسية.
- الاعتماد على الأسهم وحدها لتحوط ضد مخاطر التضخم ليس مجديا لأن كل الدراسات التطبيقية حول أثر فيشر أظهرت ضعف الارتباط بين العائد والتضخم، وعلى الرغم من ذلك فالأسهم أظهرت قدرة أكبر على مقاومة مخاطر تآكل الدخل، على عكس الأوراق المالية ذات العوائد الثابتة.

تختلف هذه الدراسة عن دراستنا الحالية من حيث الموضوع، ذلك أنها لم تتعرض للتحليل الفني على وجه التحديد - تعرضت له ضمنا - غير أنها تناولت جانب مهم ستتعرض له دراستنا وهو الاستثمار بالأسهم.

* الدراسة الثانية:

دراسة (ناهض خضر أبو الطيف، 2011) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير بعنوان: أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين، وهدفت هذه الدراسة إلى بيان أهمية التحليل الفني لدى المستثمر في بورصة فلسطين، معرفة مدى إدراك المستثمر في بورصة فلسطين للتحليل الفني، معرفة مدى اعتماد المستثمر في بورصة فلسطين على التحليل الفني، معرفة شقة المستثمر في بورصة فلسطين بالمحلل الفني، حيث أجريت الدراسة الميدانية على مجموعة من المستثمرين الناشطين شركات الوساطة العاملة في قطاع غزة، وبلغ مجتمع الدراسة (73) مستثمر الذين يحضرون جلسات التداول اليومية في شركات البورصة، ووزعت عليهم الاستبانات، وبعد ذلك تم تحليل الاستبانات استخدام الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (spss)

وخلصت الدراسة إلى نتائج عدة أهمها:

- إن اعتماد المستثمر على التحليل الفني يزيد من قدرته على تحسين قراره الاستثماري، ويتميز عن بقية المستثمرين إيجابا.

- إن رأي المحلل الفني له تأثير على قرار المستثمر، وذلك حسب درجة ثقة المستثمر بشخص المحلل الفني وقدرته على التحليل.
- إن المستثمر يقر بحاجته إلى التحليل الفني بجانب التحليل المالي.
- هناك حاجة لزيادة المعرفة لدى المستثمرين بالتحليل الفني، حيث أن معظم أفراد العينة معرفتهم به متوسطة.

وعليه فدراستنا اتفقت مع الدراسة السابقة من خلال أن الدراستين عالجتا نفس الموضوع ألا وهو علاقة التحليل الفني باتخاذ القرار الاستثماري، غير أننا اختلفنا من حيث أن الدراسة السابقة عملت على إبراز مدى إدراك المستثمر في بوصة فلسطين للتحليل الفني ومدى اعتماده عليه عن طريق توزيع استبانات على المستثمرين وتحليل نتائجها، في حين ستحاول دراستنا تطبيق أدوات التحليل الفني على مجموعة من الأسهم واختبار قدرتها على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسعار ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري.

***الدراسة الثالثة:**

دراسة (عماد الدين شرابي، 2010-2011) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير بعنوان: اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC 40، ويهدف البحث إلى عرض وتقييم منهج التحليل الفني وكذا إمكانية استخدامه في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم عن طريق تحديد التوقيت المناسب للبيع والشراء، ما يسمح للمستثمر بتحقيق أكبر عائد ممكن، ونظرا لطبيعة الموضوع فقد استخدم الطالب المنهج التحليلي الإحصائي حيث تم تحليل البيانات التاريخية لسعر السهم من أجل محاكاة العملية الاستثمارية واختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني بالاعتماد على نماذج مصممة خصيصا لذلك الغرض، وقد تم تطبيق ستة مؤشرات فنية على عشرين مؤسسة الأكثر سيولة والمدرجة في مؤشر السوق CAC 40 لفترة اختبار تمتد إلى سنتين (2009-2010).

وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- يعد موضوع التحليل الفني واختبار قدرته التنبؤية موضوعا واسعا وذو عدة أبعاد لا يمكن الإحاطة بها في بحث واحد مما يجعلنا نقر بأنه لا يمكن تعميم نتائج هذه الدراسة على الأسواق الأمريكية أو الآسيوية أو أي سوق آخر، إذ ينبغي إجراء اختبارات مماثلة على هذه الأسواق.
- يجب التأكيد أن الاستثمار الناجح في الأسهم لا ينبغي أن يعتمد على مؤشرات التحليل الفني، بل ينبغي كذلك الاستعانة بالتحليل الأساسي، وكذا متابعة مستجدات السوق التي عادة ما تتأثر بالأحداث الاقتصادية، السياسية، والكوارث الطبيعية حتى الشائعات في بعض الأحيان.

- مؤشرات التحليل الفني تعطي نتائج متضاربة، بعضها أعلى وبعضها أدنى من نتائج إستراتيجية الشراء والاحتفاظ.
- كما أكدت النتائج أن مؤشرات القوة النسبية، الزخم والعشوائية قد حققت عوائد جيدة في حين أن مؤشرات المتوسطات المتحركة تقارب/ تباعد المتوسطات المتحركة واتجاه الحركة قد حققت عوائد ضعيفة وذلك مقارنة بأداء مؤشر السوق CAC 40 خلال نفس فترة الدراسة.

وبهذا ستتفق هذه الدراسة مع الدراسة الحالية في كونها درستنا نفس الموضوع (دور التحليل الفني في القرار الاستثماري)، غير أنهما سيختلفان في أن الدراسة السابقة اقتصرت على دراسة سوق واحدة وهي بورصة باريس، بينما درستنا الحالية ستختبر قدرة التحليل الفني على المساهمة في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم باستعمال مؤشرين للتحليل الفني وذلك في ثلاث أسواق مالية عربية.

* الدراسة الرابعة:

دراسة (مناع فاتح، 2007-2008) مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير بعنوان: دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، حيث أجريت الدراسة الميدانية على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية وذلك بتطبيق الشموع اليابانية ومؤشر المتوسطات المتحركة على الشركات محل الدراسة، حيث انطلق الطالب من الأهداف التالية:

- معرفة مختلف الأدوات والتقنيات التي تمكن المستثمرين من التنبؤ المسبق بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم.
- إبراز أهم الخصائص التي تميز التحليل الفني عن التحليل الأساسي.
- مدى إمكانية استخدام الماضي للتنبؤ بالمستقبل.

وكانت نتيجة الدراسة مفادها انه لا يمكن الاستغناء عن التحليل الأساسي والاتجاه إلى التحليل الفني والعكس، وإنما نركز على نقطة مهمة جدا وهي إذا كنا نستعمل طريقة معينة معتمدين في ذلك على التحليل الأساسي أو الفني، وهذه الطريقة ناجحة معنا، فلا نغيرها ولا نجرب غيرها، أما إذا كانت الطريقة التي نستعملها سواء على التحليل الأساسي أو الفني فاشلة فهنا علينا أن نتراجع ونبحث عن الطريقة المناسبة لقدراتنا وإمكانياتنا من أجل تحقيق أكبر ربح ممكن، وأفضل طريقة هي أننا نستعمل التحليل الأساسي لاختيار الشركات المراد الاستثمار في أسهمها، وبعد اختيارنا للشركات المناسبة نقوم باستعمال وسائل وتقنيات التحليل الفني لمعرفة حركة هذه الأسهم في السوق.

وتعتبر هذه الدراسة الأقرب إلى دراستنا الحالية، غير أن دراستنا لن تقتصر على دراسة سوق مالية واحدة، بل ستوزع عينة الدراسة التطبيقية في أكثر من سوق للأوراق المالية (سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودية، سوق فلسطين للأوراق المالية).

7. المنهج والأدوات المستعملة:

إن طبيعة هذه الدراسة تطلبت تبني المنهج الوصفي التحليلي للوصول إلى الإجابة عن الإشكالية واختبار صحة الفرضيات، حيث تم الاعتماد على هذا المنهج في سرد المفاهيم العامة والأسس النظرية المتعلقة بالموضوع، وكذا في تحليل الأرقام المجمعة بهدف الوصول إلى نتائج البحث، بالإضافة إلى المنهج الإحصائي الذي تم الاعتماد عليه في الفصل الأخير من الدراسة.

وقد تطلب جمع المعلومات والأرقام الاستعانة بمجموعة من المراجع المختلفة كالكتب، المذكرات، المجلات، ملتقيات ومؤتمرات، وشبكة الانترنت، وبرنامج Tickerchart Trend.

8. حدود الدراسة:

تتمثل في الحدود المكانية، والحدود الزمنية:

- بالنسبة للحدود المكانية فستشمل عينة البحث ثلاث أسواق مال عربية هي: سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودية وسوق فلسطين للأوراق المالية، فيما تم اختيار أسهم منشأتين مدرجتين في مؤشر السوق لكل سوق مالي وبشكل عشوائي.
- أما الحدود الزمانية فسنركز على سنة 2014 ومبررات اختيار المدة هو حداثة البيانات.

9. هيكل الدراسة:

لدراسة الموضوع والإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية وبلوغ الأهداف المسطرة ثم تقسيم البحث إلى أربعة فصول ثلاثة نظرية أما الرابع فهو تطبيقي، وذلك كما يلي:

جاء الفصل الأول لدراسة سوق الأوراق المالية، حيث خصص المبحث الأول لماهية سوق الأوراق المالية من تعريف ووظائف، الأدوات المتداولة فيه، وكذا مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فقد تعرض لإجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية حيث تم التطرق فيه للعمليات، الأوامر في سوق الأوراق المالية، والتسعير في سوق الأوراق المالية، في حين خصص المبحث الثالث لكفاءة سوق الأوراق المالية بعرض مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية وأنواعها، متطلباتها والمستويات المختلفة لها، وكان الهدف من هذا الفصل دراسة وتحليل سوق الأوراق المالية، تمهيدا لدراسة قرارات الاستثمار في الأسهم.

إذا فسيتناول الفصل الثاني قرارات الاستثمار في الأسهم، وذلك بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، الأول خصص لمفاهيم في الاستثمار من خلال التعرض مفهوم الاستثمار وأهدافه، مجالاته، أدواته،

واستراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، بينما المبحث الثاني فكان بعنوان أساسيات القرار الاستثماري حيث تم التطرق فيه لمفهوم القرارات الاستثمارية وأنواعها، الأسس يقوم عليها القرار الاستثماري، وكذا مراحل ومبادئ القرار الاستثماري، ليتم بعدها عرض مقومات الاستثمار في الأسهم بالمبحث الثالث بالتطرق لتحليل عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم، تقييم الأسهم، والعوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي.

أما الفصل الثالث فسيخصص لدراسة الإطار النظري للتحليل الفني، من خلال مدخل للتحليل الفني بالمبحث الأول يتناول مفاهيم أساسية للتحليل الفني، فروعها، أهمية الدوريات في التحليل الفني، أما المبحث الثاني فسيتم التطرق فيه لأدوات التحليل الفني، من أساسيات التحليل الفني، أدوات التحليل الفني لأسعار السوق و أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت، بينما سيعرض المبحث الثالث التحليل الفني بين مؤيدين ومعارضين من أنصار التحليل الأساسي، ولهذا سيحتوي المبحث على نظرية داو، التحليل الأساسي، ومميزات التحليل الفني والانتقادات الموجهة إليه.

أما الفصل الرابع فقد خصص للدراسة التطبيقية بمحاولة تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم بعض المصارف المدرجة في ثلاث أسواق مالية عربية (الأردن، السعودية، فلسطين) واختبار قدرتها على التنبؤ بأسعار الأسهم لاتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث جاء المبحث الأول لإعطاء نبذة حول الأسواق الثلاث (سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودية، سوق فلسطين للأوراق المالية)، أما المبحث الثاني فقد جاء للتعريف بمؤشر السوق وكل من المؤشر العام لسوق عمان، مؤشر "TASI" (مؤشر سوق الأسهم السعودية)، مؤشر "القدس" (مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية)، في الأخير تم تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم البنوك المختارة للدراسة وذلك بالمبحث الثالث. وختماً بحثنا بخاتمة تضمنت النتائج ونتائج اختبار الفرضيات والتوصيات وأخيراً آفاق البحث.

الفصل الأول:

سوق الأوراق المالية

(المفهوم - الإجراءات - الكفاءة)

تمهيد:

لقد أدت الحاجة لرؤوس الأموال لإقامة المشاريع التنموية الضرورية لبناء اقتصاد قوي إلى البحث عن بديل آخر للتمويل إلى جانب البنوك. وهنا برزت أهمية أسواق الأوراق المالية، نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب الحاجة إلى هذه الأموال، بالإضافة إلى دورها في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، بمعنى أنها تعمل على توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية.

إن التطور الذي شهدته أسواق الأوراق المالية جعلها أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد، وسمة رئيسية للاقتصاديات المتطورة، وذلك لما تلعبه من دور فعال ومؤشرا لدرجة تطورها، لكن حتى تتمكن من تأدية هذا الدور يجب أن تمتع هذه الأسواق بمستوى من الكفاءة.

ولتوضيح ما سبق قسم هذا الفصل ليتناول المباحث التالية:

المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: إجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

يعد وجود أسواق الأوراق المالية أمراً مهماً في اقتصاديات الدول المختلفة، كونها تمثل مرآة للاقتصاد الذي تتواجد به، وذلك للدور الأساسي الذي تقوم به في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، الأمر يؤدي إلى زيادة الإنتاج أو إضافة وحدات إنتاجية أخرى؛ كما يتم من خلالها تمويل أهداف التنمية عن طريق طرح الدولة سندات طويلة الأجل بهذه السوق.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالية ووظائفها

تعمل سوق الأوراق المالية على تجميع المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، فما المقصود بسوق الأوراق المالية؟، وفيما تتمثل وظائفها؟، وهذا ما نحاول الإجابة عنه في هذا المطلب.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نستعرض منها ما يلي:

"تمثل سوق الأوراق المالية الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال بغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة"¹.

"سوق الأوراق المالية هي الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية"².

"هي السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية كألسهم والسندات بيعة وشراء، ويتحدد السعر فيها بناء على حجم المعروض منها ومدى الإقبال على شرائها فيما يعرف بآليات العرض والطلب"³.

وقد عرفت أيضاً على أنها: "شبكة تمويل طويلة الأجل تعمل على إصدار الأوراق المالية ومن ثم تداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي"⁴.

نستنتج من هذه التعاريف أن سوق الأوراق المالية عبارة عن إطار يجمع وحدات الفائض ووحدات العجز عبر مجموعة من المتخصصين لتداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، ومن ثم تتحدد الأسعار وفقاً لقانون العرض و الطلب.

¹ طارق فايز سكيك، أثر التقارير المالية المرحلية على سعر السهم وحجم التداول، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010؛ ص: 50.

² محمد مصطفى الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007)؛ ص: 15.

³ نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها-تاريخها-مستقبلها-ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية) (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012)؛ ص: 70.

⁴ P.Conso, La gestion financière de l'entreprise (Edition Dunod, deuxième édition, paris, 1989) ; p :387.

بعد استعراض تعريف سوق الأوراق المالية، سنقوم بتوضيح بنيته الأساسية. تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي يسمى سوق التداول، وهذا الأخير الذي ينقسم بدوره إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة.

1. السوق الأولية (سوق الإصدار)

السوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تصدر وتباع فيه الورقة المالية لأول مرة سواء عند إصدار الشركة أسهم رأس المال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين، أو عند إصدار وبيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رأس المال، كما يمكن للشركة أيضاً أن تصدر وتبيع سندات للمستثمرين ويسمى السعر الذي تباع به الورقة المالية في السوق الأولية بسعر الإصدار¹.

ويأخذ التعامل في السوق الأولية إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات، ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقاً لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدنيين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمة في رؤوس الأموال)، وقد يتم وفقاً لاتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات أو طرح الأسهم للاكتتاب².

وفي السوق الأولية تحصل الشركة المصدرة للأوراق المالية من جراء بيع إصداراتها على احتياجاتها من الأموال، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية، بحيث لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيء من المال. لهذا قيل عن هذه السوق أنها سوق استثمار حقيقي، وعن السوق الثانوية سوق الاستثمار المالي³.

وعموماً يوجد ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال وهي:

- **عروض الاكتتاب الكامل :** و فيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أياً كانت استجابة السوق. فمثلاً إذا كانت هناك وحدة ذات عجز (سواء كانت حكومة أو مصرف أو مؤسسة عامة أو شركة كبرى) وأرادت الحصول على قرض (إقراض مباشر) أو إصدار سندات (إنفاق غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالي، وليكن مصرفاً كبيراً يتولى إدارة هذه العملية. و يقوم هذا الوسيط بنفسه أو بالاتفاق مع وسطاء آخرين بالاكتتاب في هذا القرض أو هذه السندات بالكامل. و يعرف المصرف الأول بالمصرف الرائد، بينما تعرف المصارف الأخرى المشتركة معه في العملية باسم المصارف المشاركة، و بالطبع قد تتجح هذه المجموعة من الوسطاء الماليين و التي تعرف باسم "

¹ نسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق؛ ص:71.

² محمد يوسف ياسين، البورصة (منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2004)؛ ص:11.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة (كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ج1،

(2005)؛ ص:69.

مجموعة الإدارة " في إعادة تسويق العملية (القرض أو السندات) أي توزيعها كلياً أو جزء منها على مكتبتين آخرين وقد لا تنجح. المهم أن المدين الأصلي قد ضمن - عن طريق الاكتتاب الكامل- الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل، و يسري المنطق نفسه بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم¹.

- عروض بذل أقصى جهد: ويلتزم فيه مصرف الاستثمار التزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمال قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد².
 - العروض المزدوجة: وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد³.
2. السوق الثانوية (سوق التداول)

وهي ذلك الجزء من سوق الأوراق المالية الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، لهذا فهي تعرف بسوق الإصدارات القديمة⁴.

وأهم ميزة لهذه السوق على أنها توفر الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية⁵.

وتأخذ السوق الثانوية شكلين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة. فالسوق المنظمة أو البورصة، هلي سوق تتعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية، بين المتعاملين بيعة وشراء بمختلف الأوراق المالية. ولا يعمل في هذه السوق أشخاص متخصصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية. ولا يجوز أ تتم العمليات في هذه السوق إلا بواسطة وسطاء رسميين وفي الشكل المحدد قانوناً⁶.

3. السوق الثالث والرابع (السوق غير المنظمة)

ويطلق عليها أيضاً السوق الموازية، وهي تختص بتداول مختلف أشكال الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها، ولا يرتبط التعامل في هذه السوق بمكان محدد أو بوقت معين

¹ عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012؛ ص: 20.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق؛ ص: 72.

³ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 20.

⁴ محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية (سلسلة التعريف بالبورصة، مصر، ج1، 2002)؛ ص: 59.

⁵ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 21.

⁶ محمد يوسف ياسين، مرجع سابق؛ ص: 16.

كما هو الحال بالنسبة للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض بين الوسطاء¹. وتنقسم هذه السوق إلى²:

أ- **السوق الثالثة:** تمثل هذه السوق قطاعاً من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، وتبرز الحاجة للتعامل في السوق الثالثة بسبب وجود العديد من المؤسسات التي تقوم باستثمارات مالية كبيرة في السوق، كصناديق الضمان وصناديق التقاعد والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، في حين لا تحصل على ميزات عند تعاملها في السوق المنتظمة كالخصم مثلاً والذي تقتض حصولها عليها مقابل الاستثمارات المالية الكبيرة التي تقوم بها، لأن أنظمة السوق المنتظمة لا تسمح بالتمييز بين متعامل وآخر وعدم إعطاء أفضلية لمتعامل دون آخر، ولذلك تتجه مثل هذه المؤسسات إلى السوق الثالثة غير المنظمة من أجل التفاوض للحصول على أكبر قدر ممكن من الخصم وبشكل يناسب تعاملها الكبير.

ب- **السوق الرابعة:** حالها من حال السوق الثالثة إذ تعتبر شكل من أشكال السوق غير المنظمة وتعرف بأنها سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل فيها بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية، وتوفر هذه السوق إمكانية إجراء المعاملات بسرعة بسبب الاتصال المباشر، والذي يتم من خلاله تحديد الأسعار التي تكون مناسبة للمتعاملين، وبالشكل الذي يتضمن في الغالب انخفاضاً في تكاليف العملات هذا لبعدها عن رسوم التسجيل والتعامل والعمولات المرتفعة وما إلى ذلك، ولهذا فإن السوق هذه تعتبر منافساً قوياً للأسواق المنظمة ولأسواق غير المنظمة الأخرى، ويشمل التعامل في السوق الرابعة كافة الأوراق المالية، دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تشكل سوق الأوراق المالية ركناً هاماً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي والحرية الاقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتمييزه ذلك من أجل تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطوره، إذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها، وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، فالعلاقة مباشرة بين النمو الاقتصادي وزيادة الكفاءة الإنتاجية من جهة وبين نمو سوق الأوراق المالية المحلية من جهة أخرى³.

¹ بوطوك نهي، دراسة تحليلية واستشرافية للنظام المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل والاستشراف الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2008-2009؛ ص: 20.

² محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008؛ ص: 60-61.

³ محمد يوسف ياسين، مرجع سابق؛ ص: 12.

ومن هنا يتبين لنا أن أهمية سوق الأوراق المالية تكمن في الوظائف التي تؤديها وما ينتج عنها، وفيما يلي نستعرض أهم هذه الوظائف:

أولاً: ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته: فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء، متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، وكما يرغب أيضاً في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة¹، وطالما أن البورصة تعمل بصورة دائمة ومستمرة نظراً لأنها تحصر تعاملها في مكان ثابت لا يجوز التعامل في غيره، ويظل هذا التعامل في الساعات المخصصة للعمل يوميا، كما أنها تحصر التعامل في أيدي السماسرة، وهو ما يضمن سرعة تداول الأوراق المالية، حيث يتم الشراء والبيع في أي وقت².

ثانياً: مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية: وهذه الوظيفة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى فلا يجب أن توفر سوق الأوراق المالية تسهيل التسويق على حساب الأسعار، بمعنى أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون لديه فرص كبيرة لبيع أوراقه عند الحاجة، فإنه يحرص أيضاً على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته³، وسوق الأوراق المالية لها دور في تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة. حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية خلال العرض والطلب والذي يعكس بصورة أقرب إلى الدقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية وفقاً لظروف السوق السائدة، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركة وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية. ويمثل السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبايع (أعلى سعر طلب)، وللمشتري أدنى سعر عرض⁴.

ثالثاً: مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل: حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشأة المقيدة بسوق الأوراق المالية (البورصة) في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة بالبورصة. لأن قيد هذه الأوراق في البورصة يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة هذه المنشأة وكفاءتها بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها، ويسهل هذا من

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية (الدار الجامعية، مصر، 2002)؛ ص: 300.

² محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الأجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية (دار الفكر الجامعي، مصر، 2012)؛ ص: 37.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق؛ ص: 301.

⁴ أحمد محمد لطفى أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية (دار الفكر الجامعي، مصر، 2008)؛ ص: 33.

توجيه المستثمرين لمخدراتهم نحو هذه الأوراق المالية وبالتالي تحصل المنشأة على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل¹.

رابعاً: تقويم الشركات والمشروعات مما يساعد على تحسين كفاءتها: إذ أن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي²، وهذا ما قد يؤدي إلى حث إدارة الشركات صاحبة هذه الأوراق على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تتعرض أوراقها إلى الهبوط، أو إلى انخفاض حجم التعامل عليها³.

خامساً: توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار، تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث الأداة الاستثمارية والتكلفة والعائد والمخاطرة⁴، وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها من جانب آخر، فسوق الأوراق المالية تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار بها، وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشداً عن اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها⁵.

سادساً: توظيف الأموال: فسوق الأوراق المالية تعمل على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية، الأمر الذي يعني أنه في حالة عدم وجود هذه السوق، فإن الوحدات الاقتصادية لن تقوم ببرامجها الاستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها المتاحة لديها، مما قد يجعلها تؤجل القيام بهذه البرامج الاستثمارية لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري، ومن ناحية أخرى قد تكون هناك وحدات اقتصادية لديها مدخرات متراكمة، ولكن ليس لديها فرص استثمارية متاحة، ومن ثم تبقى الأموال لديها عاطلة⁶.

سابعاً: تعد مؤشراً لحالة الاقتصاد القومي مستقبلاً: لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية، فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر⁷.

¹ رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق- رأس المال- المؤسسات) (الدار الجامعية، مصر، 1999)؛ ص: 47.

² أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق؛ ص: 33.

³ محمد شكري الجميل العدوى، مرجع سابق؛ ص: 37.

⁴ حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشقة (دائرة المكتبة الوطنية، الأردن، 2002)؛ ص ص: 11-12.

⁵ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق؛ ص ص: 302-303.

⁶ محمد شكري الجميل العدوى، مرجع سابق؛ ص: 40.

⁷ أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق؛ ص: 34.

ثامنا: تمويل خطط التنمية الاقتصادية: حيث أن خطط التنمية عادة تكون بحاجة لتمويل طويل الأجل والبنوك التجارية لا تستطيع تحمل مخاطر تمويل خطط التنمية التي تستلزم تمويل طويل الأجل، حيث يتم تمويلها عن طريق سندات حكومية في البورصة طويلة أو متوسطة الأجل¹.

تاسعا: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية².

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها المنشآت المالية السلعة الأساسية التي تتداول في سوق الأوراق المالية وأهمها الأسهم التي تمثل حقوق الملكية، والسندات التي تمثل المديونية، هذا وقد استحدثت في الآونة الأخيرة مستجدات فيما يخص هذه الأوراق حيث ظهرت الأوراق المالية الهجينة المتمثلة في الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى الأوراق المالية المشتقة، وسنتطرق إلى جميع هذه الأنواع في هذا المطلب.

الفرع الأول: الأوراق التي تمثل حقوق ملكية (الأسهم): وسنقسم هذا الفرع إلى:

أولا: مفهوم السهم: تعتبر الأسهم بمثابة السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية وللسهم مفاهيم عدة منها:

1. لغة: السهم واحد السهام، وهو في اللغة يطلق على عدة معان منها: النصيب المحكم تقول: لي في هذا الأمر سهمة: أي نصيب وحظ من اثر كان لي فيه، ويجمع على أسهم وسهام وسهمان وسهمة، وساهم في الشيء اشترك فيه³.
2. اصطلاحا: يطلق السهم في اصطلاح الاقتصاديين تارة على الصك، وتارة على النصيب الذي يعطي للمساهم⁴:

فبالاعتبار الأول يعرف بأنه، صك يمثل جزءا من رأس مال الشركة يزيد وينقص تبع رواجها.

وبالاعتبار الثاني يعرف بأنه: نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال

وعرف أيضا بأنه "صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح"¹.

¹ يونس عليان الشوكي، أثر المعلومات المحاسبية التي خضعت للمراجعة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 28، بغداد، 2011؛ ص: 339.

² محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سابق؛ ص: 42.

³ عيد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة (دار الفكر الجامعي، مصر، 2007)؛ ص: 2.

⁴ أحمد محمد لطفى أحمد، مرجع سابق؛ ص: 45.

ثانيا: خصائص الأسهم العادية: وتتمثل في²:

1. تساوي قيمة السهم: ويعني ذلك عدم جواز إصدار أسهم بقيم مختلفة، والحكمة من ذلك هي تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة، وتيسير توزيع الأرباح على المساهمين، وتنظيم سعر الأسهم في سوق الأوراق المالية.
2. عدم قابلية السهم للتجزئة: ومعنى ذلك أن مالك السهم يجب أن يكون شخصا واحدا في مواجهة الشركة، ولا يجوز أن يتعدد مالكو السهم أمام الشركة إن كانوا ورثة، حتى يتسنى تسهيل معرفة الشركة لحاملي الأسهم وممارسة حقوقهم كاملة كحق التصويت في الجمعيات العامة.
3. تحديد مسؤولية المساهم: تقتصر مسؤولية المساهم عن ديون الشركة في حدود ما يملكه من نسبة في أسهم الشركة فقط خلاف حال الشريك في شركات الأشخاص عموما فتكون مسؤوليته غير محدودة لتصل إلى أمواله الشخصية.
4. قابلية السهم للتداول: وذلك إما بالطرق التجارية كالمناولة إذا كان السهم لحامله، أو بالتظهير إذا كان إذنيا، أو بالتقيد في سجل الشركة إذا كان اسميا، وقد تنتقل ملكية السهم بطريق الميراث.
5. ليس له تاريخ استحقاق: كونه يمثل حق ملكية حقيقية لمنشات قائمة على أساس مبدأ الاستثمارية
6. عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح أو خسارة وذلك تبعا للظروف الاقتصادية المحيطة بالمنشأة

ثالثا: حقوق المساهمين العاديين: من أهم الحقوق التي يتمتع بها المساهم العادي³:

1. الحق في الأرباح الموزعة: يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة، كما أنها غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا حسب ما يقرره مجلس الإدارة والجمعية العمومية للشركة المصدرة للسهم.
2. حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة المصدرة للسهم: ويعتبر التصويت وسيلة للسيطرة على الشركة، حيث يتم التصويت على مسائل هامة جدا كاختيار أعضاء مجلس الإدارة الذي سيقود شركتهم، أو كتعديل القانون الأساسي للشركة وكيفية توزيع الأرباح بين الشركاء باختلاف أصنافهم، واتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة وغيره من المسائل.

¹ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013؛ ص: 34.

² بالاعتماد على:

- عيد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق؛ ص: 4-8.

- محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 36.

- خالد عبد الرحمن جمعة يونس، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011؛ ص: 32.

³ محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية (سلسلة التعريف بالبورصة، ج2، 2002)؛ ص: 16-23.

3. **حق الأولوية في الاكتتاب:** بمجرد اصدرنا أسهم عادية جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة.
 4. حق نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريقة أخرى.
 5. حق الاطلاع على وثائق الشركة خاصة ووثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين.
 6. **حق المساهم في موجودات الشركة بعد التصفية:** تصفى الشركات لعدة أسباب كمغادرة الشركة محل التصفية للنشاط نهائيا أو لعجزها عن تسديد ديونها. عندئذ تقوم ببيع أصولها وتسدد ما عليها من ديون، ثم تدفع نصيب حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين. كما انه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فان حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة، لان مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.
- رابعاً: أنواع الأسهم:** يوجد العديد من المعايير والأسس التي تتخذ كأساس لتقسيم الأسهم وذلك على النحو التالي:

1. من حيث الشكل: نميز بين¹:

- أ- **السهم الاسمي:** وهو الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المفيدة في السجل
- ب- **السهم لحامله:** وهو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب الحيازة المادية، ويحصل التنازل عن السهم بتسليمه من يد إلى يد أخرى.
- ت- **السهم لأمر:** من المحتمل أن تصدر الشركة أسهما لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية، مما يجعلها لا تتعقب تداولها ولا يمكنها التعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم. حيث يذكر اسم صاحب الحق في السهم مسبقاً بعبارة "الأمر" أو "الإذن" ويكون نقل ملكية هذه الأسهم عن طريق تظهير صك السهم من البائع وتحويله للمشتري، فيصبح المشتري مالكا لها كسائر الأسهم التي تحمل شرط لأمر².

2. من حيث طبيعة الحصة المقدمة: نميز بين³:

- أ- **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً، وتسمى أيضاً بأسهم رأس المال
- ب- **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، إذ أن البعض قد قدم حصة عينية مالية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الأسهم، ويتمتع حملة الأسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الأسهم النقدية.

¹ شمعون شمعون، البورصة (دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998)؛ ص: 23.

² محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 37.

³ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007؛ ص: 22.

ت- **حصص التأسيس:** وهي صكوك لا تمثل حصة في رأس المال وإنما تعطي لحاملها الحق في أرباح الشركة. وهذه الصكوك يتم منحها لبعض المؤسسين مقابل التنازل عن التزام منحته الحكومة، أو حق الحقوق المعنوية كبراءة الاختراع.

3. **من حيث استهلاكها:** ويقصد بها رد القيمة الاسمية للمساهم أثناء حياة الشركة - دون انتظار لانقضائها بانتهاء مدتها أو الحل أو التصفية - أي أن استهلاك الأسهم يحدث استثنائياً، لأن الأصل هو عدم استهلاك الأسهم وعدم استرداد المساهم قيمة أسهمه، إلا بعد حلول فترة انتهاء وجودها أو تصفيتها وتقسيم موجوداتها، وتنقسم إلى¹:

أ- **أسهم رأس المال:** هي التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند تصفيتها انقضائها، أي يزول الأمر الذي أنشأت من أجله.

ب- **أسهم التمتع:** وهي أسهم تعطى للمساهمين بدلاً من الأسهم التي تم استهلاكها (استهلاك رأس مالها) بطريق القرعة ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي أي أن الحكومة يؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الامتياز، ومن ثم تقوم الشركة باستهلاك نسب من الأسهم حتى تستهلك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز².

ففي مثل هذه الحالات تعمل الشركة إلى رد قيمة أسهم المساهم، وتمنحه بدلاً من ذلك سهم تمتع، يخوله حقوق أسهم رأس المال إلا في الأرباح، كما يستوف أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم قبل ملاك أسهم التمتع في موجودات الشركة عند تصفيتها³.

4. **أسهم أخرى:** نذكر منها⁴:

أ- **أسهم الضمان:** وهي أسهم غير قابلة للتداول يقدمها عضو مجلس إدارة الشركة المساهمة لضمان إدارته، حيث لا يجوز تداول هذه الأسهم حتى تنتهي مدة وكالة العضو في مجلس إدارة الشركة ويصادق على ميزانية آخر سنة مالية قام فيها بأعماله.

ب- **أسهم منح (مجانية):** وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً، في حالة زيادة رأس مالها على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم بالتساوي، ويعتبر حق المساهمين في الحصول عليه.

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت في السنوات الأخيرة اتجاهات جديدة للأسهم تتمثل في:

¹ محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 38.

² محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها(دار الوفاء، مصر، 2000)؛ ص: 47.

³ محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 38.

⁴ المرجع السابق؛ ص: 38-39.

5. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة، على سبيل المثال أصدرت شركة جنرال موتورز أسهم أطلق عليها الفئة E، حيث ربطت الشركة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الالكترونية بالشركة¹.

6. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: والأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها - في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة - بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة. كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء الأسهم - من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها².

7. الأسهم العادية المضمونة: هي نوع من الأسهم العادية، التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم وإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد المنصوص عليه، أو تجاوز الانخفاض هذا الحد، ولكن بعد انتهاء الفترة المحددة، فلا يمكن للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض³.

الفرع الثاني: الأوراق التي تمثل دين (السندات): وقسم هذا الفرع إلى :

أولاً: تعريف السند:

يعرف السند بأنه بمثابة عقد بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المنفق عليها في تواريخ محددة⁴.

كما تعرف بأنها صك مديونية وليس صك مشاركة أو ملكية في رأس المال، كما انه يدر عائد أو فائدة سنوية ولا يرتبط بما تحققه الجهة المصدرة له من أرباح وخسائر، ولها أجل استحقاق محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها، وتعتبر السندات وسيلة من وسائل الحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل وذلك في حالة عدم لجوء الجهة المصدرة إلى زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة⁵.

¹ جلال ابراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2003)؛ ص: 24.

² رسمية قرياقص، مرجع سابق؛ ص: 22.

³ جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 24.

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات (الدار الجامعية، مصر، 2005)؛ ص: 21.

⁵ حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012)؛ ص: 51.

ثانياً: **خصائص السند:** للسندات خصائص تتميز بها عن الصكوك الأخرى، وهي كالاتي:

1. خصائص عامة: وتتمثل في¹:

- أ- قرض السندات قرض جماعي، حيث تقوم الشركة بالتعاقد مع مجموعة من المقرضين، فتقوم بإصدار المبلغ الإجمالي للقرض عدد من السندات متساوية القيمة.
- ب- السند صك قابل للتداول، إذا كان اسمياً فإن تداوله يكون مقيد في سجلات الشركة، وإذا كان لحامله فيتم تداوله إما بالبيع أو الشراء أو التنازل، إذا أراد المستثمر التخلص منه قبل تاريخ استحقاقه.
- ت- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير في شأن حامل السند، فلا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد.
- ث- السند أداة دين لذا يعطي لحامل السند الأولوية في تصفية حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها قبل حاملي الأسهم في حالة الإفلاس أو تصفية الشركة².
- ج- قرض السند طويل الأجل تتراوح مدته غالباً بين سنة و30 سنة، مصرح به في عقد الإصدار ويعتبر عنصراً هاماً في تحديد معدل الفائدة، وكذلك سعره السوقي.

2. خصائص منفردة: إن جزءاً كبيراً من السندات - وليس كلها- يتسم بالخصائص التالية³:

- أ- **قابلية الاستدعاء:** والتي بموجبها يمكن للجهة المصدرة للسندات المعنية أن تشتت إمكانية قيامها باستعادة هذه السندات وإطفائها وفق الشروط المتفق عليها، وذلك إما في أي وقت ستحدده مستقبلاً أو سينبه إلى ذلك قبل فترة معينة مثل شهر واحد، وفي أي حالة كانت حالة التسديد الفوري لقيمة السند ودون إعلام مسبق أو حالة التسديد المؤجل بعد فترة محددة من الإعلام فإن خسارة مالية ستترتب على قرار الاستدعاء هذا، حيث سيحرم المحقق بالسند من أي تغيير إيجابي قد يحدث في قيمته وخاصة عند انخفاض سعر الفائدة.
- ب- **قابلية التحويل إلى أسهم عادية:** والتي تسمح لحاملي السندات بالإفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه، ولا شك بأن ذلك قد يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضاً، حيث أن قابلية تحويل السندات إلى الأسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى أن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية وخاصة عندما تزداد قيم هذه السندات.
- ت- **قابلية التسديد الجزئي (السنوي):** وهنا تتعهد الجهات المصدرة للسندات - وذلك تحفيزاً للمستثمرين - باستعادتها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنوياً وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم التالية

¹ خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012، ص: 36.

² محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 41.

³ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية (دار صفاء، الأردن، 2003)؛ ص ص: 111-112.

ولاشك بان هذه القابلية تمثل ضمانا للمستثمرين فتعمق ثقتهم بالأداة المذكورة غير أن ذلك جانبا سلبيا أيضا لان التسديد الجزئي يحمل خصما على الفوائد المستحقة. أي تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون فعلا اقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة.

ثالثا: حقوق حملة السندات: ويمكن إجمال هذه الحقوق في النقاط التالية¹:

1. لحامل السند حق الأولوية في الحصول على قيمة السند عند التصفية قبل حملة الأسهم
2. يحق لمالك السند من فائدة ثابتة، مهما كانت أوضاع الشركة المصدرة للسند من ربح أو خسارة، يستوفها في المواعيد المتفق عليها عند الاكتتاب في هذه السندات.
3. الحق في استرداد القيمة الاسمية للسند في الموعد المتفق عليه مسبقا دون تأخير أو استهلاك السندات.
4. الحق في إنشاء هيئة لحاملي السندات، تحضر الجمعيات العامة للشركة، ويحق لهذه الهيئة اتخاذ التدابير التحفظية لحماية حقوق حملة السندات.

رابعا: أنواع السندات: يمكن تقسيمها حسب الحثثيات والاعتبارات المتبعة، نذكر أهمها:

1. حسب طريقة السداد: نميز بين²:

- أ- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق: حيث يتم استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق عن طريق الاختيار العشوائي أو القرعة.
- ب- سندات غير قابلة للاستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق: يتم تسديد قيمة السندات عند حلول موعد الاستحقاق.

2. أنواع السندات من حيث أجل الاستحقاق: ونجد ثلاثة أنواع³:

- أ- سندات قصيرة الأجل: التي لا يتعدى أجل استحقاقها سنة، ويتعامل بها في سوق النقد.
 - ب- سندات متوسطة الأجل: وهي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة ولا يتعدى السبع سنوات.
 - ت- سندات طويلة الأجل: وهي التي يزيد أجل استحقاقها عن سبع سنوات.
3. أنواع السندات باعتبار مصدرها: تنقسم السندات باعتبار الجهة التي تقوم بإصدارها، إلى الأقسام التالية⁴:

¹ محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 40.

² بالاعتماد على:

- علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية (دار الاصدار العلمي، الأردن، 2012)؛ ص ص: 131-138.

- محمد غزال، مرجع سابق؛ ص ص: 42.

³ سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص: 24.

⁴ محمد غزال، مرجع سابق؛ ص ص: 42-43.

أ- **سندات الهيئات والمنظمات الدولية والإقليمية:** وتتنوع باختلاف الهيئات والمنظمات المصدرة لها كالبانك الدولي، والتي يجري إصدارها وتداولها في مختلف الأسواق المالية العالمية، عبر المؤسسات المالية المختلفة، وذلك بتجميع الفوائض المالية للدول لتمويل الاستثمارات، أو بإعادة إقراضها لتغطية العجز في موازين المدفوعات للدول.

ب- **السندات الحكومية:** تصدر الحكومات في مختلف البلدان عن طريق البنك المركزي، سندات متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً من طرف هذه الدول، لتغطية مصاريفها من الإنفاق العام أو استعمالها كأداة للسياسة النقدية لامتصاص السيولة، وهي تنقسم بدورها إلى:

- **السندات الادخارية:** وهي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل كما لا يجوز لحامله رهنها لصالح الغير. وتعد وزارة المالية المصدر الوحيد لشراء تلك السندات أو اللجوء إليها لاسترداد قيمتها عند استحقاق أجلها.

- **سندات الخزينة:** تصدرها الحكومة ويطلق عليها سندات أوراق الخزانة، آجالها في المدى القصير وتتراوح بين ثلاثة أشهر والعام، كما لا تحمل فائدة وإنما تباع بخضم معين على قيمتها الاسمية، أو تمنح الحكومة عليها فائدة محددة لأجل معين ولا تتجاوز مدتها العام الكامل.

- **سندات البلدية:** تصدرها هيئة تابعة للحكومة، أو البلديات، أو الإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة الدخل.

- **شهادات الاستثمار:** وهذه الشهادات تصدرها عادة البنوك، وتعتبر دين في ذمة الحكومة.

ت- **سندات الشركات:** وتعرف بسندات القطاع الخاص، وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، وذلك لتمويل مشاريعها أو توسيع استثماراتها، وتكون مضمونة في الغالب بأصول هذه الشركات. وتتميز هذه السندات، بأنها تصدر بمعدلات فائدة اعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، ولكنها أكثر تعرضاً للمخاطر المترتبة على احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية في التواريخ المتفق عليها مسبقاً.

وتصدر هذه السندات بدرجات أو رتب مختلفة حسب جودتها، وتنقسم إلى:

- **سندات عالية المردودة:** وهي سندات ذات جودة عالية، يعتبر مصدرها ذا ملائمة مالية ممتازة ودرجة تصنيف ائتماني عالية ومخاطر متدنية، وهي بذلك تدر أرباحاً كبيرة.

- **السندات الرديئة (متواضعة الجودة):** تصدر من أجل تمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة التي يديرونها، وتستخدم حصيلتها لشراء أسهمها المتداولة في السوق.

4. حسب نوع الإصدار: نميز بين¹:

أ- **سندات مصدرة بالقيمة الاسمية:** وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية معينة مدونة على السند، هذه القيمة هي التي تتعهد الجهة المصدرة بتسديدها عند آجال استحقاقها.

ب- **سندات مصدرة بعلاوة:** وهي السندات التي يتم إصدارها بقيمة اسمية معينة، على أن تتعهد الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند مضافا إليه مبلغ معين يسمى علاوة، وهي تعتبر إحدى السياسات التي تقوم بها الشركة التي تعمل على تشجيع المدخرين على الاكتتاب في سنداتها، فالسندات في هذه الحالة تباع بقيمة أقل من القيمة الاسمية.

ت- **سندات مصدرة بخصم الفوائد مقدما:** حيث يدفع المستثمر قيمة السند الاسمية مخصوم منها الفوائد، وعليه يتم إصدار السند بقيمة أقل من القيمة الاسمية، وعند الرد تلتزم الشركة برد قيمته الاسمية، فالفارق بين القيمة الاسمية والقيمة التي اصدر بها تسمى بخصم الإصدار.

ث- **سندات مصدرة بالأنصبة:** وهي سندات يمنح لها مبالغ كبيرة عند استهلاكها، ويتم اختيارها بطريقة القرعة، وهذه المبالغ تزيد بكثير عن القيمة الاسمية للسند.

5. أنواع السندات من حيث شكل الإصدار: تقسم السندات من حيث زاوية الشكل الذي تصدر به إلى²:

أ- **سندات لحامله:** يكون "السند لحامله عندما يصدر خاليا من اسم المستثمر" (مالكه)، كما لا يسجل في هذه الحالة اسم المالك الجديد في سجل الملكية لدى جهة الإصدار. وتنتقل ملكية السند بطريق الاستلام.

ب- **سندات اسمية أو المسجلة:** وهي "سندات التي يصدر ويذكر فيه اسم صاحبه (دائن)" كما يوجد سجل خاص بملكية السندات محتفظ به لدى الجهة المصدرة. ويمكن التسجيل كاملا فيشمل التسجيل على أصل الدين وفائدته وقد يكون جزئي ويقتصر التسجيل على أصل الدين فقط.

6. أنواع السندات من حيث الضمان: وتنقسم إلى سندات مضمونة وغير مضمونة³:

أ- **سندات الغير مضمونة بأحد أصول الشركة:**

فيعتمد فيها التزام المصدر بالوفاء لحامل السندات فقط، ويكون "الضامن الوحيد سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وحجم إيراداتها" وتعرف بالسندات العادية. وفي حالة حل الشركة أو إشهار إفلاسها يعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة، وتحصل ديونهم من أصول الشركة.

ب- **السندات المضمونة:** وهي "السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة وتعرف باسم سندات الرهن أو السندات العقارية"، وتكون في العادة أصلا حقيقيا مثل المباني والأراضي والآلات، ففي حالة توقف الشركة المصدرة للسندات عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخر في دفع الفائدة أو

¹ سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص: 24.

² محمد غزال، مرجع سابق؛ ص: 43.

³ المرجع السابق؛ ص: 44.

عدم سداد الأصل الدين في تاريخ استحقاقه أو في حالة إفلاس الشركة، فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته.

7. أنواع السندات حسب أسلوب تحديد الفائدة: ونميز بين نوعين من السندات¹:

أ- سندات ذات معدل فائدة ثابت: حيث يحدد سعر الفائدة قبل التعاقد مهما كانت النتيجة ربح أو خسارة.
ب- السندات ذات معدل فائدة عائ (متغير): وقد استحدث هذا النوع في الثمانينات بغرض مواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة ما يحدد سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دورياً كل نصف سنة بهدف تعديله.

8. أنواع السندات من حيث قابلية التحويل: ويمكن التمييز بين نوعين هما²:

أ- غير قابلة للتحويل: "لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها لأسهم عادية للشركة المصدرة". وعادة ما تكون ذو معدل فائدة اعلي من تلك السندات القابلة للتحويل.

ب- سندات قابلة للتحويل: ويمكن أن نجد الأنواع التالية:

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وهي التي "تخول لحاملها الحق إن استبدلوا بها عددا من الأسهم العادية" التي تصدرها الشركة وهذا عندما يتم ذكره في نشرة الاكتتاب.
- السندات القابلة للتحويل إلى سندات أخرى: وهي "السندات التي تصدرها الحكومات، وتخول لحاملها الحق في أن يستبدلوا بها سندات أخرى" في تاريخ استحقاقها إذا رغب حاملوها في ذلك.
- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات: وهي التي "تعطي الحق لحاملها بتحويلها إلى أسهم عادية أو سندات".

9. بالإضافة إلى الأنواع السابقة الذكر، نجد اتجاهات جديدة للسندات نذكر منها:

أ- السندات ذات الدخل: هي سندات تحصل على نسبة معينة من دخل الشركة وبالتالي ليس من حق حامل السند مطالبة الشركة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة أرباحاً³، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها الأرباح من أرباح سنة لاحقة⁴.

ب- سندات لا تحمل معدل الكوبون: تباع هذه السندات بخصم عن القيمة الاسمية على أن يسترد صاحب السند القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، ويتمثل مقدار العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند، وسعر البيع في حالة ما إذا باعها⁵.

¹ سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص:25.

² محمد غزال، مرجع سابق؛ ص:44.

³ جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص:35.

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق؛ ص: 22.

⁵ سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص:26.

ت-سندات المشاركة: هي نوع من السندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على العوائد المقررة بالإضافة إلى المشاركة في جزء من أرباح الشركة¹.

ث-سندات رديئة (منخفضة الجودة): استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوظاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً ليعوض تلك المخاطر².

الفرع الثالث: الأوراق المالية الهجينة (الأسهم الممتازة): وتم تقسيم هذا الفرع إلى :

أولاً: مفهوم الأسهم الممتازة: الأسهم الممتازة هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية، فهي تمثل هجيناً من الأسهم العادية والسندات ويمكن إدراجه ضمن أوراق الملكية³.

وحتى تتمكن من فهم المقصود بالأسهم الممتازة نوضح الفروق بينها وبين الأسهم والسندات. تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية أي أنها تشترك مع كل منهما في بعض الخصائص وتختلف في خصائص أخرى فهي⁴:

1. تشبه السندات في أن لها توزيعات أرباح ثابتة تدفع دورياً (كل سنة عادة).
2. تشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة، وأن أصحابها يعتبروا ضمن مالكي الشركة.
3. تختلف عن السندات في أن توزيعات الأرباح الدورية الثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى (ماعدات توزيعات الأسهم العادية) وان هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات (إلا إذا كانت أسهم ممتازة مجمعة للأرباح).
4. تختلف عن الأسهم العادية في أن أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم حق التصويت.

ثانياً: أنواع الأسهم الممتازة: يمكن حصر أنواع الأسهم الممتازة فيما يلي⁵:

1. أسهم ممتازة متراكمة الأرباح: إذا لم تكن الشركة قادرة على دفع الربح، فإن الربح غير المدفوع يتراكم ويدفع بمجرد حصول الشركة على أرباح كافية. يجب تسديد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة قبل أن يحق لحاملي الأسهم العادية استلام أرباحهم.

¹ جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 35.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق؛ ص: 22.

³ خيرة الداوي، مرجع سابق؛ ص: 33.

⁴ فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية (دار الهلال للأوفست، السعودية، ط2، 2006)؛ ص: 14-15.

⁵ بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية (دار الفاروق، مصر، 2006)؛ ص: 26-27.

2. أسهم ممتازة غير متراكمة الأرباح: في هذا النوع من الأسهم، لا يتراكم أي ربح غير مدفوع، ويسقط أن لم تتمكن الشركة من دفعه من الأرباح المتوفرة لها.
3. أسهم ممتازة مشتركة الربح: يحصل حاملوا الأسهم الممتازة على ربح أساسي بالإضافة إلى منحهم بعض الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الزائدة.
4. أسهم ممتازة قابلة للاسترداد: يكون للشركة الحق في استرداد الأسهم في وقت لاحق. وقد يكون هناك تاريخ ثابت محدد لاسترداد الشركة للأسهم.
5. أسهم ممتازة قابلة للتحويل: يمكن تحويل الأسهم في تاريخ لاحق، تبعاً لرغبة حامل السهم، إلى عدد محدد من الأسهم العادية في الشركة.

قد تجمع الأسهم الممتازة بين أكثر من هذه الأنواع، فقد تكون قابلة للاسترداد ومتراكمة في الوقت نفسه.

الفرع الرابع: الأوراق المالية المشتقة

تعرف المشتقات المالية على أنها "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم والسندات أو السلع، ومن أبرز أنواع العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود الخيارات"¹.

كما تعرف على أنها "عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية"².

وبهذا فإن الأداة المالية المشتقة هي عقد مالي مشتق من أداة مالية أصلية كالأسهم والسندات، تستمد قيمتها من قيمة الأصل، وتستخدم لعدة أغراض كالاستثمار والمضاربة وأهمها التحوط من المخاطر.

ومن أبرز أشكالها العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيار، عقود المبادلات.

أولاً: العقود الآجلة: ويتم من خلالها بيع وشراء الأصول المالية في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بان يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد، ويسمى هذا بسعر

1. Shelagh, Heffernan, Modern banking in theory and practice (published by John Wiley & sons Ltd, new york, 1996) ; p :172.

2 محمد بن رجم خميسي، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحقة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009؛ ص:3.

التنفيذ (مثلا تستخدم البنوك العقود الآجلة في عمليات بيع وشراء العملة من أجل توفير سيولة نقدية من عملة غير متوفرة لدى البنك) لتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف¹.

ومن هنا فإن العقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين طرفين².

ثانياً: العقود المستقبلية: تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقداً بين طرفين، أحدها بائع والآخر مشتري بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد، ويعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتسم بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال³.

إن الاختلاف الجوهرى بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية هو أن هذه الأخيرة هي عقود نمطية ومنظمة بشكل رسمي، إذ يتم تداولها في البورصات المالية، وكذا عمليات التعامل بها تكون نمطية ومنظمة، والتميط فيها يتعلق بالأمور التالية⁴:

1. حجم العقد.
2. تاريخ التنفيذ.
3. الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها.
4. متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، ومنها أن يودع كل طرف من طرفي العقد في البورصة مبلغاً معيناً يسمى الهامش المبدئي تتراوح قيمته ما بين 5-10% من قيمة العقد كضمان للوفاء بالالتزامات واثبات الجدية وحسن نية طرفي العقد.
5. المواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة وكذلك الكمية
6. طرق ووسائل تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليها

¹ بوسبعين تسعديت، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومات المحاسبية، ملتقى دولي تحت: عنوان إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، بجامعة العقيد أكلي محند، البويرة؛ ص: 3.

² بن رجم محمد خميسي، مرجع سابق؛ ص: 3.

³ فيصل بلحسن، هدة عبو، مخاطر المشتقات المالية، على الموقع:

iefpdia.com/arab/wp-content/uploads/2010/11/مخاطر-المشتقات-المالية-بلحسن-فيصل-و-عبو-هدة-و-عبو-عمر.pdf

، تصفح يوم 2014/05/30؛ ص: 5.

⁴ مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية للتوريق في أزمة 2008 "دراسة تحليلية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011_2012؛ ص: 3.

ثالثاً: عقود الخيارات (الخيارات): الخيارات المالية عبارة عن عقود مالية لحاملها الحق في بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً ينفذ في تاريخ لاحق محدد مع حرية التنفيذ من عدمه¹.

وبالطبع هناك بالمقابل على مشتري الاختيار بأن يدفع ثمناً لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع فيها من جراء هذا العقد، ويسمى بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه، وبالنسبة للبائع فهو ملزم بالتنفيذ في حال طلب منه ذلك مشتري الحق على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزماً بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك أي إذا كان التنفيذ لصالحه².

وتنقسم عقود الخيار إلى عدة أنواع حسب عدة معايير:

1. حسب تاريخ التنفيذ: نميز بين³:

أ- الإختيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية، أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء، وذلك خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد.

ب- الإختيار الأوروبي: يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخرى، على أن يتم تنفيذ العقد في تاريخ استحقاقه.

2. حسب طبيعة العقد: نجد⁴:

أ- خيار الشراء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الإلتزام بالشراء ويستخدم لتحقيق أغراض المضاربة حيث يحقق المضارب ربحاً نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، أغراض التحوط بمعنى تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع السعر ومن ثم لضمان الشراء بسعر معين أي سعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربما ترتفع كثيراً - وكذا لتحقيق أغراض استثمارية - .

ب- خيار البيع: ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الإلتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الإلتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

¹ فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية (الدار الجامعية، مصر، 2009)؛ ص: 198.

² زاهرة سودة يونس محمد، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006؛ ص: 48.

³ سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص: 28.

⁴ بوسبعين تسعديت، مرجع سابق؛ ص: 4.

3. حسب ملكية الأوراق المالية: ونميز بين¹:

أ- الاختيار المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع يكون محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب- الاختيار غير المغطى: هو حق الاختيار الذي لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

رابعاً: عقود المبادلات: هي التزام تعاقدي بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي، وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق².

وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها³:

1. الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.

2. تخفيض تكلفة التمويل.

3. الدخول إلى أسواق جديدة.

4. استحداث أدوات مركبة.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في سوق الأوراق المالية، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من الأسهم التي يتم تداولها فيه، وعادة ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية المستهدف قياسه.

الفرع الأول: تعريف المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية

تعد المؤشرات مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، فما المقصود بالمؤشر وما علاقته بالحالة الاقتصادية؟.

¹ مريم سرارمة، مرجع سابق؛ ص: 51.

² بوسبعين تسعديت، مرجع سابق؛ ص: 4.

³ فيصل بلحسن، هبة عدو، مرجع سابق؛ ص: 7.

أولاً: تعريف المؤشر:

تعددت تعريفات المؤشر فنجد منها من يعتمد في تعريفه على الهدف من المؤشر "مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى"¹.

ومنها من يركز على التغيرات في الأسعار " أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات"²

ومنها من يركز على كيفية استخدام المؤشر: "هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها"³.

ثانياً: علاقة المؤشر بالحالة الاقتصادية

طالما أن نشاط المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت هذه السوق بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل، من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغير قبل فترة زمنية⁴، وعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فيطلق على سوق رأس المال السوق الصاعدة، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فيطلق عليها السوق النزولية وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي انه عندما يعتقد المضارب بان السوق سوف يأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود، والعكس⁵.

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001

و2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2011_2012؛ ص:56.

² حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، 2011؛ ص:94.

³ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011-2012؛ ص:144.

⁴ سليم جابو، مرجع سابق؛ ص:56.

⁵ عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد27، سنة2004؛ ص:07.

الفرع الثاني: استخدامات المؤشر: و نذكر منها¹:

أولاً: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار أن يقارن بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

ثانياً: الحكم على أداء المديرين المحترفين وفقاً لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر العادي الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة بالسوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية (البنوك، شركات التأمين، وشركات الاستثمار...)، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق، وينبغي أن لا تركز المقارنة على العائد فقط بل ينبغي أن يؤخذ في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق.

ثالثاً: التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذا أمكن المحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه أنه أن يؤدي أي اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

رابعاً: تقدير مخاطر المحفظة: بحيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق.

الفرع الثالث: بناء المؤشر وطرق حسابه

سنوضح من خلال هذا الفرع كيفية بناء المؤشر أولاً ثم كيفية حسابه.

أولاً: بناء المؤشر: يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية²: أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي، أن يراعي القواعد الإحصائية، أن يكون قابلاً للتسعير.

¹ بالاعتماد على:

- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية (دار الكتب والوثائق العمومية، مصر، 2010)؛ ص: 281.
- سليم جابو، مرجع سابق؛ ص 57.
- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة (دار التعليم الجامعي، مصر، 2010)؛ ص: 269.

² حسين قبيلان، مرجع سابق؛ ص 75.

ورغم الاختلاف في طريقة حساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعها على عنصرين هما:

1- **ملائمة العينة:** يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع موضع الدراسة¹. أما بالنسبة للعينة هنا فنقصد بها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي الحجم والانتساع والمصدر، فبالنسبة للحجم فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق، أما الانتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق، أما المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون مصدر السوق الأساسية التي تتداول فيه الأوراق المالية².

2- **الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر³:

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها.

ب- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر⁴. ويعاب على هذا المدخل أنه لا يأخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، ويضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبي متساوياً في السنة الأولى فإن هذا التساوي دائماً ما يختفي مع التغير في الأسعار⁵.

ت- **مدخل الأوزان على أساس القيمة:**⁶ أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجاوز العيب الأساسي في مدخل السعر. إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة⁷. ويتم حساب المؤشر وفقاً لأسلوب القيمة حسب المعادلة التالية:

¹ علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سابق؛ ص: 70.

² بن حاسين بن عمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود، بنوك

ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012-2013؛ ص: 65

³ ميادة صلاح الدين تاج الدين، بشار ذنون محمد الشكرجي، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 89، سنة 2008؛ ص: 79.

⁴ حسين قبلاز، مرجع سابق؛ ص: 96.

⁵ سليم جابو، مرجع سابق؛ ص: 59.

⁶ حسين قبلاز، مرجع سابق؛ ص: 97.

⁷ ميادة صلاح الدين تاج الدين، بشار ذنون محمد الشكرجي، مرجع سابق؛ ص: 79.

$$Index_t = \frac{\sum P_t \cdot Q_t}{\sum P_b \cdot Q_b} \times \text{Begining Index value}$$

حيث: $Index_t$: قيمة المؤشر في الفترة t

P_t : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

P_b : إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس

Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

ومن أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، وبيان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلا وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم منشأة أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك لأنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل العينة.

وعلى الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أسهم المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر ستاندر آندبور، مؤشر نازاداك ومؤشر CAC 40.

ثانيا: طرق حساب المؤشر: تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فمنها من تحسب على أساس الأرقام القياسية ومنها من تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. استنادا لكيفية حساب قيمة المؤشرات، يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات¹:

1- **مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي:** وعادة ماتكون محل مقارنة بأداء محافظ الأوراق

المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون، ويتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي.

2- **مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي:** وتتصف هذه المؤشرات بتقلبها بسرعة شديدة بالمقارنة

بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي، مما يجعلها أقل استخداما.

$$\text{المتوسط الهندسي} = \sqrt[n]{X_1 \times X_2 \times \dots \times X_n}$$

حيث: X : تمثل سعر السهم

n : تمثل حجم العينة، أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر

¹ سليم جابو، مرجع سابق؛ ص:60.

المبحث الثاني: إجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية

إن التعامل في سوق الأوراق المالية يتطلب مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تحكم تصرفات المتعاملين فيه، لتسهيل إبرام الصفقات وتنظيم التجارة في الأوراق المالية، وقد ظهرت في الآونة الأخيرة العديد من القواعد والأساليب في عمليات التداول والتسعير التي سنتطرق لها بهذا المبحث.

المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

مما لا شك فيه أن عصرنا الحاضر قد شهد تطوراً ملحوظاً في مجال المعاملات، حيث ظهرت فيه مستجدات لم تكن موجودة من قبل، ولعل أبرزها المعاملات في سوق الأوراق المالية، ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على أنواع تلك المعاملات (العمليات).

الفرع الأول: العمليات العاجلة:

وهي التي تتم في سوق عاجل، وذلك بأن يلتزم كل من العاقدين بتنفيذ عقودهما، ويسلم البائع الأوراق المالية، والمشتري ثمنها حالاً، أو في مدة لا تتجاوز 48 ساعة، وحينئذ يحتفظ المشتري بها، ويستفيد من أرباحها، ويتحمل خسارتها كذلك، وتقوم السوق "البورصة" بإتمام الصفقة بصفة الوكيل عن الطرفين ويرسل الأوراق للطرفين للتوقيع عليها¹.

الفرع الثاني: العمليات الآجلة

هي عبارة عن العمليات التي تعقد أو تتم بين المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، ويتفق فيها طرفا العقد (البائع والمشتري) على تأجيل الثمن والمثمن (أي تأجيل الوفاء بالثمن إذا كان مشترياً والأوراق المالية إذا كان بائعاً)، إلى وقت محدد مستقبلاً ومتفق عليه مسبقاً يطلق عليه يوم التصفية أو التسوية، يلزم فيه العاقدان على تسوية (أو تنفيذ) العملية بالتسليم والتسلم، أو بمجرد دفع الفرق بين السعرين (سعر يوم التعاقد والسعر في يوم التصفية)، وقد يتفقان على تأجيل موعد التنفيذ إلى أجل آخر، وكيفية التعويض بشروط خاصة فيما بينهما².

وتنقسم العمليات الآجلة إلى ثلاثة أنواع³:

¹ محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي (دار الفكر الجامعي، مصر، 2011)، ص: 17.

² محمد شكرى الجميل العدوى، مرجع سابق؛ ص: 65-66.

³ محمد أحمد حلمي الطوابي، مرجع سابق؛ ص: 18-19.

أولاً: العمليات الشرطية البسيطة: وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله، أو تنفيذ العملية إذ رأى تقلب الأسعار لصالحه على أن يدفع تعويضاً متفقاً عليه سلف.

ثانياً العمليات الشرطية المركبة: وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشترياً أو بائعاً، وأن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه.

ثالثاً: العمليات المضاعفة: وهي التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد، إذ رأى مصلحة في التصفية، على أن يدفع تعويضاً مناسباً متفقاً عليه عند اتضاح الأسعار، ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين.

المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق إصدار الأوامر، حيث أن كل عملية بالسوق تتم بمجرد تلقي الوسيط أمراً بالشراء أو بالبيع، وسنحاول التعرف من خلال هذا المطلب على مفهوم الأوامر بسوق الأوراق المالية وأنواعها.

الفرع الأول: مفهوم الأوامر بسوق الأوراق المالية

يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء كي يبيع أو يشتري في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد المقررة في البورصة.

ويجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح دفعا لكل التباس في المستقبل كبيان نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة وكمية السندات المطلوبة والسعر الذي يريد صاحب الأمر أن تجري الصفقة بموجبه. كما ويجب تسمية الورقة المالية حسب ورودها في التسعيرة وبيان نوعها فيما إذا كانت أسهماً أو سندات، حصصاً أم حقوقاً، وكذلك تحديد نوع الأسهم فيما إذا كانت أسهم رأس مال أو أسهم تمتع، أسهماً عادية أو أسهماً ممتازة، أسهماً قديمة أو جديدة. أما فيما يتعلق بالسندات فيجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار وحقوق التمتع المنبثقة عن الصك.¹

الفرع الثاني: أنواع الأوامر

تتنوع الأوامر الصادرة من المتعاملين في السوق سواء كانت أوامر بيع أو شراء وفقاً لاعتبارات متنوعة، نذكر منها ما يلي:

¹ عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية (دار الكتاب الحديث، مصر، 2010)؛ ص: 79.

أولاً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: ونميز بين:

أ - أوامر السوق:

إن الأوامر بسعر السوق هي الأوامر التي تعطى للوسطاء من دون تحديد السعر، وهي تنفذ وفقاً لشروط السوق، فالأمر بسعر السوق لا يترافق مع أية إشارة للسعر، أي أن الشاري أو البائع لا يشير إن بتاتا إلى السعر. والأمر يجب أن ينفذ أيما كان السعر المسعر. وإذا وصل الأمر إلى البورصة قبل افتتاحها، فيجب أن ينفذ عند ذلك بالكامل¹.

ب - الأوامر المحددة:²

في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، و بعد ذلك لا يملك الوسيط سوى الانتظار لاغتنام الفرصة و ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع. وعادة ما يضع المستثمر حد أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر و ذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت و سعر التنفيذ. و بدلاً أن ينتظر الوسيط حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة و الذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للوسيط، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.

أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر أنه - على عكس أمر السوق - يعرف المستثمر على وجه اليقين الحد الأقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع. أما عن أهم عيوبه فسعر السوق قد لا يصل للسعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً، و حتى لو كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد فإن قاعدة الأمر الوارد أو لا قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن و ذلك إذا كان ترتيبه متأخراً. هذا بالإضافة إلى أنه إذا كان السعر الذي يرغبه المستثمر قريباً من سعر السوق فقد يكون من الأفضل له إصدار أمر السوق ذلك لأن عيوب الأمر المحدد قد تفوق المزايا التي يجنيها من ورائه في مثل هذه الحالات.

ثانياً: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

يكون الفاصل الزمني هو المحدد الأساسي لهذا النوع من الأوامر، حيث نميز بين³:

¹ محمد يوسف ياسين، مرجع سابق؛ ص: 102

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 127.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (منشأة المعارف، مصر، 2002)؛ ص: 125.

أ - أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر:

يقصد بالأمر الذي مدته يوم ذلك الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم - وهو يعتبر أمر السوق لأنه لا يحدد سعر معين للتنفيذ - و غالبا ما يكون هذا النوع من الأوامر مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في ورقة مالية معينة.

أهم ما يميز الأمر بيوم هو أن ظروف السوق و الظروف الاقتصادية إضافة إلى ظروف الشركة، كلها عرضة للتغير بين لحظة و أخرى، و من ثم فإن ما قد يكون ملائما للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائما له في يوم آخر.

أما الأمر الذي مدته أسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، بينما الأمر الذي مدته شهر فإنه ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه الأمر.

و تجدر الإشارة إلى أن الأمر قد يتحدد بفترة أكبر من ذلك (شهرين أو أكثر) و قد تمتد مدته لتتحول إلى أمر مفتوح.

ب - الأوامر المفتوحة:

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه، و يرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان و مخاطر تغير المعلومات، فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمرا مفتوحا نظرا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، و حتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائما لتنفيذه. كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، في هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبقت الإشارة إليها بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة. وإذا ما وصل السوق معلومات كان من شأنها انخفاض القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة.

ثالثا: الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ: نجد من هذه الأوامر ما يلي:¹

أ - الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية:

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر.

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص ص: 128-129.

ب - الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد زمنا (وقتا) معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

رابعا: الأوامر الخاصة: ومن هذه الأوامر نجد:

أ - أوامر الإيقاف:

تعرف أيضا باسم أوامر إيقاف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف. فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع. وبالعكس، إذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر. وإذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر سوق، وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى الإيقاف على أنه أمر سوق مشروط¹.

ب - أوامر الإيقاف المحددة:

تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف. في حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف وسعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه، فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، وبالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط. والجدير بالذكر أنه إذا تم الوصول إلى سعر الإيقاف فإنه من المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف وإن كان من غير المؤكد تنفيذ أمر الإيقاف المحدد².

ج - أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل و السعر و ما إذا كانت الصفقة بيعا أو شراء وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة. و تجدر الإشارة إلى أن التعامل بهذا النوع من الأوامر يقتصر على العملاء الذين لديهم ثقة كاملة في كفاءة و أمانة الوسيط و قدرته على التحكم.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007)؛ ص: 42.
² المرجع السابق؛ ص: 43-44.

من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للوسيط بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص الملائمة دون انتظار الأوامر المحددة من الوسيط. كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة و لا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظه أوراق مالية.

ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من الوسطاء بهذا النوع من الأوامر لأنه يزيد من عبئ العميل الواقع عليهم إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء¹.

المطلب الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية

يأتي هذا المطلب لدراسة مختلف التقنيات المستخدمة في تسعير الأوراق المالية، حيث لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عنها في الأسواق العادية، أي عن طرق تفاعل قوى العرض والطلب.

الفرع الأول: مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية

سعر سوق الأوراق المالية وبالتحديد البورصة هو القيمة التي يبلغها صك أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على إحدى الصكوك ببعضها أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقا لقانون العرض والطلب².

الفرع الثاني: طرق التسعير في البورصة

فيما يلي سنتعرض لطرق وكيفية تحديد أسعار الأوراق المالية: المتبعة في معظم البورصات العالمية:

أولاً: التسعير بالمناداة³

وتتم التسعيرة عن طريق المناداة بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في المصفق وينادون بأعلى أصواتهم عن ماهية العروض والطلبات التي بحوزتهم، ونظرا للفوضى والضجيج التي يلاحظ وجودها في هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجؤون إلى إرفاق طلباتهم الشفهية بإشارة من اليد وهي بوضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حال الشراء وفي اتجاه عامودي في حال البيع.

وغالبا ما يجتمع الوسطاء فيما بينهم قبل حضور جلسة البورصة ويبدلون غاية جهدهم لمعرفة العروض والطلبات الفعلية. وكثير من الوسطاء لا يفصح عن نيته حتى لا يستغل الآخرون ذلك، بل يكتفي بذكر السند الذي يرغب به دون أن يعلن عما إذا كان بائعا أو مشتريا، فإذا اتفق وسيطان على السعر همس كل منهما في أذن وسيط ثالث ليعلمه فيما إذا كان عرض البيع وطلب الشراء متطابقين أبرمت الصفقة بينهما.

¹ عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 130.

² محمد يوسف ياسين، مرجع سابق؛ ص: 104.

³ عبد القادر الحمزة، مرجع سابق؛ ص ص: 71-72.

ثانياً: التسعير بالدرج:¹

هي طريقة كتابية سهلة و بسيطة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية، في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، و يحتوي هذا الدرّج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض و طلبيات.

في بداية كل حصة بورصية، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجود في الدرّج الخاص بها، و يضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي.

أهم ما يميز التسعيرة بالأدرّاج أنها تتم بطريقة كتابية متميزة بالسهولة والسرعة، كما يتم التعامل بها خاصة بالنسبة للأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانوية.

ثالثاً: التسعير بالصندوق:

تستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع و طلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص، ثم تقوم لجنة البورصة بتحديد الأسعار من خلال حساب معدل تلك العروض و الطلبات².

رابعاً: التسعير بالمقابلة:

و فيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبات الشراء ، تؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه و شراؤه من السندات و الأسهم و حدود الأسعار المعروضة و بذلك يتحدد سعر التوازن³.

يعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما المسعر (موظف في البورصة) و الخبير (مندوب أحد الوسطاء)، إذ يقوم المسعر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة⁴.

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 119.

² محمد شعبان إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية (دار الفكر، سوريا، 2001)؛ ص: 67.

³ هيثم عجام، التمويل الدولي (دار زهران، الأردن، 2006)؛ ص: 90.

⁴ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 120.

خامسا: التسعيرة الرسمية

يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة و غايتها إعلان السعر أو الأسعار التي يتم بموجبها تداول فعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة ، هذه التسعيرة تحتوي على المعلومات التالية¹:

- عدد السندات و قيمة القرض المقبول في التسعيرة
- عدد السندات و قيمة القرض الموضوع في التداول
- إسم الورقة المالية
- بالنسبة للأوراق المالية ذات الدخل الثابت يذكر أيضا الفائدة و مقدار الضريبة و موعد إستحقاق الفوائد
- وأحيانا موعد السحب في حال وجوده
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم
- السعر السابق

¹ عبد القادر حمزة، مرجع سابق؛ ص ص: 73-74.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعد نظرية السوق الكفاء من المواضيع الهامة في الأسواق المالية، فالكفاءة بمفهومها العام تتمثل في تحقيق أفضل النتائج بأقل وقت وجهد وتكاليف، غير أن لكفاءة سوق الأوراق المالية شأن آخر - مع أنه يتوافق مع هذا المفهوم في بعض جوانبه - فالسوق يكون كفوًا اعتمادًا على مقدار ثقة المستثمرين بالمعلومات المتاحة.

المطلب الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية وأنواعها

من خلال هذا المطلب سنتعرف على مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية وأنواعها المختلفة.

الفرع الأول: مفهوم الكفاءة في سوق الأوراق المالية

يوجد العديد من التعاريف الموضحة لمفهوم الكفاءة نذكر منها:

"يعكس مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواه"¹.

"أن كفاءة السوق تعني الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها"².

"أن كفاءة السوق تعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين التوصل إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم"³.

"تدور نظرية الكفاءة حسب مؤسسها فأما حول مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع، فوفقًا لمفهوم الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة عنها"⁴.

"في ضوء كفاءة السوق لا يكون من السهل تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلا في السعر"⁵.

ومن هنا يمكن استخلاص أن كفاءة السوق تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بشأن الأسعار السوقية وبالتالي يصعب تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على

¹ صيفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011-2012؛ ص: 5.

² محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي (زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009)؛ ص: 41.

³ عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) (دار الرضا، سوريا، 2002)؛ ص: 47.

⁴ محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2007-2009، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012؛ ص: 39.

⁵ محمد الصيرفي، البورصات (دار الفكر الجامعي، مصر، 2008)؛ ص: 31.

المعلومات المتاحة في السوق لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلا في السعر، أي أن السعر السوقي للسهم سيكون مساوي للقيمة الحقيقية للسهم.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك نوعان من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

أولاً: الكفاءة الكاملة: ويقصد 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 تكاليف¹.

وعليه يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية²:

1. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف، وفي ضل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة.
2. عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها، مع حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
3. للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.
4. وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
5. اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

وبالرجوع إلى هذه الشروط نجد أنه لا يبدوا منها ما هو واقعي من الناحية العلمية سوى الشرط الأخير، فبالنسبة للشرط الأول لا يوجد ما يضمن أن يكون لأحد المتعاملين في سوق الأوراق المالية علاقة صداقة أو قرابة في المنشأة المعنية تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما أنه في الشرط الثاني والثالث لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف وقيود على المعاملات في أسواق الأوراق المالية، أما فيما يتعلق بالشرط الرابع فإن وجود عدد كبير من المؤسسات التي تبرم صفقات ضخمة على نوع من الأوراق المالية من شأنه ترك أثر على سعر هذه الورقة المالية. أما بالنسبة للشرط الأخير فهو واقعي وقابل للتحقيق بسعي كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة، فالكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوافر في السوق، إذ من المستحيل تحقيق

¹ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 7، 2009-2010؛ ص: 183.

² بالاعتماد على:

- ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل (مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 2012)؛ ص: 37-38.
- ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008)؛ ص: 9.

الكمال في استيفاء الشروط الأربعة الأولى، فالشرط الأخير إذا هو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حداً أدنى من الشروط، وبهذا فإننا ننقل من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية¹.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول بعض المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية لسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل².

المطلب الثاني: متطلبات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

لكي يكون سوق الأوراق المالية على أعلى درجة ممكنة من الكفاءة يجب أن تتوفر فيه سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وسنتعرض لكل منهما في هذا المطلب.

الفرع الأول: كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير - بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة³.

ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل للمستثمرين دون تكاليف مرتفعة للحصول عليها، مع تكافؤ فرص الحصول على هذه المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة عادلة، فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين⁴.

الفرع الثاني: كفاءة التشغيل

وتسمى أيضاً بالكفاءة الداخلية، ويمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق توازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل⁵. فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمر لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجع المستثمرين على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة

¹ حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2009)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012؛ ص: 36.

² عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 56.

³ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2003-2004)؛ ص: 183.

⁴ ياسين بوعاملي، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، التحليل والاستشراف الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009-2010؛ ص: 68.

⁵ عبد الحميد بن عزوز، مرجع سابق؛ ص: 57.

وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع كلما كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث على المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف¹. وتقاس هذه الأخيرة بمدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء والعلاقة بين الفارق وكفاءة التشغيل هي علاقة عكسية بمعنى انه كلما قل الفارق بين السعرين زادت كفاءة التشغيل².

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها³:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منها وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضاً نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

¹ محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند السوق الضعيف دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق 2004-2005، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة؛ ص: 310.

² أنطوان الناشف خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية (المؤسسة الحديثة للكتاب، ج2، لبنان، 2000)؛ ص: 66.

³ صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سابق؛ ص: 187.

- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفيق جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة سوق الأوراق المالية هي العلاقة بين المعلومات المتوفرة والقيمة السوقية للورقة المالية، والتي من خلالها يتحدد مستوى الكفاءة. وسيتم توضيح ذلك في هذا المطلب.

الفرع الأول: المستوى الضعيف

تعني الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار، الإيرادات، التوزيعات وغيرها من المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن استعمال تلك المعلومات من قبل المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية وذلك بكل بساطة لأن تلك المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع وهي منعكسة مسبقاً في الأسعار الحالية¹، ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لان التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم².

الفرع الثاني: المستوى المتوسط (شبه القوي)

وتقتضي بان أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. وفي ظل السوق المتوسط الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم³.

¹ محفوظ جبار، اختيار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007؛ ص: 85.

² عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 277.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005_2006؛ ص: 111.

الفرع الثالث: المستوى القوي

تعني الصيغة القوية لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة فحسب، وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لم تنتشر بعد أو غير المعروفة بعد، ذلك أن عملية الحصول على المعلومات غير المعروفة تتم ضمن منافسة قوية بين المحللين والمستثمرين المتعددين، وعليه تقوم السوق بتسعير الأسهم المعنية بصفة فعالة، أي تأخذ تلك المعلومات في الحسبان¹. مما يعني أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات منعكسة على أسعار الأسهم المتداولة².

نلاحظ من خلال ما تم عرضه أنه على قدر توفر المعلومات نستطيع تحديد مستوى الكفاءة في السوق، ويمكن تلخيص ما سبق في الجدول الموالي:

الجدول (01-01): الفرضيات الرئيسية لكفاءة سوق الأوراق المالية

الفرضية	المفهوم	التأثير
الصياغة الضعيفة للكفاءة	أن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار وكميات الأسهم في الماضي
الصياغة المتوسطة للكفاءة	أن كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة
الصياغة القوية للكفاءة	أن كافة المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة كاملة	أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة أو الخاصة

المصدر: مركز البحوث والدراسات، السوق المالية السعودية الواقع والمأمول، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، 1426 هـ؛ ص: 9.

¹ محفوظ جبار، مرجع سابق؛ ص: 87.

² نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007؛ ص: 38.

خلاصة الفصل الأول:

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم سوق الأوراق المالية حيث اتضح لنا من خلال استعراض مجموعة من التعاريف أن سوق الأوراق المالية عبارة عن إطار يجمع وحدات الفائض ووحدات العجز عبر مجموعة من المتخصصين لتداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، ومن ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض و الطلب.

وبالتالي فإنه لتحقق أسواق الأوراق المالية وظائفها لا بد من توفر مجموعة من الوسائل أو الأدوات، ونقصد بذلك الأصول المالية، ولقد ركزنا في دراستنا هذه على الأسهم و السندات بمختلف أنواعها ذلك لأنها تعد السلعة الأساسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.

ثم تعرضنا لقواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال التطرق للأوامر والتسعير في البورصة وأنواعهم والعمليات الآجلة والعاجلة، حيث تم استخلاص أن سوق الأوراق المالية هي سوق لها أنظمة خاصة بها تعمل على تنظيم التجارة بالأوراق المالية.

وأخيرا تطرقنا لدراسة مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية،حيث تم استخلاص أن كفاءة السوق تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة للسوق وبين الوصول إلى نتائج بشأن الأسعار السوقية وبالتالي يصعب تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة في السوق لأن هذه المعلومات تكون قد انعكست فعلا في السعر، أي أن السعر السوقي للسهم سيكون مساوي للقيمة الحقيقية للسهم. كما تم استخلاص أنه لا يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة في الواقع لأنه من الصعب افتراض عدم وجود فاصل زمني بين الحصول على المعلومة وبين التغيير في السعر.

الفصل الثاني:

قرارات الاستثمار في الأسهم

تمهيد:

يتطلع المستثمرون إلى زيادة ثروتهم من خلال اختيار أفضل بديل استثماري يحقق له رغباته، وتعتبر الأسهم أكثر الأوراق المالية المستثمر فيها، إذ تشهد توجها كبيرا من قبل المستثمرين، نظرا لحجم العوائد الذي تتميز به عن غيرها من الأوراق المالية، رغم درجة المخاطرة العالية التي تعرف بها الأسهم، هذا ما جعلها أداة تتطلب الحذر عند اتخاذ القرار الاستثماري فيها.

إن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد من أصعب مراحل الاستثمار في الأوراق المالية، إذ أنه لا يمكن الرجوع فيه، لهذا يبذل المستثمرون قصارى جهودهم لتقييم الأسهم، وعادة ما يتم الاستعانة بمتخصصين في هذا المجال، لأنه من الصعب القيام بعملية تقييم الأسهم، نظرا لما تتطلبه هذه العملية من إلمام شامل بالنظريات الاقتصادية، وطرق التحليل و التقييم ، ظروف السوق و طرق المنافسة، التطور التكنولوجي و تأثيره على المنشآت و المعاملات داخل أسواق الأوراق المالية...

ولتوضيح ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم في الاستثمار.

المبحث الثاني: أساسيات القرار الاستثماري.

المبحث الثالث: مقومات الاستثمار في الأسهم.

المبحث الأول: مفاهيم في الاستثمار

أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة هامة في اقتصاديات الدول المختلفة، فهو يعتبر أحد العوامل الأساسية التي تدخل في تطور المؤسسات وكذا الاقتصاد العام؛ فتحقيق التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لا يمكن تحقيقه إلا برفع معدلات الاستثمار، هذا الأخير الذي يعتبر العنصر الأساسي في عملية التنمية.

المطلب الأول: الاستثمار (مفهوم وأهداف)

يعتبر الاستثمار من المصطلحات الشائعة الاستعمال، فقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة به عند الكثير من الكتاب والاقتصاديين، وسنحاول من خلال هذا المطلب إعطاء مفهوم شامل للاستثمار، كما سنتطرق إلى أهدافه.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار

يوجد العديد من التعاريف الموضحة لمفهوم الاستثمار منها:

"الاستثمار هو التوظيف أو الاستخدام الأمثل لرأس المال"¹.

"الحصول على حقول ترتبط بأصول مادية أو معنوية (غير مادية) بغية الحصول على دخل عاجل أو آجل كما يترأى للمستثمر، أو يلاءم مع حاجته أو رغبته"².

"الاستثمار هو تخلي الفرد عن أموال يمتلكها في لحظة زمنية معينة، لفترة زمنية بهدف الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، تعوضه القيمة الحالية لأموال المستثمرة، بالإضافة للنقص المتوقع بقيمتها الشرائية نتيجة التضخم، مع توفير عائد معقول تعويضا لتحمله عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق تلك التدفقات"³.

يتضح مما سبق أن الاستثمار هو توظيف الأموال في أصول مالية أو حقيقية لفترة زمنية معينة بغية الحصول على عوائد مستقبلية تتناسب مع المخاطرة.

وتختلف درجات المخاطر التي يقبل بها المستثمر للحصول على العائد حسب طبيعته، فقد يكون المستثمر محافظا، رشيدا، مضاربا أو مقامرا، والتميز بينهم يعد أمر ضروري في أي دراسة تتناول السلوك الاستثماري.

فالمستثمر يرى سوق الأوراق المالية بأنها مكان مناسب لاستثمار أمواله وللحصول على عائد معروف في حالة السندات أو على أرباح في حالة الأسهم، وهي بدورها تميل إلى الثبات النسب في الظروف العادية، إضافة إلى ذلك

¹ محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة دراسة مقارنة (دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013)؛ ص: 12.

² المرجع السابق؛ ص: 13.

³ سمير عبد الدايم حسن الدويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2010؛ ص: 53.

فان المستثمر يأمل في زيادة القيمة الحقيقية للأصل الاستثماري، الأمر الذي يحمل معنى من معاني المضاربة¹، وهنا نميز بين نوعين من المستثمرين المحافظ والرشيد، فالمستثمر المحافظ هدفه الحصول على عائد بدون تحمل مخاطر عالية والمستثمر الرشيد هو الذي يهدف من استثماراته إلى الموازنة بين العائد والمخاطر².

أما المضارب فانه لا يهدف إلى الاستثمار أساسا وإنما يضارب على القيمة السوقية للأصل المالي بعد دراسة المخاطرة الذي يمكن أن يتحملها، إلا انه يضطر لان يكون مستثمرا إذا قلت أو انعدمت لتقلبات في الأسعار السوقية للأصول المالية³.

أما المقامرة يمكن تعريفها بأنها مراهنة على دخل غير مؤكد، فعندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية جدا من عدم التأكد من النتائج (أي مخاطرة كبيرة) سعيا وراء الربح فانه يتحول عندئذ إلى مقامر⁴ وبالتالي كلما ابتعد المضارب عن المستثمر الرشيد فانه يميل ليكون مقامرا متعاملا بالصفقات السريعة والمراهنات الخطيرة على العوائد والأصول معا⁵.

ويمكن تلخيص الفرق بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة في الجدول التالي:

الجدول (02-01): مقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة

مقامر	مضارب	مستثمر	القائم بالعمليّة عنصر الاختلاف
أقصر أجل	قصيرة	طويلة	المدة الزمنية
على المدة والمبلغ	على المدة والمبلغ	على العائد	القرار الاستثماري
مرتفع جدا	مرتفع	منخفض	الاستعداد لتحمل الخطر
ربح سريع وكبير جدا	ربح سريع وكبير	تدفقات مستمرة وطويلة	نوع الربح
لا تتم الدراسة	تتم الدراسة	تتم الدراسة	دراسة المشروع
تؤدي إلى تآكل رأس المال إذا لم تتحقق التوقعات		تحقيق نمو في رأس المال	الأثر

المصدر: محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار (دار النفائس، الأردن، 2012)؛ ص: 23.

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي (دار النفائس، الأردن، 2009)؛ ص: 89.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري (دار اليازوري العلمية، الأردن، 2008)؛ ص: 25.

³ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سابق؛ ص: 89.

⁴ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي) (دار وائل للنشر، الأردن، ط 2005، 3)؛ ص: 14.

⁵ هوشيار معروف، مرجع سابق؛ ص: 22.

الفرع الثاني : أهداف الاستثمار

مما سبق دراسته يتوضح أن الهدف الرئيسي للاستثمار هو تحقيق العائد أو تعظيم الثروة، لكن هذا لا يمنع وجود أهداف أخرى للاستثمار، قد تختلف حسب إمكانيات المستثمر المادية، والمناخ الاستثماري، وحتى في شخصيته، ومن هذه الأهداف نذكر¹:

أولاً: الحفاظ على الأصول المادية (والمالية) التي يملكها المستثمر أو يحق له التصرف بها، وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة، وبما يجنب هذه الأصول التأثيرات السلبية لهذه المخاطر.

ثانياً: تحقيق عوائد مستقرة أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير منقطعة، وهنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعنية، بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمتها الحقيقية من جانب، وتتجاوز التكاليف المتأتية عن البدائل الأخرى من جانب آخر.

ثالثاً: استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر (الاعتيادي)، إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة، لعدة أسباب منها: (تغطية النفقات الجارية، إيفاء الديون المستحقة، مواجهة المتطلبات).

رابعاً: استمرار تدفق الدخل وزيادته بوتيرة متصاعدة، ويمثل هذا الهدف أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ولتحقيق رغباته في رفع مستويات معيشته ثم قدراته الإنتاجية.

المطلب الثاني: مجالات وأدوات الاستثمار

غالبا ما يتم الخلط بين مجال الاستثمار وأداة الاستثمار، ومن الضروري التمييز بين كل منهما، وهذا ما سنوضحه في هذا المطلب.

الفرع الأول: مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يختاره المستثمر لاستثمار أمواله، فلناحية نوع الاستثمار فانه وفقا للنطاق الجغرافي للسوق فان الاستثمار أما أن يكون محليا أو خارجيا، أما بالنسبة لطبيعة الاستثمار أي لطبيعة حيازة الأصل، فان الاستثمار أما أن يكون حقيقيا أو ماليا².

ويمكن تصنيف مجالات الاستثمار إلى التالي:

¹ ناهض خضر أبو الضيف، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2011؛ ص ص: 17-18

² طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية (دار اليازوري العلمية، الأردن، 2008)؛ ص: 13.

أولاً: الاستثمار المحلي والاستثمار الخارجي:

1. الاستثمارات المحلية: ونقصد به توظيف الأموال في مختلف الفرص المتاحة للاستثمار ضمن حدود الدولة الواحدة بغض النظر عن أدوات الاستثمار المستعملة¹.
2. الاستثمارات الخارجية: وتعني توظيف الأموال في مختلف المجالات والفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة². وتتم هذه الاستثمارات بشكل مباشر أو غير مباشر حيث³:
- أ- الاستثمارات الخارجية الأجنبية: وهو أن يكون الشخص المستثمر أجنبياً متحكماً في الشركة، أو يملك عقاراً قصد المتاجرة به في هذه الدولة الأجنبية عنه، وهنا يمكن القول: إنه استثمار أجنبي مباشر.
- ب- الاستثمار الأجنبي غير المباشر: نجده في شكل قروض أو اكتتاب عن طريق الأوراق المالية، دون التحكم في المشاريع الاستثمارية، مع الإشارة إلى أن صاحب القرض أو مالك السندات يكون في دولة غير الدولة التي يتواجد فيها المقرض.

ثانياً: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي:

1. الاستثمار الحقيقي (المادي): وهو الاستثمار الذي يأخذ شكل: عقارات، سلع، ذهب... الخ، وبالتالي فإن الاستثمار الحقيقي هو الاستثمار الذي يساهم في زيادة الدخل والنتائج القوي، وتتميز هذه الاستثمارات بدرجة عالية من الأمان⁴.

بالرغم من توفير الاستثمار الحقيقي عنصر الأمان للمستثمر إلا أنه يواجه صعوبات ومشاكل نلخصها بالتالي⁵:

- نظراً لوجود أنواع متعددة غير متجانسة من الأصول الحقيقية، فهناك اختلاف في درجات المخاطرة المرافقة لأصل معين عن أجل آخر، مما يزيد من صعوبة عملية التقييم.
- يتميز الاستثمار بالأصول الحقيقية بالانخفاض الغير نشط أو المنخفض السيولة وذلك لعدم توفر سوق ثانوي فعال يتم خلاله تناول هذه الأصول.
- يتحمل المستثمر بتلك الأصول نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً، مثل نفقات النقل والتخزين والصيانة... الخ
- يتطلب الاستثمار بالأصول الحقيقية من المستثمر خبرة متخصصة بطبيعة الأصل محل الاستثمار.

¹ زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص:36.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق؛ ص:30.

³ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار (دار البداية، دار المستقبل، الأردن، 1997)؛ ص:14-15.

⁴ غدير بنت سعد الحمود، العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، السعودية، 2010؛ ص:27.

⁵ سمير عبد الدايم حسن الدويهي، مرجع سابق؛ ص:54

2. الاستثمار المالي:

هو توظيف في أصل من الأصول المالية مثل الأسهم، السندات، القبولات البنكية، وشهادات الإيداع... الخ، وهو ما يسمى بالاستثمار في الأصول المالية¹.

ولهذا الاستثمار مزايا وعيوب سنوضحها في الآتي:

- أ- **مزايا الاستثمار المالي:** تتفوق مزايا الاستثمارات المالية على عيوبها، وتتلخص مزاياها كما يلي²:
 - وجود الأسواق المنظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية.
 - انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.
 - التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يسهل عملية تقويمها وبيعها واحتساب معدلات العوائد لكل منها
 - وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العامين مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جيدة دون أن يكونوا خبراء في الموضوع.
- ب- **عيوب الاستثمار في الأصول المالية:** وتتمثل في³:
 - انخفاض درجة الأمان عما هي في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل السندات المضمونة بموجودات الشركة التي أصدرتها أو الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح.
 - يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة أو طويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم.

هذا بالنسبة لمجالات الاستثمار، لكن يمكن تقسيم الاستثمار إلى أنواع أخرى حسب المعيار المستخدم عند التقسيم والتي نذكر منها:

ثالثاً: تصنيف الاستثمارات حسب الزمن: تتباين الاستثمارات من حيث الفترات التي يمكن أن يحتفظ خلالها المستثمرون بالأدوات المعتمدة في الاستثمار حيث نجد⁴:

- 1- **استثمارات طويلة الأجل:** والتي تضم الأدوات المتداولة في سوق رأس المال كالأسهم والسندات، وهذا النوع من الاستثمار هو ما يهمننا في موضوع بحثنا.
- 2- **استثمارات قصيرة الأجل:** وهي تضم أدوات أسواق النقد مثل: شهادات الإيداع، القبولات المصرفية..

¹ غدير بنت السعد حمود، مرجع سابق؛ ص: 27

² زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص: 41.

³ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق دراسة حالة بنك BNP، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم لتجارية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006؛ ص: 21.

⁴ هوشيار معروف، مرجع سابق؛ ص: 36.

رابعاً: تصنيف الاستثمار حسب الجهة القائمة بالاستثمار: يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع¹:

1- استثمارات عمومية: وهي استثمارات تقوم بها الدولة من أجل التنمية الشاملة ولتحقيق حاجيات المصلحة العامة.

2- استثمارات خاصة: ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بطابع الربح الذي يتوقعه أصحابها من وراء عملية الاستثمار، وهي تنجز من طرف الأفراد والمؤسسات الخاصة.

3- الاستثمارات المختلطة: وتتحقق هذه الاستثمارات بدمج القطاع العام والقطاع الخاص لإقامة المشاريع الكبيرة التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة.

خامساً: تصنيف الاستثمارات حسب اتجاه التأثير: وتنقسم إلى²:

1- استثمارات إنتاجية مباشرة: تهتم الاستثمارات المباشرة بتوليد قيم جديدة سواء كانت القيم سلع وخدمات أو عوائد متولدة عن نشاطات المحفظة الاستثمارية في السوق المالية (السوق الأولية)، وكما يرى من وجهة نظر خبراء توظيف الأموال أنه امتلاك أصلاً استثمارياً إنتاجياً طويل الأجل مثل الاشتراك مع الغير في مشروع جديد، إنشاء مشروع جديد، الامتلاك الكامل للمشروع قائم... بمفهوم عام هو دخول رأس المال مباشرة بالنشاط الاقتصادي.

2- استثمارات إنتاجية غير مباشرة: من الاستثمارات التي تساهم في بناء مشروعات أو تكون ركائز اقتصادية أو تكنولوجية أو اجتماعية تخدم الإنتاج المباشر، وتشمل هذه الاستثمارات كلا من:

أ- مشروعات البنى التحتية: وهي تضم كافة النفقات الاستثمارية التي يتم إنفاقها على مباني السكن والتعليم والصحة وشبكات الري وغيرها.

ب- مشروعات البنى الفوقية: إنها تتناول إعداد القوى العاملة المؤهلة للعمل في الوحدات الإنتاجية الصناعية والزراعية... الخ.

الفرع الثاني: أدوات الاستثمار

بالنسبة لأدوات الاستثمار فتمثل الأصل الذي حصل عليه المستثمر من جراء استثمار أمواله والتي تتخذ أشكالاً متعددة ما بين أوراق مالية سواء كانت أدوات ملكية (أسهم) أو أدوات دين (سندات) -والتي تعرضنا لها سابقاً- وعقار وسلع ومشروعات اقتصادية وعملات أجنبية ومعادن نفيسة وصناديق استثمار. وإذا ما قرر المستثمر الدخول في أكثر من نوع واحد من الاستثمار في آن واحد، أي امتلاك أكثر من أداة استثمارية، فإن العرف المالي يعبر عن ذلك بالمحفظة³ التي تعرف بأنها "أداة مركبة من أدوات الاستثمار، حيث تتركب من أصلين أو أكثر يتم

¹ منصورى الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية (دار الراية، الأردن، 2012)؛ ص: 21.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق؛ ص: 29-30.

³ طلال كداوي، مرجع سابق؛ ص: 15.

استثمار الأموال بهما. وتختلف أصول المحفظة في النوعية، كما تختلف في الجودة، فمن حيث النوع 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 وأخرى مرتفعة العوائد وعلى أصول مرتفعة المخاطر وأخرى منخفضة المخاطر¹.

في حين أن الاستثمار قد يكون في أصول حقيقية أو أصول مالية، وطالما أن الاستثمار في الأصول المالية هو محور اهتمامنا في هذا البحث سنركز على محفظة الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم محفظة الأوراق المالية: وتعرف بأنها عبارة عن توليفه لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها، عائدها، مدة استحقاقها، نوعها...، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيتها خطرها أي تحسين العلاقة (عائد-خطر)².

ثانياً: أنواع المحافظ المالية : تعددت أنواع المحافظ المالية، ويمكن تقسيمها إلى:

1. محفظة الدخل (محفظة العائد المنتظم)

هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر والحصول على دخل جاري من مصادر مختلفة، وهذا يجعل إدارة هذه المحافظ تتجه نحو اختيار أسهم الشركات الراسخة والتي لا تتعرض لتقلبات كبيرة أو أسهم الشركات التي لا تتعرض لمخاطر السوق بسبب طبيعة الطلب على منتجاتها والذي عادة يكون غير مرن مثل شركات المواد الغذائية أو الأدوية، ويكن إضافة السندات الحكومية التي تكون ذات عائد ثابت ومضمون ويفضلها المستثمر المحافظ وكذلك سندات الشركات العريقة التي تكون مخاطرها منخفضة مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى كالأسهم³.

2. محفظة النمو أو الربح

وهي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، هذا النوع يتناسب مع المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة⁴.

¹ سميرة محسن، مرجع سابق؛ ص: 23.

² سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص: 11.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق؛ ص: 294.

⁴ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، (دار المسيرة، الأردن، 2010)؛ ص: 22.

3. محفظة مختلطة (محفظة العائد والنمو)

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع للمزج بين العائد و الخطر¹.

ثالثا: مبادئ التنوع في المحافظ المالية

يقصد بالتنوع التعدد و التنوع في محفظة الاستثمار فيما بين استثمارات قصيرة الأجل و استثمارات طويلة الأجل في أصول مالية متنوعة و لمؤسسات متعددة في قطاعات مختلفة محليا و/أو دوليا لتخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة².

كما يعتبر التنوع من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموما، إذ أنه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فإنه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة معقولة. وهناك عدة أسس/مبادئ للتنوع أهمها تنوع جهة الإصدار أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة من شركة واحدة، وعدم الاقتصار على نوع واحد من الأوراق المالية³، وفي هذا الصدد نميز بين التنوع الساذج و تنوع ماركويتز، بالإضافة إلى التنوع الدولي.

1- **التنوع الساذج (البيسط):** هو تنوع يركز على فكرة تعدد الأصول المالية في المحفظة المالية، وفلسفته أن أي زيادة في عدد الأصول سيؤدي إلى خفض المخاطر فمع كل أصل مالي إضافي تقلص المخاطر غير المنتظمة إلى أن تقترب من الصفر، بينما تبقى المخاطر المنتظمة والتي يتم تعويض المستثمر عن تحملها لها⁴، فالمحفظة التي من سندات أصدرتها مؤسستان يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستان، وهكذا يمكن التعبير عن أسلوب التنوع الساذج بالحكمة القائلة: لا تضع كل البيض في سلة واحدة⁵.

وإذا كان التنوع الساذج يسهم في تخفيض المخاطر مع زيادة عدد الأصول المالية المختارة عشوائيا داخل المحفظة، إلا أنه تشوبه بعض المثالب منها⁶:

¹ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) (دار أسامة، الأردن 2008) ؛ ص: 206.

² مركز التعليم المفتوح، نظرية إدارة المحافظ المالية، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع الإلكتروني:

[http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20\(1\).pdf](http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20(1).pdf)، تاريخ الزيارة: 2012.12.23، على الساعة 10:30.

³ سارة بوزيد، مرجع سابق؛ ص: 42.

⁴ مركز التعليم المفتوح ، مرجع سابق؛ ص: 6.

⁵ كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، 2004؛ ص: 43.

⁶ مركز التعليم المفتوح، مرجع سابق؛ ص: 5.

- لن تتخفف المخاطر الكلية للمحفظة بعد عدد معين من الأصول المالية المكونة للمحفظة (15 ورقة مالية، هذا ما تشير إليه الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع)
- المغالاة في التنويع تصاحبه صعوبة في متابعة الاستثمارات وزيادة كبيرة في كلفة المعاملات
- 2- **التنويع المثالي (تنويع ماركويتز):** أثبت ماركويتز سنة 1952 أن التنويع السابق هو تنويع ساذج أي التنويع على أساس زيادة الاستثمارات المكونة للمحفظة، لأنه قد لا يؤدي إلى تقليل المخاطر، وجاءت نظريته ضمن ما يسمى بالتنويع الكفاء الذي يقوم على أساس تقدير العائد والمخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية¹، وقدم مفهوم التنويع باستخدام معامل الارتباط بين العوائد لأصول المحفظة وفق الصيغة التالية²:

$$b) \text{Cov}(a, \delta_b) / \delta_a \delta_b = \text{Cov}(a, \delta_b) / (\delta_a \delta_b) \text{ وهو محصور بين } (-1, +1)$$

P_{ab} معامل الارتباط بين معدلي عائد الورقتين a و b

$\text{Cov}(a, b)$ ، تغاير عائد الورقتين الماليين a و b

δ_a الانحراف المعياري لعائد الورقة a

δ_b الانحراف المعياري لعائد الورقة b

يتراوح معامل الارتباط بين $(+1)$ ، (-1) فإذا كانت³:

- حالة الارتباط التام الموجب $(+1)$ و هو حالة نظرية قصوى، ويعني أن عوائد الورقتان تتحركان بنفس الاتجاه ونفس المقدار أي يرتفع عائد الورقتان معا وينخفضان معا وهنا التنويع لا يؤدي إلى تخفيض المخاطر.
- حالة عدم الارتباط (0) أي لا يوجد ارتباط بين العوائد و هي حالة أفضل من الحالة السابقة.
- حالة الارتباط التام السالب (-1) وهو أيضا حالة نظرية قصوى، و يعني أن عوائد الورقتان تتحركان في اتجاهان مختلفان و بنفس المقدار أي عندما ينخفض عائد أحد الورقتين يرتفع عائد الورقة الأخرى و في هذه الحالة يمكن الاستفادة من التنويع والتخلص من مخاطر المحفظة.

و مما سبق يمكن القول بأن مخاطر المحفظة المالية تكون في أعلى مستوى لها عندما يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة موجبا تماما، وتكون مخاطر المحفظة في أدنى مستوى لها عندما يكون

¹ كمال بن موسى، مرجع سابق؛ ص: 43.

² وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، (دار المنهل اللبناني، لبنان، الجزء الثاني، 2003)؛ ص: 226.

³ عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمخاطر المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية

العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2009-2010؛ ص: 193.

معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة سالبا تماما، في حين تقع مخاطر المحفظة بين الحد الأقصى و الحد الأدنى عندما يكون معامل الارتباط مساويا للصفر¹.

3- **التنويع الدولي:** يقصد به الاستثمار في أصول ومنتجات مالية أجنبية بما فيها النقد الأجنبي والعملات، وذلك للتحوط من المخاطر الناجمة عن عوامل مثل التضخم وسعر الفائدة التي تدعى بالمخاطر المنتظمة والتي لم يستطع التنويع الساذج لا تنويع ماركويتز التخلص منها، إن التنويع بهذه الطريقة يؤدي إلى تقليل المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفرا أو سالبا أو موجبا غير تام، أما إذا كان معامل الارتباط (+1) أو قريبا من ذلك فإن شراء الأوراق المالية الأجنبية لن يؤدي إلى تخفيض المخاطر².

المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يتبع المستثمرون في سوق الأوراق المالية مجموعة من الاستراتيجيات، تختلف حسب احتياجات ورغبات وميولات واعتقادات كل مستثمر، وسنحاول التطرق في هذا المطلب لمختلف تلك الاستراتيجيات.

الفرع الأول: الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق

يطلق على هذا النوع من الاستراتيجيات اسم الإستراتيجية الساكنة (passive strategy). من خلال التطرق إلى فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية في الفصل الأول، وصلنا إلى أن الأسعار في السوق تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية وإن هذا القيمة تتحدد اعتمادا على العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد، وبالتالي يستحيل على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق شراء الأوراق المالية المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وذلك لأن المعلومات التي وصلت إلى هذه النتائج تكون متوفرة لكل المستثمرين في نفس الوقت ودون تكلفة. وبذلك لا يوجد أي فارق زمني يفصل بين اكتشاف الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وتساوي هذه القيمة مع القيمة السوقية³. وبالتالي تصبح أحسن إستراتيجية في ظل الاعتراف بكفاءة السوق هي:

1- إستراتيجية الشراء والاحتفاظ (bau-and-hold strategy): وفق هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر

بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال، وليس عليه انتظار المستقبل ليقوم بذلك أملا في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفاء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيره من المستثمرين. لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة

¹ المرجع السابق؛ ص: 139.

² عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 141.

³ سمية بلجالية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010؛ ص ص: 73-74.

لأخرى تبعا لعدة عوامل ، كالظروف الاقتصادية العامة، ظروف المنشأة...الخ و عليه فانه ليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من فترة لأخرى تبعا لدرجة المخاطر التي يكون مستعدا لتحملها¹.

الفرع الثاني: الاستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق:

وتعرف أيضا بالاستراتيجيات النشطة للاستثمار وهي تقوم على فرض المعاكس تماما للفرض الذي تقوم عليه الاستراتيجيات الساكنة حيث لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات وفي نفس الوقت كما أنهم لا يعتمدون نفس وسائل تحليل المعلومات وتقدير القيم. وبالتالي لن يصلوا إلى نفس النتائج، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ممكنة بالنسبة للبعض منهم، وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد في اختيار الأوراق المالية المكونة لها². وتنقسم إلى إستراتيجيتين³:

أولا: إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقتضي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي والفني ، وكذلك سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمينها لمكونات المحفظة أو استبعادها منها.

ثانيا: إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، ومن الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات، أسهم منشآت حساسة للتغير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة والتي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلجات، وأسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كالآلات والعتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية، وتقوم هذه الإستراتيجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد والرواج لأسهم هذه المجموعات.

الفرع الثالث: إستراتيجية السمات المتعددة:

خصت الاستراتيجيات السابقة إلى المحافظ التي يحتفظ بها كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لذلك خصص هذا العنصر إلى عرض الاستراتيجيات الموجهة للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة.

¹ سميرة طرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010؛ ص: 153.

² سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 75.

³ حسن سلطان، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006 ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010؛ ص: 33.

في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي تتوفر فيها مجموعة من السمات المحددة تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي تتوفر فيها المميزات التالية¹:

- 1- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة (AAA Bond field) على الأقل؛
 - 2- أن يكون مضاعف الربحية أي سعر السهم/ربحيته أكبر من 40% مقارنة بأعلى مضاعف ربحية؛
 - 3- أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل، وبحسب معدل التوزيعات بالمعادلة التالية:
- معدل التوزيعات = التوزيعات خلال السنة / متوسط أعلى وأدنى سعر يباع به السهم
- 4- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة كما توضحه المعادلة:
- صافي الأصول المتداولة = مجموعة الأصول المتداولة - القيمة الدفترية لمجموع القروض والأسهم الممتازة
- وبقسمة هذه النتيجة على عدد الأسهم العادية نجد نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة.
- 5- أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي على الأقل ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة، نصيب السهم من الأصول = القيمة الدفترية للأصول الملموسة / عدد الأسهم العادية المصدره
 - 6- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة؛
 - 7- أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنان؛
 - 8- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.
 - 9- أن يتسم معدل النمو ربحية المنشأة بالاستقرار حيث لا يجب أن تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل يفوق 5%.

الفرع الرابع: استراتيجيات السمة الواحدة

تعتمد هذه الإستراتيجيات على مبادئ التحليل الأساسي، كما أنها لا تعترف بكفاءة السوق. وتتمثل هذه الاستراتيجيات في ما يلي²:

أولاً: إستراتيجية المضاعف: يقصد بتلك الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة السعر السهم إلى الربحية) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي³.

¹ سمية بلجيكية، مرجع سابق؛ ص ص: 77-78.

² سمية بلجيكية، مرجع سابق؛ ص ص: 78-79.

³ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) (منشأة المعارف، مصر، 1999)؛ ص: 451.

ثانياً: إستراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل توزيعات: تقتضي هذه الإستراتيجية أن يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي يتوقع أنه سيتم اشتقاقها (stock split) أو الأسهم التي يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل التوزيعات وذلك حتى يتمكن هذا المستثمر من الاستفادة من خاصية زيادة السيولة لهذه الأسهم وارتفاع قيمتها الحقيقية¹.

ثالثاً: إستراتيجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة: تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بتحقيق أرباح غير عادية إذا توقع أو استطاع أن يحصل على معلومات تفيد بقيام المنشأة بزيادة نسبة توزيعات الأرباح على الأسهم، وقام بشراء أسهم هذه المنشأة قبل إعلانها عن عملية التوزيع. لأن هناك فكرة سائدة في مجال الاستثمار مفادها أن المنشأة التي تقوم بإجراء زيادة في معدل توزيع الأرباح ستعرف ازدهاراً في أدائها في المستقبل، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم².

رابعاً: إستراتيجية الإصدارات الجديدة: تقوم على تفضيل أسهم المنشآت التي تطرح إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة، وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية³.

خامساً: الأسهم التي يعاد شرائها⁴: تقوم بعض الشركات بإعادة شراء أسهمها من سوق الأوراق المالية للأسباب التالية:

- خلق تعامل نشيط على هذه الأسهم، وهو ما يزيد في سيولتها ويؤثر في النهاية على قيمتها السوقية
- ترى إدارة الشركات المصدرة للأسهم في بعض الحالات بأن أسعار أسهمها أقل من المستوى الذي ينبغي أن تكون عليه وبالتالي إعادة شرائها يعتبر استثماراً مربحاً
- إن شراء الأسهم يقلل المعروض منها وهو ما يؤثر على ربحيتها وقيمتها السوقية
- مواجهة خطة مشاركة العمال في الملكية.

وتعتبر كل هذه الأسباب مؤشرات إيجابية عن مستقبل السهم. وقد أثبتت العديد من الدراسات أن العائد المتوقع من الأسهم التي يعاد شرائها يكون أعلى من متوسط عائد السوق.

سادساً: أسهم الشركات الصغيرة: هناك اعتقاد سائد بأن أسهم الشركات الصغيرة تحقق عائد يفوق عائد السوق، لذلك يمكن للمستثمر الصغير أن يستثمر أمواله في أسهم هذا النوع من الشركات. فقط يجب الأخذ بعين الاعتبار نقص المعلومات الخاصة بهذه الشركات، كما أن هناك من يتخوف من الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة، نظراً لصغر حجمها، وانخفاض نسبة السيولة فيها⁵.

¹ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 78.

² سميرة لطرش، مرجع سابق؛ ص: 169.

³ حسن شريف علي، دليل المستثمر الصغير لإستثمار أمواله في البورصة، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.al3ez.net/vb/archive/index.php/t-6136.html>، تاريخ التصفح 2015/01/25.

⁴ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 79.

⁵ سميرة لطرش، مرجع سابق؛ ص: 170-171.

سابعاً: إستراتيجية المنشأة الخاسرة: تقوم هذه الإستراتيجية على اعتبار أن الاستثمار في أسهم المنشآت التي منيت بخسائر عادة ما يكون أكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في أسهم المنشآت التي حققت أرباح وهناك تفسير لتلك الظاهرة بناء على ما يطلق عليه بفرض المعلومات غير المؤكدة ويقضى بأنها عندما تكون الآثار التي تحدثها المعلومات الجديدة (الخسائر في هذه الحالة) غير مؤكدة يرتفع معدل العائد المطلوب لتعويض المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في أسهم المنشأة المعنية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية وعندما يزول عدم التأكد وهو ما يحدث عندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح تنخفض المخاطر وينخفض معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في القيمة السوقية¹.

المبحث الثاني: أساسيات القرار الاستثماري

يعد القرار الاستثماري من أهم مراحل عملية الاستثمار، لارتباطه بمستقبل المستثمر المالي، وتكمن مخاطره في عدم إمكانية الرجوع فيه، فهو يعتبر عملية ديناميكية تتضمن العديد من الخيارات، يستلزم تقييمها لاتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الأهداف المرسومة. ولتوضيح ذلك أكثر سنسلط الضوء على مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه، أسسه والمراحل والمبادئ التي يقوم عليها.

المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه

إن نجاح أي مشروع استثماري يتوقف على مدى صحة وسلامة القرار الاستثماري المتخذ بشأن ذلك المشروع، ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه المختلفة.

الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري

هناك تعاريف عدة للقرار أو عملية اتخاذ القرار الاستثماري نذكر منها:

" يتمثل القرار -أي قرار- في الاختيار من بين البدائل عدة وذلك لتحقيق هدف معين"².

" أن القرار يقوم على المفاضلة، وبشكل واعي ومدرك، بين مجموعة بدائل، أو حلول متاحة لمتخذ القرار للاختيار واحد منها باعتباره انسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يبتغيها متخذ القرار، وفي أحيان معينة قد يكون القرار رفضاً لكل البدائل أو الحلول المتاحة للاختيار وعدم القيام بأي عمل محدد ومن ثم يكون القرار هو لا قرار، والسبب الذي يدفع إلى عدم اتخاذ قرار ربما يعود إلى احد أمرين هما³:

- عدم تبين أو وضوح كل البدائل المتاحة للاختيار أو المفاضلة.

¹ حسن شريف علي، مرجع سابق؛ ص:1.

² محمد ابراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008)؛ ص:90.

³ منعم زمزير الموسوي، بحوث العمليات مدخل علمي لاتخاذ القرارات (دار وائل للنشر، الأردن، 2009)؛ ص:13.

• عدم الرغبة في اختيار بديل محدد تقاديا للالتزام أو (الارتباط) بعمل قد يؤدي إلى الضرر بمصالح متخذ القرار".

"اختيار البديل الأمثل من بين عدة بدائل بمعنى انه لو كان هناك بديل واحد للحل فلا داعي لاتخاذ قرار في ذلك"¹.

ومن هنا يمكن الاستنتاج أن عملية اتخاذ القرار تركز على مجموعة من العناصر أهمها:

- متخذ القرار .
- موضوع القرار وأهدافه.
- البدائل الممكنة (على الأقل بديلين).
- الاختيار الواعي والمدرك للبدائل المتاحة.

وفي هذا الإطار لا بد وأن نتعرض لمفهوم القرار الاستثماري الرشيد:

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساسا حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن والتي يكون لها استخدامات عديدة، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار لأخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحى بها². ومن هنا يمكن القول أن القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف المشروع الاستثماري³.

الفرع الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية

يمكن أن نميز ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية، حيث تتوقف طبيعة القرار الذي يتخذ في هذه الأنواع على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظر المستثمر، وتتمثل هذه القرارات في⁴:

¹ عصام محمد البحصي، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الادارية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة في فلسطين مذكرة مقدمة لنيل

شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية غزة، 2006؛ ص: 67

² معراج هوارى، عباس بهناس، أحمد مجدل، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية (دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013)؛ ص: 64.

³ عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية (الدار الجامعية، مصر، 2006)؛ ص: 38.

⁴ سمير عبد الدايم حسن العويسي، مرجع سابق؛ ص: 58.

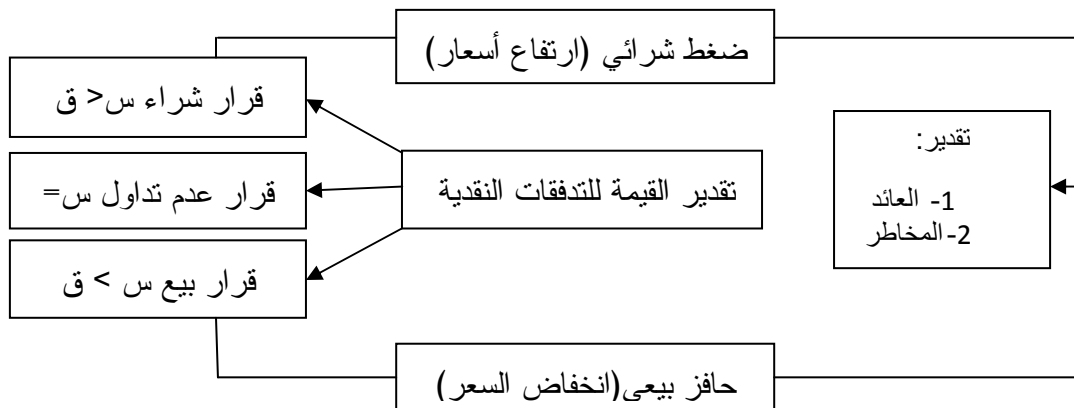
أولاً: قرار الشراء: يتخذ المستثمر ذلك القرار عند شعوره بان قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة بإطار العائد والمخاطر تزيد عن السعر السوقي للأداة، وبعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، مما يشجع المستثمر على شراء تلك الأداة بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه بسعرها السوقي مستقبلاً، مما ينتج عن ذلك تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مؤدياً لرفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

ثانياً: قرار عدم التداول: يترتب على الحالة السابقة، أن يواصل السعر بالارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة، ومن هنا يصبح السوق في حالة توازن، تفرض على من كان لديه حافز للبيع أو الشراء التوقف عن ذلك، فيكون القرار الاستثماري في هذه اللحظة هو عدم التداول، لان المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية كما تنتفي لديه كذلك ولو مؤقتاً مخاطر من انخفاض في السعر بالمستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

ثالثاً: قرار البيع: بعد مرور السوق بحالة التوازن، حيث يتساوى السعر مع القيمة، تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، حيث يرى السعر السوقي بتلك اللحظة ما يزال أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة، يزيد عن القيمة وبذلك يرتفع السعر عن القيمة معطياً لغيره حافزاً للبيع، فيصبح عندئذ قرار المستثمر هو قرار البيع وذلك يخلق ظرفاً جديداً ينعكس على آلية السوق يصل إلى نقطة يكون فيه المعروض من الأداة أكثر من المطلوب، فيتجه سعر الأداة السوقي للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

والشكل التالي يلخص أنواع القرارات الاستثمارية.

الشكل (02-01): أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008)، ص: 40.

المطلب الثاني: أسس القرار الاستثماري

تستند عملية اتخاذ قرارات الاستثمار على مجموعة من الأسس والتي ينبغي على المستثمر معرفتها والتوفيق بينها، والتي تتمثل في العائد المتوقع من الاستثمار، درجة المخاطرة المتوقعة والعامل الزمني، والتي سوف نتطرق لها في هذا المطلب.

الفرع الأول: العائد المتوقع

يشكل العائد المتوقع من الاستثمار أهم الأسس التي تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري، ذلك أن المستثمر يقوم بتنفيذ استثماره إذا ما وجد من دراسته للمشروع أن ثمة أرباحاً جيدة يمكن أن تحقق في حين أنه لن يقوم بالاستثمار إذا ما وجد أن المشروع سوف يحقق له خسارة. كما أن الاختيار بين مشروع وآخر يبنى أيضاً على أساس العائد المتوقع من كل منهما، فإذا ما وجد أن عائد مشروع ما أكبر من عائد مشروع آخر فإن الاختيار سوف يقع على المشروع ذي العائد الأعلى¹.

الفرع الثاني: درجة الخطر المتوقع

من الصعب القول أن ثمة مشروعاً للاستثمار يخلوا من المخاطر المتنوعة. ومن نافلة القول أن العلاقة بين العائد والمخاطرة تأخذ شكل العلاقة الطردية عموماً أي أن المخاطرة تزداد بزيادة العائد والعكس صحيح، غير أننا نجد أحياناً بعض الاستثمارات منخفضة المخاطر ومرتفع العائد أو أن بعضها الآخر منخفضة العائد ومرتفع المخاطر. والذي يمكن ذكره هنا أن المستثمر يدرس المخاطر المترتبة على قيامه بالاستثمار لمعرفة ما يمكن تجنبه وما يمكن الاحتياط له².

الفرع الثالث: العامل الزمني

يعد عامل الوقت مهم للاستثمار، فعندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية عادة ما يحدد الزمن الذي سيحتفظ فيه بتلك الأوراق وفقاً لأهداف الاستثمار، ويعمل على تبني فترة زمنية تتناسب مع العائد والمخاطر³. كذلك بالنسبة لأوقات الاستثمار فليست جميعها على درجة واحدة من الجاذبية، فهناك أوقات للبدء بالاستثمار أفضل من غيرها، وعلى ذلك فإن على المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري للقيام باستثماره في الوقت المناسب، وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى أن المستثمر يفضل الاستثمارات ذات المردود السريع التي يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق؛ ص: 50.

² المرجع السابق؛ ص: 50.

³ ناهض خضر أبو الضيف، مرجع سابق؛ ص: 29.

وهي تلك الاستثمارات التي تحقق له الأمان. وسواء كانت الاستثمارات حقيقية أم مالية، فإن الفترة اللازمة لكي يتم استرداد رأس المال الأول هي معيار هام جدا للحكم على بدائل الاستثمار¹.

المطلب الثالث: مراحل ومبادئ القرار الاستثماري

تستلزم الضرورة أن يكون القرار الاستثماري ناجحا، ولكي يكون كذلك لا بد على المستثمر الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار والمقصود هنا أن يكون القرار رشيدا، وحتى يكون القرار رشيدا لا بد أولا من توظيف المنهج العلمي في اتخاذ القرار أي المرور بمراحل القرار الاستثماري، والمسألة الأخرى التي يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذها بعين الاعتبار هي اعتماد عدد من المبادئ والمعايير كأساس لاتخاذ القرار².

الفرع الأول: مراحل القرار الاستثماري

تمر عملية اتخاذ القرار بمجموعة من المراحل يمكن حصرها فيما يلي:

أولاً: تحديد المشكلة الاستثمارية: وتعتبر من أهم المراحل وذلك لتوقف المراحل الموالية عليها، ونقصد هنا تحديد الموضوع المراد اتخاذ القرار بشأنه تحديدا دقيقا لا غموض فيه، حتى لا تأتي المراحل الأخرى هدرا للوقت والمال دون حل المشكلة الأساسية³.

ثانياً: تحديد البدائل المتاحة: يقصد بهذه المرحلة التفتيش أو التحري عن الحلول المختلفة لحل المشكلة التي تم تشخيصها بدقة في المرحلة الأولى، حيث يجب وضع أكبر عدد ممكن من الحلول البديلة لتجنب الوقوع في الخطر واختيار البديل المناسب، ولهذا السبب يجب أن يتوفر في هذا البديل الإسهام في تحقيق بعض النتائج التي يسعى إليها متخذ القرار جزئيا أو كليا، وان يكون في حدود الموارد المتاحة لمتخذ القرار⁴، وقد تنحصر الاختيارات في بديل واحد فيكون القرار في هذه الحالة إما القبول أو الرفض بعد تحليله⁵.

ثالثاً: تحليل البدائل المتاحة: أي القيام بالتحليل الاستثماري للبدائل، وتتنوع مجالات تحليل الاستثمارات وتتعدد ويمكن تقسيمها إلى مجموعات⁶:

1. تحليل العوامل الداخلية وتعالج رغبات المستثمرين وميولهم.

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق؛ ص: 51.

² طلال كداوي، مرجع سابق؛ ص: 18.

³ جائلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات دراسة حالة المؤسسة الوطنية لانجاز القنوات 2008/2005، مذكرة

مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008-2009؛ ص: 105

⁴ المرجع السابق؛ ص: 105-106.

⁵ منصور الزين، مرجع سابق؛ ص: 66.

⁶ زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص: 25.

2. العوامل الخارجية وتمثل المحددات التي تؤثر على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم كالتضخم، الضرائب، الاستقرار السياسي والأمني والاجتماعي، والمخاطرة ذات العلاقة بالأصل أو الأصول المراد استثمارها،... والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري.

كما أن التحليل قد يكون تحليلاً أساسياً وينصب على البدائل أو المشاريع الاستثمارية نفسها وعلى مجموعة العوامل الخاصة بكل بديل والتي يقوم المستثمر بتحليلها ليختار من هذه البدائل ما يلائمه. كما قد يكون التحليل فنياً وينصب على أسعار أدوات الاستثمار وحركاتها والعوامل المؤثرة فيها... الخ.

رابعاً: المفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الملائم (الأفضل) وذلك بالاعتماد على نتائج التحليل السابقة¹.

الفرع الثاني: مبادئ القرار الاستثماري

إن الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة يتطلب مراعاة مجموعة من المبادئ:

أولاً: مبدأ تعدد الخيارات (البدائل الاستثمارية): حتى يكون المستثمر في وضع قادر فيه على إجراء المفاضلة بين البدائل واختيار البديل الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، وكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب².

ثانياً: مبدأ الملائمة: بمعنى اختيار المجال الاستثماري المناسب، وكذلك الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم (يلتئم) وظروف المستثمر سواء كانت فرداً أو مؤسسة³، ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار، والتي يكشفها التحليل الأساسي وهي⁴:

1- معدل العائد على الاستثمار.

2- درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

3- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

ثالثاً: مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية: وهنا يلجأ المستثمرون إلى تنويع استثماراتهم، وهذا للحد والتقليل من درجة المخاطر الاستثمارية التي يتعرضون لها⁵.

رابعاً: مبدأ الخبرة والتأهيل: نظراً لارتفاع كلفة الاستثمارات ودرجة المخاطر التي تتعرض لها، فإن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب توفر الخبرة والكفاءة عند اختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، وإذا كان المستثمر العادي لا يملك مثل هذه الخبرة والإمكانية عليه التوجه إلى الاستشاريين الماليين وبيوت الخبرة المتخصصة لغرض ترشيد قراره الاستثماري الذي سيؤثر على مستقبل المستثمر ومدى تحقيق الأرباح أو الخسائر على الأموال المستثمرة⁶.

¹ منصورى الزين، مرجع سابق؛ ص: 67.

² طلال الكداوي، مرجع سابق؛ ص: 19.

³ المرجع السابق؛ نفس الصفحة.

⁴ زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص: 29.

⁵ منصورى الزين، مرجع سابق؛ ص: 20.

⁶ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق؛ ص: 44.

المبحث الثالث: مقومات الاستثمار في الأسهم.

يعتبر الاستثمار في الأسهم أكثر جاذبية من الناحية الاستثمارية، مقارنة ببقية أدوات الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية، لما للأسهم من صفات ومميزات تميزها عن غيرها من الأدوات، رغم المخاطر العالية التي تعرف بها. وسنحاول شرح وتوضيح ما سبق بنوع من التفصيل في هذا المبحث.

المطلب الأول: تحليل عائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم

إن القدرة على فهم وقياس مخاطر الاستثمار خاصة الاستثمار في الأسهم أمر جوهري من أجل الاستثمار الفعال، فالتقييم العادل لمخاطر الأسهم يؤدي إلى تقييم عادل لعوائدها وبالتالي الوصول إلى سعرها العادل.

الفرع الأول: تحليل عائد الاستثمار في الأسهم

يعرف عائد السهم العادي بأنه المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة من توظيف الأموال في الأسهم العادية¹. وتأخذ عوائد الأسهم شكلين هما²:

- **توزيعات الأرباح:** وتخضع لسياسة التوزيع المعتمدة من قبل الشركة المصدرة.
- **الأرباح الرأسمالية:** وتنتج عن إعادة بيع الورقة المالية بسعر أعلى من سعر شرائها.

ويميز الباحثين في حقل المالية والاستثمار العائد إلى عائد فترة الاحتفاظ، العائد المتوقع والعائد المطلوب:

أولاً: عائد فترة الاحتفاظ: هو ذلك العائد المتوقع فعلاً ويعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ماتم بيع السهم في نهاية فترة الاحتفاظ، لذلك هو مقياس لنجاح المستثمر في زيادة أو انخفاض قيمة الاستثمار الرأسمالية، بالإضافة إلى الإيراد المتوقع الحصول عليه ويحسب على وفق الآتي³:

$$HPR = \frac{(P_1 - P_0) + D}{P_0}$$

إذ أن: **P₁**: سعر السهم في نهاية الفترة (سعر البيع).

P₀: سعر السهم في بداية الفترة (سعر الشراء).

D: مقسوم الأرباح للسهم الواحد.

وهذه المعادلة تطبق إذا ما كانت فترة الاحتفاظ سنة واحدة، لكن في كثير من الأحيان يبقى المستثمر ماسكاً

للسهم لفترة أطول وفي هذه الحالة يحسب معدل العائد لفترة الاحتفاظ على وفق الصيغة:

¹ فؤاد أرشد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات (دار اليازوري العلمية، الأردن، 2012)، ص: 163.

² زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007)، ص: 250.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 163-164.

$$HPR = \frac{D + \left[\frac{(P_1 - P_0)}{N} \right]}{\frac{P_1 + P_0}{2}}$$

إذ أن N تمثل فترة الاحتفاظ (عدد السنوات)، أما المقام يمثل متوسط سعر السهم خلال فترة الاحتفاظ.

ثانياً: العائد المتوقع: طالما أننا ننشط في عالم يتصف بعدم التأكد فيما يخص التنبؤ بالمستقبل فإنه من الصعب جداً تحديد العائد المتوقع بدقة، وبالتالي لا يكون أمام المستثمرين خيار سوى وضع إطار للتوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع، والمقصود بذلك أن يقدر المستثمر عدد الاحتمالات الممكنة لتحقيق هذا العائد، ووزن كل احتمال، وقيمة العائد المقابل في كل حالة. وإذا ما توصل المحلل إلى قيمة المتغيرات الثلاثة، حينئذ يمكنه تقدير العائد المتوقع من الاستثمار، والذي لا يخرج عن كونه المتوسط المرجح بالأوزان للعوائد المتوقعة في ظل كل احتمال، وتوضح المعادلة التالية كيفية حساب العائد المتوقع من استثمار ما، باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي المشار إليه

$$K = \sum_{s=1}^n M_s H_s$$

أو

$$K = M_1 H_1 + M_2 H_2 + \dots + M_n H_n$$

حيث: K: تمثل القيمة المتوقعة للعائد.

H_s : تمثل وزن الاحتمال "s" ،

n: تمثل عدد الاحتمالات

M_s : تمثل العائد المتوقع في ظل الاحتمال "s" (احتمال تحقق العائد)

ويطلق الاحصائيون الرياضيون على القيمة المتوقعة بالعزم الأول للتوزيع الاحتمالي. أما العزم الثاني للتوزيع الاحتمالي فيقصد به التباين الذي يستخدم لقياس المخاطر¹.

كما يمكن حسابه من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما سنوضح لاحقاً.

ثالثاً: العائد المطلوب: وقد يسمى أيضاً بمعدل الرسملة أو معدل الخصم ويمثل الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب المتوقع، والذي يتوقع المستثمر الحصول عليه لكي يتخذ قراراً بالشراء، حيث يعادل هذا المعدل تكلفة الفرصة البديلة²، أي يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار في

¹ سميرة لطرش، مرجع سابق؛ ص: 187-188

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 302.

الأسهم¹. أن المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب ويحكم على جاذبية السهم العادي للاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاب والعكس أيضا صحيح².

الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في الأسهم

تعرف المخاطرة بأنها إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر³.

وبالتالي الخطر المالي مرتبط بصورة أساسية بسيولة الاستثمار المعني، بمعنى قابلية الأصل لكي يحول إلى نقد في أسرع وقت ممكن وبدون خسارة في القيمة. هذا إذا ما تعلق الأمر بمستثمر يملك أوراق مالية مثلا ويرغب في بيعها، وعليه فإن الخطر الذي يواجهه في هذه الحالة مرتبط بكيفية تخلص هذا المستثمر من الأوراق المالية التي بحوزته بالسعر المناسب، دون أن يحقق خسائر ناتجة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وفي أسرع وقت ممكن. أما إذا كان التحليل منصب على مستثمر يرغب في الاستثمار (شراء) أصل معين، فإن الخطر في هذه الحالة يظهر نتيجة عدم التأكد من التدفقات النقدية ويقدم بيتي وزملاؤه تعريفا آخر للمخاطر، إذ ينظرون إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد (التدفقات النقدية) الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا، ويشير قتمان إلى وجود فرق بين المخاطر وعدم التأكد، ويتمثل هذا الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقيق التدفق النقدي. فالمخاطر تصف موقفا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع احتمالات متعددة (توزيع احتمالي) بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

أما عدم التأكد فيقصد به أن المستثمر لا يحوز على أي معلومات تاريخية يمكن على أساسها وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية الممكن الحصول عليها مستقبلا عند الاستثمار في أصل معين. وإذا قام المستثمر بوضع توزيع احتمالي في ظل عدم التأكد، فإن هذا التوزيع الاحتمالي سيكون موضوع على أساس شخصي، لأن المستثمر سيحدد هذا الإطار الاحتمالي، انطلاقا من قناعاته الشخصية، أو من خلال البيانات والمعلومات التي يحصل عليها من مصادر مختلفة غير متاحة مباشرة. في حين في ظل المخاطرة يكون للمستثمر بيانات تاريخية متاحة لديه يمكن على أساسها وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ويكون هذا التوزيع الاحتمالي موضوعي في هذه الحالة.

يتضح جليا أن الفرق بين المخاطرة وعدم التأكد يتمثل في الكيفية التي يتم بها وضع التوزيع الاحتمالي، وبما انه عند تقييم الاستثمار لا تهم الطريقة المعتمدة في إعداد التوزيع الاحتمالي، فانه يمكن في هذه الحالة اعتماد المصطلحين ليعنيان في نفس الوقت التقلب في التدفقات النقدية المستقبلية للاستثمار المعني¹.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد المصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007)؛ ص: 49.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 166.

³ بن علي بلعوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010؛ ص: 332.

ولم يظهر مفهوم الكيفية التي يتم فيها تقدير المخاطر حتى عام 1952 عندما ظهرت نظرية المحفظة لـ HARRY MARKOWITZ التي ربطت بين عوائد ومخاطر الاستثمار المالي وأصبح تقييم جميع الأصول الرأسمالية يعتمد على هذين العنصرين². وعموماً يمكن تصنيف المخاطر المالية إلى نوعين:

أولاً: المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق): وهي المخاطر الناشئة بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل وتصيب كافة الشركات في السوق وبدرجات متفاوتة ومن دون أن يكون للإدارة قدرة على تجنبها، مثل: مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر القيمة الشرائية (التضخم)، مخاطر الدورة الاقتصادية (كساد، رواج)، مخاطر طبيعية كالقوارث، مخاطر سياسية وأي أحداث عامة وهامة محليا أو عالميا تؤثر على الوضع الاقتصادي للدولة³.

ومن أهم خصائص المخاطر المنتظمة مايلي⁴:

1. تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.
2. لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
3. ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة...
4. لا يمكن تجنبها بالتنوع.

ثانياً: المخاطر غير المنتظمة: والتي تصيب ورقة مالية دون غيرها أو تصيب صناعة دون غيرها ويمكن للمستثمرين التخلص منها، أو تخفيضها بواسطة التنوع، ومن هذه المخاطر: المنافسة، أسعار المواد الأولية، الإضرابات العمالية، مخاطر الصناعة التي تتجم عن ظروف خاصة بها، مخاطر الإدارة والتسيير... الخ⁵

¹ سميرة لطرش ، مرجع سابق؛ ص ص: 190-191.

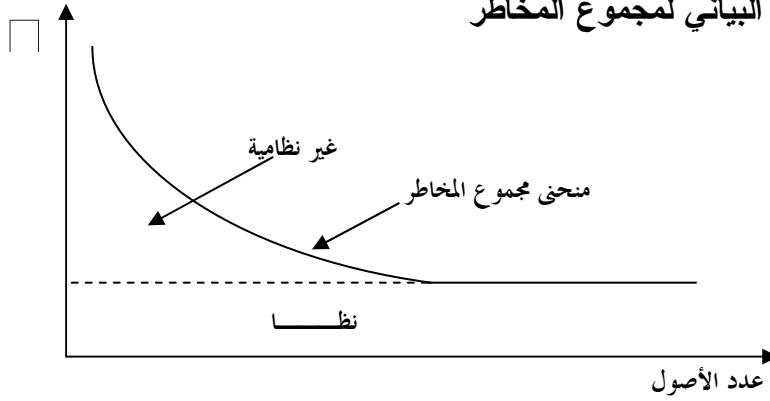
² سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخار الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009؛ ص: 11.

³ سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المال والسلع، أبو ظبي، 2007؛ ص: 18

⁴ حسن السلطان، مرجع سابق؛ ص: 8

⁵ سامي خطاب، مرجع سابق؛ ص: 18

الشكل (02-02): التمثيل البياني لمجموع المخاطر



المصدر: زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص: 334.

نلاحظ من المنحنى أنه كلما زاد عدد الأصول كلما قل الخطر أي أنه يمكن التخلص من المخاطر غير النظامية بزيادة عدد الأصول المستثمر فيها وتنويعها، إلى حد معين لا يمكن التقليل فيه من المخاطر بواسطة التنويع وتتمثل هذه المخاطر في المخاطر النظامية.

وعموما يمكن قياس المخاطرة، عن طريق معاملات إحصائية أشهرها: التباين والانحراف المعياري، معامل الاختلاف، ومعامل بيتا.

ثالثا: التباين والانحراف المعياري:

يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي ويقاس وفقا للمعادلة التالية¹:

$$\delta^2 = [\sum (x - x_{\square})^2] / (n - 1)$$

حيث: δ^2 = التباين ، X = العائد ، N = عدد السنوات

$$\bar{X} = \text{المتوسط الحسابي للعائد (القيمة المتوقعة)}$$

ويعرف الانحراف المعياري على أنه الجذر التربيعي للتباين حيث يرمز له بالرمز δ حيث:

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

حيث يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف أرباح السهم التي تحققت عن المتوقعة، ولذلك فهو يأخذ بأرباح السهم لعدة سنوات، هذا وكلما كانت درجة الانحراف كبيرة دلت على درجة مخاطر أكبر، في حين كلما كانت أرباح السهم قريبة من المتوسط الحسابي دلت على استقرار السهم وقلة مخاطره².

¹ حسن سلطان، مرجع سابق؛ ص: 19.

² ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي (دار وائل، الأردن، 1999)؛ ص: 323.

رابعاً: معامل الاختلاف

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلاً من الانحراف المعياري، ويتم حسب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية:

$$CV = \frac{\delta}{X}$$

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم الخطر في المشروعات الفردية، في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات تمثل كل منها عدد من الاستثمارات المنوعة، ينظر إليها كوحدة واحدة¹.

خامساً: معامل Beta (β)

معامل بيتا مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم فهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، والمقصود بعائد السوق هو المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم الموجودة في السوق، فإن كان معامل بيتا السهم (ك) مثلاً يساوي الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن التغير في عائد ذلك السهم الناتج عن تغير عائد السوق يكون مساوياً تماماً لتغير عائد السوق وفي نفس الاتجاه.

$$\text{أي أن التغير في عائد السهم} = \text{التغير في عائد السوق} \times \text{بيتا السهم.}$$

أما إذا كان معامل بيتا للسهم (ص) مثلاً أقل من الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن عائد السهم (ص) أقل حساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق من السهم (ك). أما إذا كان بيتا السهم (م) أكثر من الواحد الصحيح فإن هذا السهم حساس جداً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق².

كما يمكن قياس معامل (β) بالمعادلة التالية³:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)}$$

حيث:

Cov (Ri) = Rm) = تباين عائد السهم مع عائد السوق.

Var (Rm) = تباين عائد السوق.

¹ حسن سلطان، مرجع سابق؛ ص: 20.

² زياد رمضان، مرجع سابق؛ ص: 348-349.

³ سليمة حشاشي، مرجع سابق؛ ص: 12.

الفرع الثالث: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

أصبح نموذج تسعير الأصل الرأسمالي والمقترح من قبل شارب ولينتر المعيار السائد مثلما هو النظرية الإيجابية أو الواقعية لتحديد أسعار وعوائد الأصول الرأسمالية. ويحتوي على علاقة مهمة تتمثل في خط سوق السهم (SML)¹

يقوم هذا النموذج بقياس المخاطرة المتعلقة بأي ورقة مالية وهو يحدد العلاقة الموجودة بين المخاطرة والعائد المتوقع من عملية الاستثمار في ظل توازن السوق، فهو يهتم بالعلاقة التوازنية بين المخاطرة والعائد المتوقع للأصول المعرضة للمخاطرة².

وقد تم اشتقاق النموذج في ظل الافتراضات التبسيطية التالية³:

- أن هناك أوراق مالية عديمة المخاطرة.
- يمكن الإقراض أو الاقتراض بمعدل فائدة خالي من المخاطر.
- المستثمرون يكرهون المخاطرة.
- أن كل المستثمرين لديهم آفاق استثمار متطابقة ويتصرفون على أساس توقعات وتنبؤات متطابقة.

ويمكن التعبير عن معادلة خط سوق السهم SML كما يلي⁴:

معدل العائد المتوقع = العائد المتوقع من الورقة المالية عديمة المخاطرة + علاوة تحمل المخاطرة

حيث: علاوة تحمل المخاطرة = (العائد المتوقع بواسطة السوق - العائد على الورقة المالية عديمة المخاطر) $\times \beta_i$

أو علاوة تحمل المخاطرة = بدل الخطر $\times \beta_i$

حيث: يمثل العائد من الورقة المالية عديمة المخاطر التعويض المناسب لعملية تأجيل الاستهلاك، أما بدل الخطر فيمثل التعويض المناسب للمستثمر لقبوله الاستثمار في سهم معين، أما β_i فهي مقياس للمخاطر المنتظمة⁵.

وعلى هذا فإنه وفقاً لنموذج CAPM يكون لكل سهم أو ورقة مالية عائد متوقع مرتبط بالمخاطرة المرتبطة بها، وهذه المخاطرة يتم قياسها بواسطة الحركات المنظمة للورقة المالية في إطار السوق ككل ولا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع⁶.

¹ المرجع السابق؛ ص: 15.

² سامية زبطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسوأ المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية،

تخصص القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004؛ ص: 267

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2005)؛ ص: 279-280

⁴ المرجع السابق؛ ص: 280.

⁵ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 49.

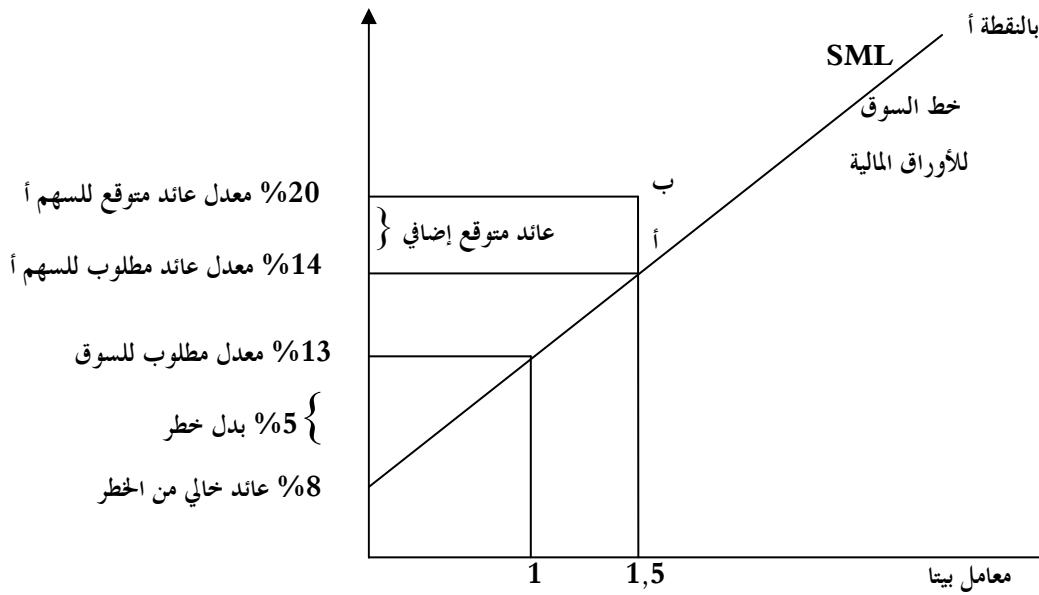
⁶ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 281.

كما يمكن حساب معدل العائد المطلوب بنفس طريقة العائد المتوقع حيث:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر} + (\text{معامل بيتا} \times \text{بدل المخاطرة})$$

ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل (02-03): معدلات عائد السهم



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 50.

نلاحظ أن اختلاف معدل العائد المتوقع عن معدل العائد المطلوب يشار إليه بمعدل العائد المتوقع الإضافي وهو العائد الصافي الذي يعوض المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السهم. ووفقاً لنظرية كفاءة السوق، فإن هذا العائد يجب ألا يكون موجوداً.

أما في ظل وجود سوق غير كفاء فمن المحتمل وجود فرق بين معدل العائد المطلوب ومعدل العائد المتوقع، ومن ثم من المحتمل وجود معدل العائد المتوقع الإضافي¹.

المطلب الثاني: تقدير قيمة الأسهم (تقييم الأسهم)

تختلف أساليب تقييم الأسهم حسب طريقة حساب كل أسلوب، وعموماً سنشير إلى أربعة أساليب الأكثر استخداماً، وقبل ذلك سنتطرق إلى القيم المختلفة للسهم.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 50-51.

الفرع الأول: قيم الأسهم

تعددت القيم التي يحملها السهم، ومن خلال هذا الفرع سنوضح تلك القيم.

أولاً: القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تتحدد عند تأسيس الشركة وتثبت في شهادة الأسهم المصدرة لمالكها¹. والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية فيها.

ثانياً: القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم التي تظهر في سجلات وقيود الشركة المصدرة له، وهذه القيمة تمثل حقوق المساهمين في الشركة، وتحسب بقسمة حقوق الملكية (والتي تتكون من رأس المال مضافاً إليه الاحتياطات والأرباح غير الموزعة) على عدد الأسهم².

وتستخدم هذه العلاقة في حال عدم وجود أسهم ممتازة، أما إذا وجدت الأسهم الممتازة فتستخدم العلاقة التالية:
القيمة الدفترية للسهم = (حقوق الملكية - حقوق الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية
وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بنقد ونجاح الشركة والعكس، علماً أنها تكون مساوية للقيمة الاسمية في بداية عمل الشركة³.

ثالثاً: القيمة عند التصفية: هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وتحسب بالعلاقة⁴:

القيمة التصفية = (قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة) / عدد الأسهم العادية

رابعاً: قيمة السهم حسب العائد: وتمثل القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله ويستخرج بالمعادلة التالية⁵:

قيمة السهم حسب العائد = (القيمة الاسمية للسهم / معدل العائد الذي يطلبه المستثمر) × نسبة التوزيع

خامساً: القيمة السوقية: وهي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة وتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم سعر السهم السوقي بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان. ولكن القيمة السوقية في عبارة عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم)⁶.

¹ زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق؛ ص: 100.

² مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، ج1، 2003)؛ ص: 388.

³ حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية) (دار زهران، الأردن، 2013)؛ ص:

56.

⁴ المرجع السابق؛ ص: 58.

⁵ المرجع السابق؛ نفس الصفحة.

⁶ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 160-161

سادسا: القيمة الحالية (الحقيقية، العادلة): وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح، وإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية، فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤشر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية، إذ أن تحليل المستثمر للقيمة الحالية ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق سيحدد فيما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم (السعر أعلى من القيمة الحقيقية) أو ذو تسعير مخفض (السعر أقل من القيمة الحقيقية)¹.

وقد تسمى هذه القيمة أيضا باسم القيمة المركزية باعتبار أنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية أي القيمة السوقية للسهم في الأجل الطويل تساوي القيمة الحقيقية².

ويوجد الكثير من النماذج التي تحسب هذه القيمة والتي سنتعرض لها في الفرع الموالي.

الفرع الثاني: تقييم الأسهم العادية

هناك العديد من الأساليب لتقييم الأسهم العادية. سنتطرق إلى أهمها في هذا الفرع.

أولا: نموذج خصم التوزيعات: ويطلق عليه أيضا نموذج رسملة الدخل، ويقوم على القاعدة الراسخة في مجال الاستثمار. وهي أن القيمة العادلة لأي استثمار تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية مخصومة بمعدل خصم ملائم (معدل العائد المطلوب)³.

ولذلك يتطلب هذا المدخل قيام المحلل بتقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل، وكذلك تقدير معدل العائد المطلوب، يضاف إلى ذلك تحديد عدد الفترات أو السنوات التي من المتوقع أن تستمر التوزيعات خلالها⁴.

وتظهر الصورة العامة لنموذج التوزيعات كما توضح المعادلة التالية⁵:

$$ق = \sum_{س=1}^{\infty} ت_{س} \left(\frac{1}{1+م} \right)^{س}$$

حيث: ق: القيمة العادلة للسهم (ما ينبغي أن يكون عليه السهم).

ت: التوزيعات المستقبلية.

م: معدل العائد المطلوب أو ما يسمى بمعدل خصم التدفقات النقدية.

¹ المرجع السابق؛ ص: 161.

² طاهر حردان، مرجع سابق؛ ص: 124.

³ جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات (شركة الندى للطباعة، مصر، 2006)؛ ص ص: 208-209.

⁴ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 59.

⁵ جلال البناء، مرجع سابق؛ ص ص: 208-209.

س: عدد سنوات الاستثمار (ينتهي إلى ∞ ذلك كون السهم ليس له موعد استحقاق)

وبفرض أن المستثمر قد قرر التصرف في السهم في تاريخ محدد فتأخذ المعادلة الصورة التالية:

$$ق = t_1 \left(\frac{1}{1+m} \right)^1 + t_2 \left(\frac{1}{1+m} \right)^2 + \dots + (t_n + q_n) \left(\frac{1}{1+m} \right)^n$$

حيث: ق: قيمة السهم في نهاية المدة.

وتوجد ثلاث حالات لمعدل نمو التوزيعات النقدية هي:

1. **معدل النمو الثابت:** تأمل الشركات أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية في كل سنة أكثر من السنة التي قبلها، وبالتالي تأمل هذه الشركات أن يكون هنالك نموا ثابتا في معدل التوزيعات، وإذا أردنا احتساب القيمة الحقيقية للسهم في حالة معدل النمو الثابت فإننا نستخدم المعادلة التالية¹:

$$ق = t_1 / (m - w)$$

حيث: t_1 : تمثل التوزيعات في السنة القادمة.

و: معدل نمو التوزيعات النقدية.

2. **عدم وجود نمو في التوزيعات:**

قد يتوقع المستثمرين أن تظل قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى ومعنى ذلك انه لا يوجد نمو. وبالتالي فان قيمة السهم تتحدد كما يلي²:

$$ق = t / m$$

3. **معدل النمو غير ثابت:** يطلق عليه أيضا بنموذج النمو المتعدد، وترتبط فكرة النمو الثابت بدورة حياة المنشأة، حيث نجد أن معدل نمو المنشأة يختلف من فترة لأخرى، وعليه فانه عند وضع نموذج النمو غير الثابت من اجل تقدير القيمة الحقيقية للسهم، يجب الأخذ بعين الاعتبار فيما إذا كان التغيير في معدل نمو التوزيعات يحدث مرة واحدة أو مرتين. بمعنى إذا كان معدل نمو التوزيعات يرتفع في مرحلة أولى، لينخفض وينتظم في مرحلة ثانية، فإننا نتحدث هنا عن نموذج خصم التوزيعات ذو مرحلتين، أما إذا كان معدل نمو التوزيعات يمر بمرحلة النمو المرتفع والمستقر، ثم بمرحلة النمو المستقر إلى مالا نهاية فإننا نتحدث هنا عن نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاث³. وسنتطرق للنموذجين في الاتي¹:

¹ حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سابق؛ ص ص : 136-137.

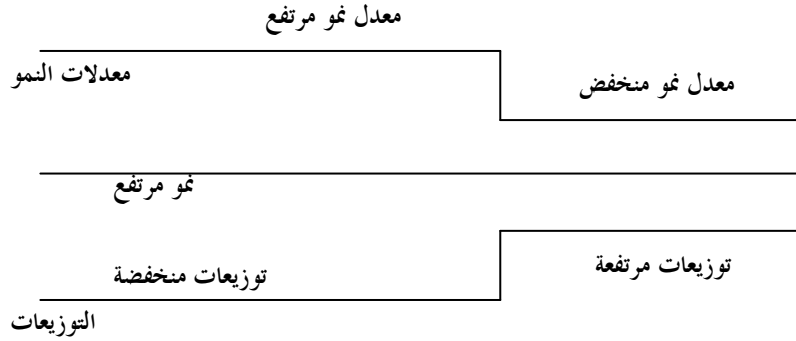
² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص:60.

³ سميرة لطرش، مرجع سابق؛ ص ص : 240-241

أ- نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين:

يمكن توضيح هذا النموذج من خلال الشكل الموالي:

الشكل (02-04): نموذج خصم التوزيعات ذو المرحلتين



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 64

ويلاحظ أن المرحلة الأولى من النمو والتي تتصف بارتفاع معدل النمو تشهد انخفاضا في مدفوعات المنشأة في صورة توزيعات. أما المرحلة الثانية والتي يطلق عليها فترة استقرار النمو فإنها تشهد ارتفاعا في مدفوعات المنشأة في صورة توزيعات.

من خلال ما توضح يمكن إيجاد القيمة الحالية للسهم بالمعادلة:

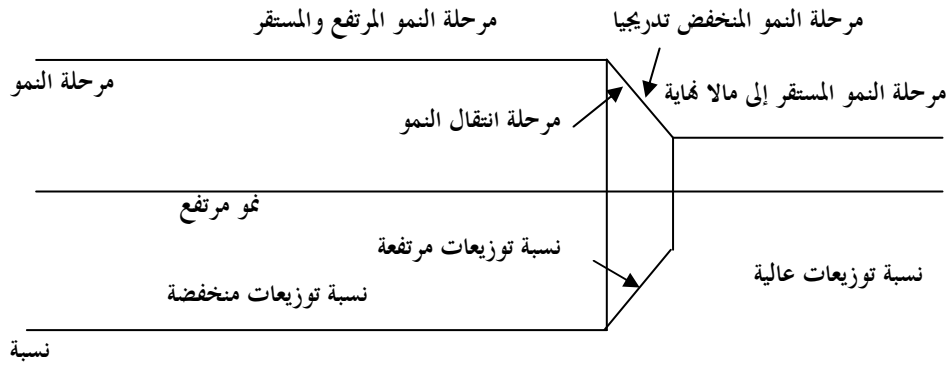
$$Q = \sum_{s=1}^n \frac{t(1+o_1)^s}{(1+m)^s} + \sum_{s=n+1}^{\infty} \frac{t_s(1+o_2)^{s-1}}{(m+o_2)} \times \frac{1}{(1+m)^s}$$

ب- نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاث:

وفقا لهذا النموذج فإن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات أثناء مرحلة النمو المرتفع، مضافا إليها القيمة الحالية للتوزيعات أثناء النمو المرتفع، مضافا إليها القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة خلال مرحلة التحول (مرحلة المنخفض تدريجيا)، بالإضافة إلى القيمة الأخيرة للتوزيعات في المرحلة الثالثة (مرحلة النمو المستقر إلى مالا نهاية).

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 64-66

الشكل (02-05): نموذج خصم التوزيعات ذو المراحل الثلاث



المصدر : محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 65.

ويمكن التعبير عن قيمة السهم وفقاً لهذا النموذج بالمعادلة :

$$Q = \sum_{s=1}^n \frac{D_s \cdot (1+g_1)^s}{(1+m)^s} + \sum_{s=n_1+1}^{n_2} \frac{D_s \cdot (1+g_2)^s}{(1+m)^s} + \frac{D_{n_2} \cdot (1+g_3)}{(1+m)^{n_2} (1+g_2)}$$

ثانياً: نموذج تقييم الربحية (مدخل الربحية): يسمح هذا النموذج بتقييم الأسهم العادية على أساس ربحية السهم وليس توزيعاته، ولعل في عرض هذا النموذج إرضاء لأولئك الذين لا يزالون يعتقدون أنه طالما أن الأرباح المتولدة هي من حق حملة الأسهم، فإن التقييم السليم لا بد أن يكون على أساسها وليس على أساس التوزيعات، التي تتجاهل من وجهة نظرهم- تأثير الأرباح المحتجزة، لكن في الحقيقة هي أن أي أرباح يتقرر احتجازها سوف تنعكس في صورة استثمار إضافي في أصول المنشأة. وعليه فإن القيمة العادلة للسهم العادي يتوقع أن تساوي القيمة الحالية لربحيته المستقبلية، التي تتأثر بالطبع بالاستثمارات المستقبلية، مطروحا منها القيمة الحالية لنصيب السهم من تلك الاستثمارات، التي تساوي بالتمام والكمال نصيبه من الأرباح المحتجزة، التي يتقرر الإبقاء عليها لتمويل تلك

الاستثمارات، وهو ما تخكسه المعادلة:

$$Q = \sum_{s=1}^{\infty} \frac{D_s}{(1+m)^s}$$

حيث: r_s : تمثل ربحية السهم المتوقعة

θ_s : تمثل حجم مساهمة السهم في الاستثمارات المتوقعة في أصول المنشأة (الأرباح المحتجزة).

وإذا ما افترضنا أن الربحية المستقبلية للسهم سوف تنمو بمعدل ثابت ستصبح المعادلة:

$$Q = \frac{r_s}{(1+m) - \theta_s}$$

والتي يطلق عليها نموذج الربحية ذو النمو الثابت، وهي كما تبدوا تشبه معادلة نموذج النمو الثابت للتوزيعات، مما يلاحظ إن هذا النموذج أعادنا إلى الوراء ليتأكد لنا أن التوزيعات هي الأساس في تقييم الأسهم العادية¹.

ثالثاً: نموذج التدفق النقدي: يرى هذا المدخل أن الثروة المتولدة من أي أصل تتمثل في التدفقات النقدية المتولدة عن هذا الأصل، أما من الناحية المحاسبية فيلجأ العديد من المحللين الماليين لإضافة التكاليف غير النقدية إلى ربحية السهم للوصول إلى التدفقات النقدية، لو افترضنا أن التدفقات النقدية المتوقعة هي (ح) والتي يتم احتسابها باستخدام المعادلة²:

$$ح = ر + (\text{التكاليف غير النقدية} / \text{عدد الأسهم}).$$

ومع الإشارة إلى أنه في نموذج تقييم الربحية استخرجنا نصيب السهم من الاستثمار الصافي، أي دون احتساب الاهتلاك ومخصصات الديون المشكوك في تحصيلها وغيرها من المصاريف غير النقدية. لكن في هذا النموذج سيتم إضافة المصاريف غير النقدية للاستثمار الصافي، لنحصل بذلك على الاستثمار الإجمالي (ك)، ويحدد نصيب السهم من الاستثمار الإجمالي بالعلاقة التالية:

$$ك = ت + (\text{التكاليف والمصاريف غير النقدية} / \text{عدد الأسهم})$$

وعلى هذا الأساس يظهر نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما يلي³:

$$ق = \sum_{س=1}^{ت} \frac{ك - ح}{(1 + م)^س}$$

وهكذا فإن نموذج تقييم التدفق النقدي لا يخرج عن كونه صورته أخرى من نموذج تقييم التوزيعات، وذلك على أساس أن القيمة (ح-ك) لا بد وان تمثل نصيب السهم من التوزيعات. وإذا ما افترضنا أن التوزيعات تنمو بمعدل ثابت، فإن المعادلة يمكن صياغتها في الصورة التالية⁴:

$$ق = (ح - ك) / (م - و)$$

رابعاً: نموذج مضاعف الربحية: ويسمى أيضاً بنسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد ويتم استعمال المضاعفات لأجل رسملة العوائد بمعنى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته⁵، كما يعرف بأنه السنوات الكافية لاسترجاع تكلفة الاستثمار فكلما كانت السنوات قليلة كان الاستثمار مشجعاً⁶. وترتبط

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق؛ ص: 338-342.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق؛ ص: 75-96.

³ سميرة لطرش، مرجع سابق؛ ص: 248.

⁴ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 344.

⁵ هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007؛ ص: 114.

⁶ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سابق؛ ص: 306.

قيمتها بعلاقة طردية مع معدل النمو، وبعلاقة عكسية مع المخاطرة، ويحسب مضاعف (مكرر) الأرباح على وفق الآتي:

مكرر الأرباح = السعر السوقي للسهم / ربحية السهم الواحد

وفي إطار تحديد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام هذه النسبة فإن المحلل يستخدم متوسط مكرر الأرباح التاريخي مع الأخذ بنظر الاعتبار ربحية السهم الواحد المتوقعة على وفق الآتي:

ق = مكرر الأرباح × ربحية السهم الحالية (1 + معدل النمو في ربحية السهم الواحد)¹

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي

ونقصد بالعوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي، بالعوامل التي تجعل سعر السهم السوقي يتجه نحو الارتفاع أو نحو الانخفاض، ومن التي نذكر منها²:

1. مستوى أسعار الفائدة على الاستثمارات ذات الفائدة الثابتة مقارنة بعائد الأسهم، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على عائد الأسهم يؤدي للتوجه للاستثمارات ذات معدلات للفائدة وانخفاض الطلب على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها والعكس.
2. اتجاهات وتفضيلات المستثمرين، حيث أن تفضيل مجال استثماري غير مجال الأوراق المالية سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية وانخفاض أسعارها والعكس.
3. حجم الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية، حيث أن انخفاضها سيؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية أي سيفوق المعروض منها الطلب عليها وبالتالي انخفاض أسعارها والعكس.
4. المنافسة بين مختلف المجالات التي يمكن أن يستثمر فيها رأس المال.
5. التحركات الدولية لرؤوس الأموال كهروب رؤوس الأموال إلى بلد آخر سيؤدي إلى انخفاض حجم المعاملات في البورصة المحلية، نتيجة وجود مخاطر معينة كمخاطر الحروب والاضطرابات الاجتماعية كالضرائب- وبالتالي انخفاض الطلب وانخفاض الأسعار.
6. التفاؤل والطمع في تحقيق المكاسب الرأسمالية من خلال المضاربة يؤدي إلى ارتفاع الأسعار كما أن الخوف من تكبد الخسائر يؤدي إلى الهروب من السوق وانخفاض الأسعار.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص ص: 204-205.

² بالاعتماد على:

- سميرة لطرش، مرجع سابق؛ ص ص: 180-184

- عصام حسين، مرجع سابق؛ ص ص: 125-128.

- سمية بلجيلية، مرجع سابق؛ ص: 56

- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهم (دار الحامد، الأردن، 2010)؛ ص ص: 85-89.

7. أداء الاقتصاد الكلي وانعكاساته على الحالة النفسية للمستثمرين (التفاؤل أو التشاؤم)، فمثلا التنبؤ بحدوث حرب، أو ظهور إشاعات حول إمكانية تعرض شركة معينة للإفلاس من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار أوراقها المالية.
8. درجة اتساع السوق، ويتسم السوق بالسعة عندما يوجد عدد كبير من أوامر البيع والشراء، حيث يسهل في ظلّه إعادة الخلل في الأسعار بسرعة.
9. ظروف الشركة: وهي تشمل كل المتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على أدائها ومستوى العائد الذي تحققه وبالتالي تؤثر على نظرة المستثمرين وعلى قراراتهم الاستثمارية ومن أهم هذه العوامل: المركز المالي للشركة، الاستثمارات المستقبلية، مستوى التنظيم، الحصة السوقية والمركز التنافسي.
10. الدورة الاقتصادية: حيث تتقلب أسعار أسهم الشركات ما بين حالتي الاقتصاد من ركود وانتعاش حيث أن تحسن الوضع الاقتصادي العام يؤدي إلى زيادة دخول الأفراد وزيادة الطلب على الأموال للأغراض المختلفة مثل: شراء الأسهم مما يرفع سعرها والعكس إذا تدهورت الحالة الاقتصادية.

خلاصة الفصل الثاني:

يعرف الاستثمار على أنه توظيف الأموال في أصول مالية أو حقيقية لفترة زمنية معينة بغية الحصول على عوائد مستقبلية تتناسب مع المخاطرة.

وتصنف مجالات الاستثمار حسب نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي يختاره المستثمر لاستثمار أمواله، فلناحية نوع الاستثمار فإنه وفقا للنطاق الجغرافي للسوق فإن الاستثمار إما أن يكون محليا أو خارجيا، أما بالنسبة لطبيعة الاستثمار أي لطبيعة حيازة الأصل، فإن الاستثمار إما أن يكون حقيقيا أو ماليا.

أما أدوات الاستثمار فتختلف كليا عن مجالات الاستثمار، فقد تكون الأدوات أصول مالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية أو أصول حقيقية كالذهب، العقارات، ...

ويعد اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم أمرا صعبا نظرا للتقلبات الكبيرة التي تحدث في سعرها. وتظهر أهمية السعر من خلال كونه يحدد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ويتأثر السعر أو القيمة السوقية للورقة المالية بمجموعة من

العوامل، كالعوامل الخاصة بالسوق و بالحالة الاقتصادية العامة ، عوامل خاصة بالورقة المالية ، كالعائد و المخاطرة، عوامل فنية متعلقة بآليات خاصة بالبورصة، كتوقعات المتعاملين بالبورصة، علم النفس الخاص بالبورصة...

وعليه فإنه لتحديد القيمة السوقية للورقة المالية يجب الأخذ بعين الاعتبار للعوامل المحددة لهذه القيمة، ونقصد بذلك العائد المتوقع من الاستثمار والمخاطر. وبما أن عملية التقدير تتم في ظل عدم التأكد، فإنه على المستثمر أن يضع توزيع احتمالي للعائد المتوقع. كما يمكن استخراج معدل العائد المتوقع من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

الفصل الثالث:

التحليل الفني وأدواته

تمهيد:

يصبح الاستثمار في الأوراق المالية سهلاً إذا تمكن المستثمر من تحديد أنسب توقيت للقيام بعمليات الشراء أو البيع. وطالما لا يستطيع المستثمر التكهّن بأسعار المستقبل، فإنه يتطلب وجود قواعد وأسس يمكن من خلالها التنبؤ بالأسعار مستقبلاً، ويمثل التحليل الفني أحد أسس التنبؤ بالأسعار.

ويسمى التحليل الفني بالتحليل الداخلي لأنه يعتمد على معطيات السوق للكشف عن العرض والطلب، فهو لا يهتم بجمع البيانات عن وضعية الشركات والصناعات والمعلومات العامة عن الظروف الاقتصادية ثم تحليلها من أجل معرفة القيمة الحقيقية للسهم كما هو الحال بالنسبة للتحليل الأساسي، بل يركز على تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي وتحديد نمط لهذه الحركة للتمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار.

ومن أجل توضيح ما تم سرده سنقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل للتحليل الفني.

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني.

المبحث الثالث: التحليل الفني بين مؤيدين ومعارضين.

المبحث الأول: مدخل للتحليل الفني

يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض أدوات التحليل التي تساعدهم في اتخاذ قرارات الشراء والبيع و كذا تحديد توقيت الدخول والخروج المناسب. والتحليل الفني أنسب أسلوب لذلك حيث يعتبر التحليل الفني عملية دراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه الحركة في المستقبل ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة تبعاً لذلك.

المطلب الأول: التحليل الفني (تعريف، فرضيات، إطار عمل)

إن الفهم الجيد للتحليل الفني يساعد المستثمر في قراراته عن طريق التنبؤ بالأسعار في المستقبل، وسوف نتناول في هذا المطلب التحليل الفني، بداية بتعريفه، والفرضيات التي بني على أساسها، ثم إطار عمله.

الفرع الأول: تعريف التحليل الفني ودوره في اتخاذ القرار الاستثماري: قدم للتحليل الفني العديد من التعاريف نذكر منها:

"دراسة حركة السوق، وليس السلع المتداولة فيه، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل رسم بياني - جميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، سعر التداول، حجم التداول،... الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج من هذه المعلومات التاريخية اتجاه الأسعار في المستقبل"¹.

"يسمى التحليل الفني أحيانا بتحليل سوق الأوراق المالية أو التحليل الداخلي لأنه يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين أو السوق ككل - لذا فإنه يعتمد على أن السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات أي أن السوق يحكي ما يدور فيه أو يكشف عن نفسه"².

"لا يركز التحليل الفني على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية بقدر ما يهتم بتتبع حركة الأسعار أي حركة التداول التاريخية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري. ويعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطا معيناً من التغيير في الأسعار لعدة مرات فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل"³.

¹ Robert Edwards، Technical Analysis of stock trend(by taylor & francis grouo، London،2007) ;p :4.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص 281.

³ عديلة مرمت، مرجع سابق؛ ص 64.

"التحليل الفني هو دراسة حركة السوق، من خلال استخدام الرسوم البيانية، لغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار مستقبلاً"¹.

من خلال التعريف السابقة يمكن استخلاص أن التحليل الفني هو عملية رصد معطيات الماضي للسوق (الأسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق الفنية...)، وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلاً وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء أو البيع.

من خلال التعريف يبرز دور التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري، إذ يتمثل دوره في تحديد توقيت اتخاذ القرار الاستثماري من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار بناء على معطيات الماضي.

الفرع الثاني: فرضيات التحليل الفني (فلسفة التحليل الفني)

يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات تبنى عليها فلسفته تتمثل فيما يلي:

أولاً: تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض وقوى الطلب في السوق. وبالتالي يؤدي التغيير في العلاقة بين قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية إلى تغيير اتجاه الأسعار. ويمكن ملاحظة هذا التغيير من خلال تتبع حركة السوق اليومية².

ثانياً: تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة، المعلومات المالية الخاصة بالسهم تدخل في نطاق اهتمامات التحليل الأساسي والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها مثل: الآراء والأمزجة والتخمين... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة³.

ثالثاً: باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقتضي بان أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة⁴.

¹ John J Murphy, Technical Analysis of the financial markets (institute of finance, london, 1999);p :1.

² عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 65.

³ جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 150.

⁴ هوارى سويسي، مرجع سابق؛ ص: 108

رابعاً: يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك¹. ولعل المقصود بهذه النقطة، هو انه لا حاجة إلى بذل مجهود في تحليل كم هائل من بيانات ومعلومات عن الاقتصاد والصناعة والمنشأة، فهذه المعلومات لن تضيف شيئاً بقدر ما سوف تتسبب فيه من إرباك.

فالمحلل ليس في حاجة سوى لمعلومات عن أسعار وحجم الصفقات في الماضي، إضافة إلى أداة يمكن من خلالها اكتشاف بداية التحول من سعر التوازن الحالي إلى سعر التوازن الجديد، دون أن يشغل نفسه بمعرفة أسباب هذا التحول².

إذا كان كل من الافتراضين الأول والثاني مقبولين سواء من الفنيين أو غيرهم، فسعر السهم شأنه في ذلك شأن سعر أي سلعة أخرى -يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، كما أن قوى العرض والطلب يحكمها متغيرات عديدة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد غير أن المتغيرات غير الرشيدة لا يمكن لتأثيرها أن يستمر، وان التأثير طويل الأجل على قوى العرض والطلب مرجعه المتغيرات الرشيدة وحدها³.

غير أن الاعتراض الذي يطرح على فلسفة التحليل الفني يبدأ مع الفرض الثالث الذي يمثل عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل غيرها، معنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق، هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً⁴. ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الشكل التالي:

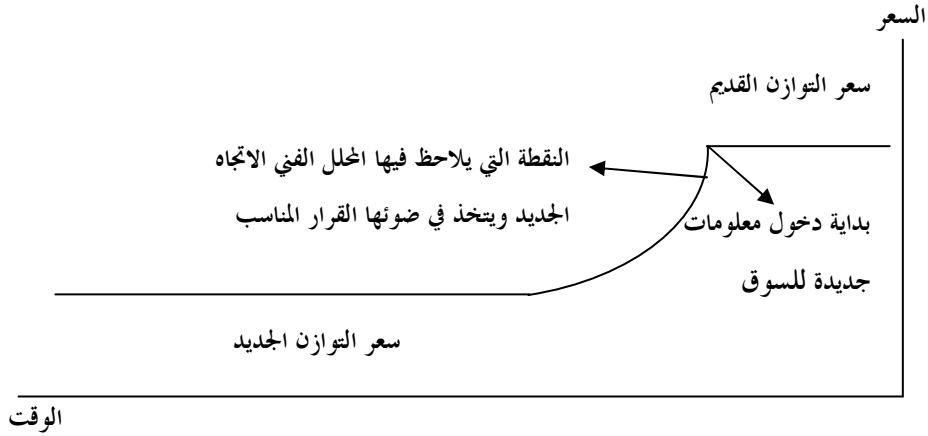
¹ جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 151.

² منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق، ص ص: 190-191.

³ المرجع السابق؛ ص: 149.

⁴ عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 67.

الشكل (03-01): النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2000)؛ ص: 152

يوضح الشكل أن المعلومات الجديدة تسبب انخفاضا في سعر التوازن للورقة المالية، لكن عملية الانتقال إلى سعر التوازن الجديد ليست سريعة وتقع في صورة تستمر لفترة حتى تصل إلى سعر التوازن الجديد، ويبحث المحللون الفنيون عن بداية التحرك من سعر التوازن القديم إلى سعر التوازن الجديد وذلك حتى يستطيعوا التحرك مبكرا والاستفادة من التغيير عن طريق الشراء إذا كان الاتجاه صعوديا والبيع إذا كان الاتجاه هبوطيا، ولذلك فإن التغييرات السريعة في الأسعار لا تؤدي إلى نتائج طيبة وبالتالي لا تستحق المجهود¹ وهكذا تقتصر مهمة التحليل الفني على المساهمة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم (شراء، أو بيع أو احتفاظ)، دون أن يقترب من مهمة تحديد السعر العادل للورقة المالية².

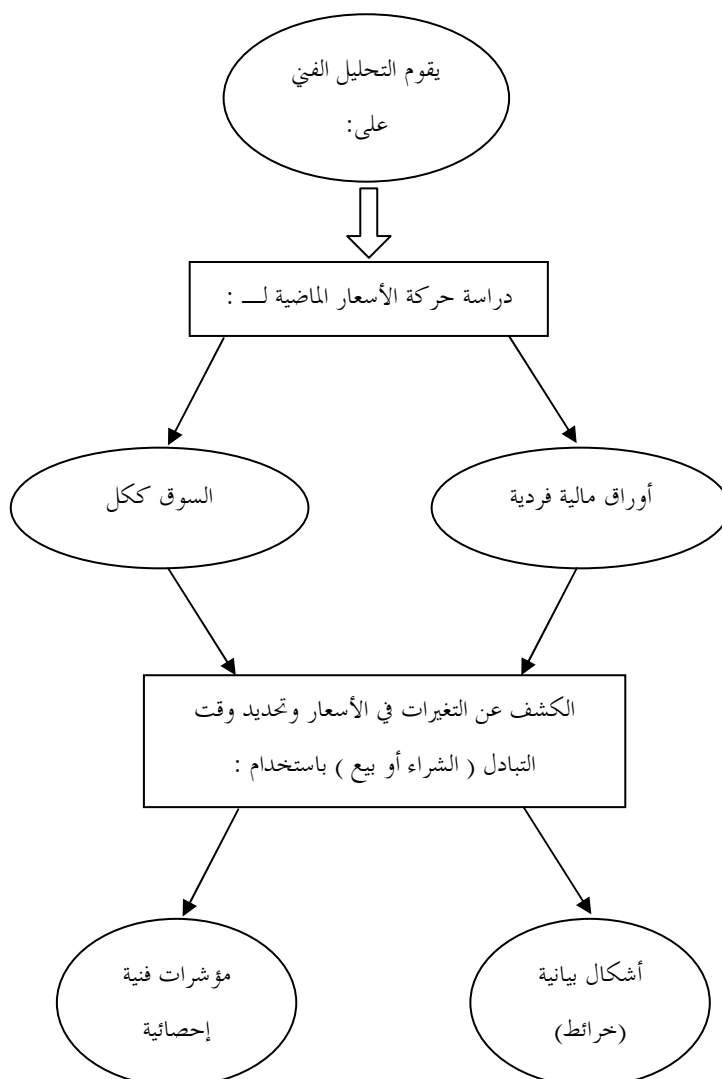
الفرع الثالث: إطار عمل التحليل الفني:

يمكن تطبيق التحليل الفني على السوق ككل أو على أوراق مالية فردية. ويستخدم التحليل الفني عدة أدوات للتحليل تصنف إلى: الأشكال أو الرسوم البيانية والتي تعرف بالتحليل الفني التقليدي، والمؤشرات الفنية الإحصائية والتي تعرف بالتحليل الفني الحديث. والشكل التالي يوضح الإطار العام للتحليل الفني.

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 300.

² منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص 191.

الشكل (02-03): الإطار العام للتحليل الفني



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 284.

- عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 66.

كما أن المحلل الفني يعتمد على فكرة التزامن بين حركة أسعار الأسهم وحجم التداول الكلي في السوق، لذلك إذا ظهرت موجة ارتفاع لأسعار أسهم معينة دون أن يتجه حجم التداول نحو الارتفاع فهذا معناه أن الاتجاه مشكوك فيه على عكس الحالة التي ترتفع فيها كل من الأسعار وحجم التداول معا حيث تؤخذ على أنها حركة

انتعاش لذلك يقوم اغلب المحللون الفنيون بالاعتماد على التحليلين معا - تحليل أسعار السوق وتحليل سعر السهم الواحد - بهدف تخفيض هامش الخطأ وتعظيم احتمالات الربح¹.

المطلب الثاني: أهمية الدورات في التحليل الفني²

كانت هذه الفكرة ملاحظة بشكل خاص خلال الفترة من 1966 إلى 1988 في سوق الأوراق المالية الأمريكية، حيث لم يتمكن داو جونز للشركات الصناعية DJIA من تسجيل ارتفاع صافي خلال هذه الفترة، إلا أنه تخللتها خمسة دورات مرتفعة بلغت في مجموعها 1500 نقطة، فلو كان أحد المستثمرين ملما بالقدر الكافي بنظام الدورات بحيث يقوم بالبيع بأعلى خمسة أسعار في الأعوام 1966، 1968، 1973، 1979، 1981، وكذا إعادة استثمار النقود من خلال موجات الهدوء في أعوام 1967، 1970، 1974، 1980، 1982، فكان يمكن لإجمالي الاستثمار (بعد استبعاد تكاليف المعاملات وضريبة المكاسب الرأسمالية) أن يرتفع و ينمو من 1000 دولار إلى ما يزيد عن 10.000 دولار بحلول أكتوبر 1983. وعلى النقيض من ذلك فإن المستثمر الذي يتبع مدخل "اشترى واحتفظ" (approach buy and hold) يكون قد حقق نحو 250 دولار فقط.

يمكن أن نستنتج من خلال ملاحظات هذا الأسلوب أن المستثمر عن طريق الدورات في الغالب يخالف اتجاهات البيع و الشراء السائدة في السوق إذ أنه يشتري الأسهم عندما يصل سعرها إلى أدنى قيمة لأنه يتوقع انقلاباً في حركة الأسعار نحو الارتفاع، في حين يكون الاتجاه السائد في السوق هو التخلص من هذه الأوراق المالية لتفادي تحمل خسائر إضافية بسبب زيادة الانخفاض في قيمتها السوقية ثم يقوم المستثمر ببيعها في فترات الانتعاش والتفاؤل الزائد، في حين يفضل بقية المستثمرين الاحتفاظ بأسهمهم خلال هذه الأوقات. ويجب الإشارة هنا إلى أن المستثمر عن طريق الدورات يجب أن يتمتع بالموضوعية و أن يقبل هامشاً معيناً من الخطأ في تقديراته وذلك لأن الاستثمار في السوق المالي يولد أربعة أنواع من النتائج، عائد كبير، عائد ضعيف، خسارة ضعيفة، خسارة كبيرة. ومن وجهة نظر المستثمر المحترف فإن هذه النتيجة الأخيرة وحدها غير مقبولة.

المطلب الثالث: فروع التحليل الفني:

يمكن تقسيم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية:

¹ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 109.

² المرجع السابق؛ ص: 108.

الفرع الأول: مؤشرات نفسية

تتحكم المؤشرات النفسية في تصرفات الكثير من المستثمرين، ومثال ذلك ما يطلق عليه المستثمر الصغير، صناديق الاستثمار، ومتخصص الصالة، وتشبه التصرفات في هذه الحالة سياسة القطيع، والتي تتحرك من طرف عند المضاربة النزولية بالبورصة إلى الطرف الآخر عند المضاربة على الصعود بالبورصة¹.

والمنطق وراء استخدام مثل هذه المؤشرات هو أن مجموعات مختلفة من المستثمرين ثابتين في تصرفاتهم من نقاط التحول الرئيسية للسوق، فعلى سبيل المثال فإن العالمين ببواطن الأمور بحكم مركزهم (مثل المسؤولين، القياديين أو كبار المساهمين لشركة ما) يميلون إلى التصرف الصائب عند نقاط التحول بالسوق وتكون عملياتهم في مجموعها في جانب تأييد الشراء في حالات هبوط سوق الأوراق المالية، وفي جانب تأييد البيع في حالات صعود السوق. وعلى العكس من ذلك فإن صناديق الاستثمار والخدمات الاستشارية كمجموعة تخطئ عند نقاط تحول سوق الأوراق المالية لأنها تصبح دائما مضاربة على الصعود بسوق الأوراق المالية عند نقاط صعود السوق، ومضاربة على الهبوط في فترة الاطمئنان بين الموجتين.

إن المؤشرات المستنبطة من مثل هذه البيانات يمكنها أن تظهر أن حالات معينة تتماثل من الناحية التاريخية مع نقاط الصعود بسوق الأوراق المالية، وغيرها يناظر نقاط هبوط السوق، ونظرا لان رأي الأغلبية عادة ما يكون على خطأ عند نقاط تحول السوق فإن هذه المؤشرات عن الجو النفسي السائد في السوق تكون أساسا مفيدا يمكن على أساسه تكوين رأي مخالف².

الفرع الثاني: مؤشرات لتتبع تدفق الأموال:

تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لقياس المقدرة على شراء أو بيع الأسهم، ولان كل عملية بيع تسبقها عملية شراء، فإن هذا المؤشر يصور حجم وكمية الطلب (عروض الشراء) ومقارنتها بحجم وكمية العرض (عروض البيع)، أي دراسة التوازن بين العرض والطلب (أو البيع والشراء)³.

فالسعر الذي تجرى على أساسه أي معاملة في الأسهم يجب أن يكون ذاته بالنسبة للبائع والمشتري، وعليه فمن الطبيعي أن يكون مقدار النقود المتدفقة خارج السوق متساوية مع المقدار الداخل إلى السوق، ولكن المقصود

¹ عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالإعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة مدرجة في CAC40؛ مذكرة ماجستير

في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011؛ ص: 43

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 306-307.

³ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 43

بالنسبة لمؤشرات تتبع تدفق الأموال هو الفائض الذي يسبق الواقعة (أي قبل حدوث المعاملة) بين العرض والطلب والمعروفة بالعلاقة المسبقة أو المتوقعة، فعندما تكون هناك أكثرية من المشترين على البائعين عند سعر معين على أساس مسبق فسينجم عن ذلك انه يجب أن يرتفع السعر الفعلي بعد الواقعة ليجعل البائعين والمشترين في حالة توازن¹.

الفرع الثالث: مؤشرات هيكل السوق

هذه المؤشرات توضح اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجم سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تحديد منطقة وصحة الاستثمار في حالة الصعود والاستثمار في حالة الهبوط².

ونظرا لان التحليل الفني مبني على نظرية أن سوق الأوراق المالية هي انعكاس لنفسية المجموع (الجمهور) في حركتها، فهي تحاول التنبؤ بتحركات السعر على افتراض أن نفسية الجمهور تتحرك بين الذعر والخوف والتشاؤم من ناحية، والثقة والتفاؤل الزائد والحرص من ناحية أخرى مما يعني أن الأسعار لا تعبر عما تساويه فعلا وإنما تعبر عما يظن الناس أنها تساويه ويهدف التحليل الفني إلى التعرف على هذه التغيرات في مرحلة مبكرة، حيث أن هذه التأرجحات في الانفعالات تستغرق عدة سنوات لتكتمل، وبدراسة هذه الاتجاهات فإنه يمكن للمستثمر الملم بأسس التحليل الفني أن يقوم بشراء أو بيع الأوراق المالية وهو على درجة من الثقة استنادا إلى مبدأ انه بمجرد تمكين أي اتجاه من الحركة فإنه سيخلد نفسه³.

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص 159.

² عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 43

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص ص: 308-309.

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني

يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الأدوات التي تستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم، حيث نجد أدوات التحليل لأسعار السوق وأدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت، وسنتعرض لكل منها من خلال هذا المبحث، إلا أنه سنتطرق أولاً لبعض الأساسيات الواجب معرفتها عن التحليل الفني.

المطلب الأول: أساسيات التحليل الفني

يقوم المحلل الفني بانتقاء مؤشرات ودراسات فنية معينة من بين المئات من هذه المؤشرات والدراسات المعدة، حيث يقوم المحلل بالاعتماد على هذه المؤشرات والدراسات لتوطيد قدرته على استنباط دلالات فنية صحيحة تعزز من قراءته المبدئية للخرائط الفنية¹، ومن خلال هذا المطلب سنتعرض للمؤشرات الفنية، الخرائط الفنية، حجم التداول، اتجاهات الأسعار و مستويات الدعم والمقاومة.

الفرع الأول: المؤشرات الفنية

يعرف المؤشر الفني بأنه سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها من خلال معادلات رياضية معينة على البيانات السعرية المتعلقة بالسهم أو الورقة المالية حيث تتضمن بيانات سعر الورقة المالية مزيج من السعر الافتتاحي أو الأسعار العليا والدنيا أو سعر الإغلاق خلال فترة زمنية معينة، وعليه فإن عملية إيجاد المؤشرات الفنية تتلخص في إدخال البيانات المطلوبة في المعادلات الخاصة للحصول على بيانات المؤشر المحسنة. وتكمن أهمية استخدام المؤشرات الفنية بعملية التحليل في توفير منظور مختلف لتحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين المجردة بمفردها إدراكه على الخرائط الفنية. ويتم اللجوء إلى التحليل بواسطة المؤشرات الفنية لتحقيق أحد الأهداف الآتية: التنبيه، التأكيد (التعزيز)، التنبؤ².

الفرع الثاني: الخرائط (CHARTS)

يعتقد الفنيين أو ما يطلق عليهم راسمي الخرائط في أن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطا مميزا يمكن تحديده بوضع خرائط لذلك وتتبع الأسعار من خلالها.

¹ نكرتشارت، دليل نكرتشارت للتحليل الفني، على الموقع : <http://www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf>، تاريخ التصفح 2014/05/20؛ ص:7.

² بشار ذنون الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، فتحى محمد سليمان، التحليل الفني ودوره فى اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية فى عينة من أسواق المال فى الخليج العربى، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010؛ ص: 42

ويقوم المحلل الفني بوضع الخرائط من أجل تتبع النمط وذلك عن طريق تتبع مسويات الأسعار خلال فترة زمنية معينة، ثم يصب هذه المعطيات في معلم يخصص محوره الأفقي للزمن بالأيام أو الشهر أو السنوات حسب امتداد الدراسة، أما المحور العمودي فهو للأسعار¹.

وتتمثل الخرائط المتبعة في تسجيل البيانات في:

أولاً: الخط البياني (Line chart): الخط البياني أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط، ويعتقد الفنيون عموماً أن سعر الإقفال هو أهم سعر في جلسة التداول. ويتم رسم الخط البياني من خلال 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 الأسعار².

الشكل(03-03): نموذج للخط البياني



المصدر: INC, Essentials of Technical Analysis for Financial Markets (John Wiley & Sons, James Chen: 1971), U.S.A : p 38

ثانياً: خرائط الأعمدة (Bar charts): يتم بناء خرائط الأعمدة باستخدام ثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم وهي أعلى سعر، أدنى سعر، سعر الإقفال³. وأحياناً يضاف سعر الافتتاح. وذلك لفترة زمنية معينة، ساعة أو يوم أو أسبوع أو شهر، ويتم تمثيله بربط 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 الافتتاح بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليسار (ناحية الفترة الزمنية السابقة)⁴.

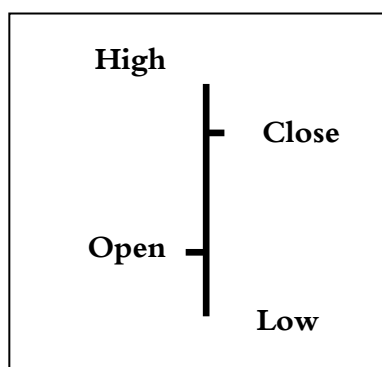
¹ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 122

² عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية (شركة البلاغ للطباعة، مصر، ط6، 2004)؛ ص: 63.

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 226.

⁴ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 64.

الشكل (03-04): نموذج العمود



المصدر : J.Welles Wilder (Hunter Publishing Company, U.S.A. New Concepts in Technical Trading Systems, 1978); p : 07

ثالثاً: خرائط الشموع اليابانية (الشمعدان) (Japanese candlesticks charts)

يعتبر هذا النوع من الخرائط من أقدم الأدوات لتحديد أسعار الأسهم حيث يستخدم هذا النوع في اليابان منذ سنة 1700 كأسلوب للتنبؤ بأسعار الأرز¹. وقد أصبحت حالياً أحد أهم أدوات التحليل الفني حيث تستخدم لتعكس ظاهرة حركة الأسعار والتنبؤ بها في الأجل القصير (مدى زمني 10 أيام أو أقل)².

لقد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة فالشمعة عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي، قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وأدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر بها. أما سعر الفتح والإقفال فيمثلان إما الخط العلوي أو السفلي للمستطيل، وقد أطلقوا على المستطيل الجسم real body والفتيل الظل shadow. واختاروا أن يرمزوا لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح) بشمعة بيضاء، واختاروا لأيام انخفاض الأسعار (سعر الإقفال أدنى من سعر الفتح) بشمعة سوداء. والجدير بالذكر هنا. أن الشمعة يمكن أن تمثل حركة التداول خلال أي فترة زمنية يراد تسجيل أسعارها سواء كانت ساعة أو يوماً أو أسبوعاً أو شهراً³.

وتمثل سلسلة الشموع البيضاء إشارة للسوق الصاعد أما سلسلة الشموع السوداء فتتمثل إشارة للسوق الهابط⁴.

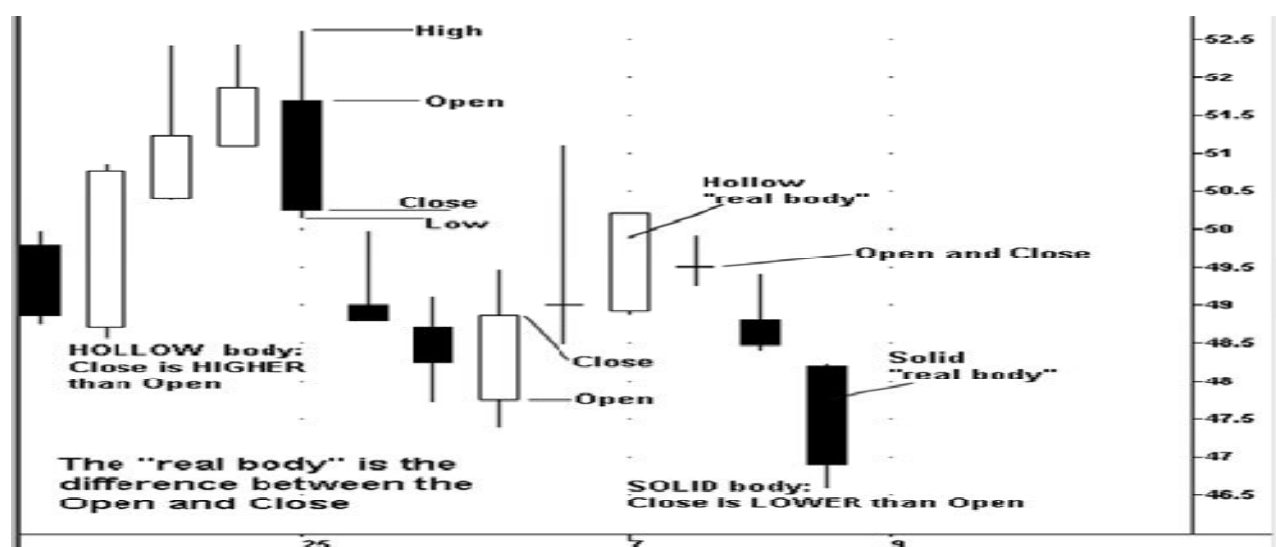
¹ بشار ذنون الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، فتحي محمد سليمان، مرجع سابق؛ ص: 41

² جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 185.

³ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 65.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 60.

الشكل (03-05): نموذج للشمعدان



المصدر: Essential Technical Analysis Tools And Techniques To spot market trends (John ،Leigh Stevens : 2002) ; p :63، U.S.A، INS،Wiley & sons

رابعاً: خرائط النقط والأشكال (Point and figure charts)

ويتم بناء خريطة النقطة والشكل برسم محور عمودي يمثل سعر السهم أما المحور الأفقي فلا يمثل أي شيء آخر (الزمن أو غيره) ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة¹.

هذه الطريقة لرصد الأسعار تختلف كلياً عن باقي الطرق البيانية السابقة، حيث إنها تغفل تماماً عامل الوقت فالزمن ليس له وجود على خريطة الأسعار، فكل ما يهم الرسام البياني هو التغيرات السعرية التي تفوق حداً معيناً، حيث يتم التسجيل في الخريطة باستخدام علامة (X) للدلالة على ارتفاع السعر وعلامة (O) للدلالة على انخفاض السعر، أي أن تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل فترة زمنية معينة كما هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى، فإذا ظل السعر بلا تغيير يذكر يوماً أو أسبوعاً أو أكثر، فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي شيء في الخريطة².

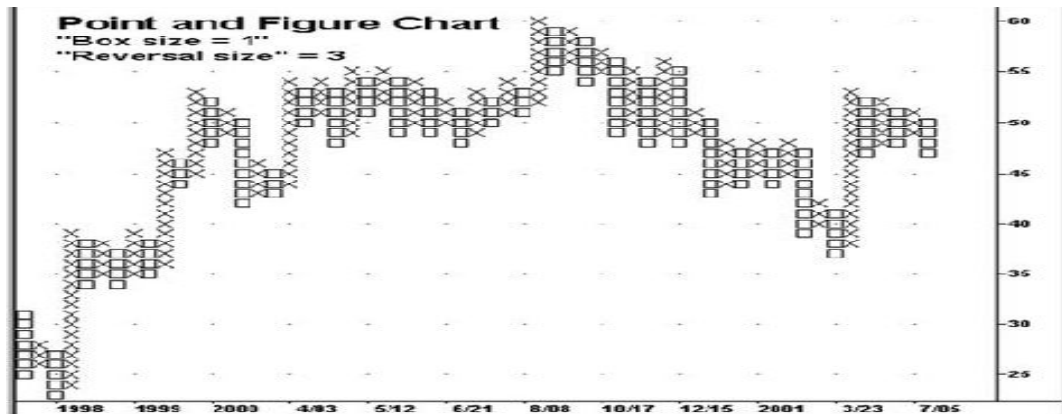
ويلاحظ أن الرمز X، والرمز O، لا يظهران في نفس العمود، ذلك لأن كل عمود في الخريطة يمثل إما اتجاه صعودي أو اتجاه هبوطي حيث لا يمكن تمثيل الاتجاهين معاً في عمود واحد³.

¹ ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 57

² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 66.

³ جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 165.

الشكل (03-06): نموذج لرسوم النقط والأشكال

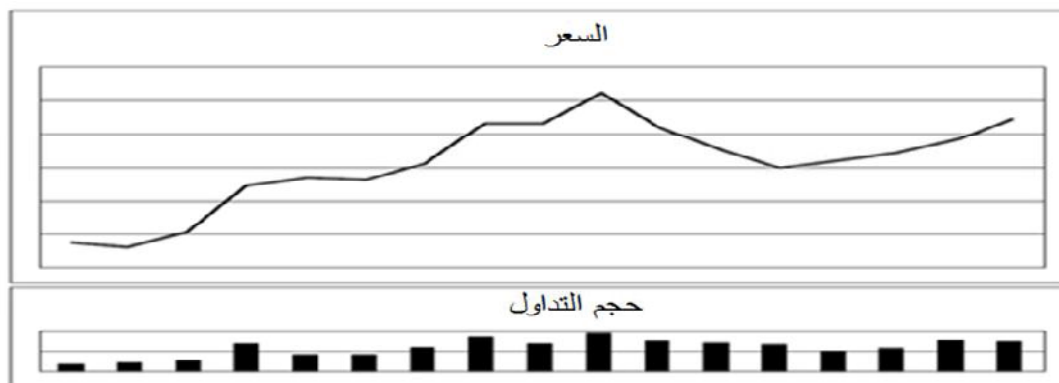


المصدر : Leigh Stevens، p:68 ;référence ancien

الفرع الثالث: حجم التداول: هو عدد الوحدات التي تم عقد الصفقات عليها أثناء مدة زمنية محددة والتي غالبا ما تكون يوما واحدا، إنها تمثل عدد الأسهم العادية التي يعقد عليها صفقات يومية في سوق الأسهم، يمكن مراقبة التداول على أساس أسبوعي للحصول على تحليل لمدى زمني أكبر¹.

يظهر الرسم البياني الممثل لأحجام التداول عادة كرسم ملحق في الرسم البياني الممثل للأسعار ويبين الشكل (12) نموذجا لهذا النوع من الرسوم في الجزء الأسفل منه أحجام التداول التي تمت على أسهم الشركة خلال الفترة التي يغطيها الرسم².

الشكل (03-07): رسم لحجم التداول



المصدر: ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 55

¹ أحمد صلاح عبد العزيز، التحليل الفني ميسرا، ترجمة كتاب جون مرفي، على الموقع الإلكتروني:

www.alamelmal.com/vb/.../116_1266555426.pdf ؛ ص: 36.

² ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 54

الفرع الرابع: اتجاهات الأسعار

يصف الفنيون الحركة العامة للأسعار بالاتجاه، ويمكن أن تكون الاتجاهات نحو الأعلى، جانبية، أو إلى الأسفل، ويسمح تجميع هذه الاتجاهات الثلاثة بتشكيل الحركة الدورية لسعر السهم¹.

من التعريف نستنتج أن تحركات الأسعار تكون في ثلاث اتجاهات: صعود - هبوط - جانبي (أفقي).

ويتم التعرف على الاتجاه بالنظر إلى الأعلى وأدنى النقاط في حركة الأسعار. فالإتجاه الصاعد يتشكل من سلسلة من القمم المتتالية، كل قمة تعلو عن القمة السابقة عليها. بينما الإتجاه الهابط هو على العكس عبارة عن سلسلة من الانخفاضات السعرية (قيعان)، كل انخفاض سعري مستواه أدنى من مستوى الانخفاض السابق له، أما الإتجاه الجانبي فإننا نجد أن قمم الأسعار تكون أفقية في مستوى واحد تقريباً².

ويمكن تحديد اتجاهات السوق برسم خطوط تسمى خط الاتجاه.

خط الاتجاه (trendline): يلزم لرسم خط الاتجاه نقطتان على الأقل، ونقطة ثالثة لتأكيديه وكلما زادت النقاط التي يربطها الخط، اكتسب هذا الخط أهمية أكبر فالخط الذي يلامس ثلاث نقاط فقط يكون ذا أهمية أقل من خط يلامس عشر نقاط³.

وكلما كانت النقاط المستخدمة في رسم الخط البياني متباعدة وعلى مسافات متساوية تقريباً كلما كان هذا الإتجاه قوياً⁴ وهنا نميز بين⁵:

- **خط الإتجاه الصاعد:** لخط الإتجاه الصاعد ميل موجب، ويتشكل هذا الخط من خلال وصل نقطتين أو أكثر من النقاط المنخفضة في المخطط البياني، ويجب أن تكون النقطة المنخفضة الثانية أعلى من الأولى، ليكون ميل الخط المتشكل بالتالي ميلاً موجباً ويمكن أن يقوم خط الإتجاه الصاعد مقام خط الدعم.
- **خط الإتجاه الهابط:** لخط الإتجاه الهابط للسوق ميل سالب، ويتشكل هذا الخط من خلال وصل نقطتين أو أكثر من النقاط المرتفعة في المخطط البياني ويجب أن تكون النقطة المرتفعة الثانية أكثر انخفاضاً من الأولى، ليكون ميل الخط المتشكل بالتالي ميلاً سالباً ويمكن أن يقوم خط الإتجاه الهابط للسوق مكان خط المقاومة.

¹ تكثرشارت، مرجع سابق؛ ص: 65

² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 73.

³ المرجع السابق؛ ص: 76.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 218.

⁵ فاتح مناع، دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع بنوك

وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008؛ ص: 104

ويكتسب خط الاتجاه أهميته من النقاط الثلاث التالية¹:

- **عمر الخط:** فخط الاتجاه الذي يستمر لفترة طويلة، يكون ذا أهمية أكبر من خط اتجاه انتهى سريعاً، فكسر الأسعار لخط اتجاه موجود منذ فترة زمنية بعيدة له أهمية كبرى في تحليل حركة الأسعار واحتمالات تغييرها لمسيرتها المستقبلية، بعكس الحال عند كسرها لخط اتجاه حديث التكوين.
- **عدد مرات تلامس السعر:** أي عدد نقاط الأسعار الواقعة بالخط، فكلما كثرت أعداد الأسعار الدنيا التي يربطها الخط في حالة خط الاتجاه الصاعد (أو الأسعار العليا التي يربطها الخط في حالة خط الاتجاه الهابط) زاد الخط قوة ورسوخاً، وعليه فإن اختراق السعر لخط راسخ شديد القوة يعتبر أهم من اختراقه لخط ضعيف نسبياً.
- **زاوية الخط أي درجة ميله:** فكلما كانت درجت ميل الخط حادة وعنيفة ارتفعت احتمالات اختراق السعر للخط والاختراق هنا لا يعني بدء انعكاس الأسعار، فقد يكون بمثابة وقفة مؤقتة لتعزيز الموقف وتكثيف السعر وتثبيتته في منطقة معينة، فإنه من المتوقع بل من الطبيعي ألا تستمر الأسعار في الصعود أو الهبوط بهذه الشدة، فالأسعار قد تستمر في نفس الاتجاه ولكن بمعدل أبطأ من ذي قبل، أما إذا كان الخط ذا درجة ميل عادية غير مبالغ فيها - 45 درجة مثلاً - فإن كسر الخط يشكل خطراً كبيراً على استمرار الأسعار في نفس اتجاهها.

تجدر الإشارة إلى أنه عندما يحصل اختراق لخط الاتجاه إلى أعلى أو إلى أسفل من خلال تكوين انخفاضات تتجاوز خط الاتجاه المرسوم في مثل هذه الحالة يجب النظر إلى حجم التداول هل زاد بكمية كبيرة ليدل على أن الكسر للاتجاه حقيقي وقوي، أم أن حجم التداول قليل يوضح أن هذا الكسر غير حقيقي وأن سعر السهم سوف يعود مرة أخرى بسرعة خلال أيام².

تتطلب أحياناً التطورات التي تطرأ على سير الأسعار من المحلل الفني إعادة رسم خط الاتجاه. لأن اختراق السعر لخط الاتجاه الذي بدأ برسمه أولاً، ثم معاودته السير في نفس الاتجاه يعتبر اختراقاً أو كسراً كاذباً للخط. وعليه فإن الوضع الجديد يستلزم الأخذ في الاعتبار عمود السعر الجديد الذي اخترق خط الاتجاه، ففي حالة صعود الأسعار فإن الاختراق الكاذب يحدث عندما يكون أدنى سعر بالعمود تحت خط الاتجاه. من هنا يقوم المحلل برسم خط جديد ليلامس أدنى نقطة بعمود السعر. فكما سبق القول، فإن خط الاتجاه الصاعد هو الذي يربط نقاط السعر الدنيا بعضها البعض. والعكس في حالة هبوط الأسعار³.

¹ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص ص : 76-77.

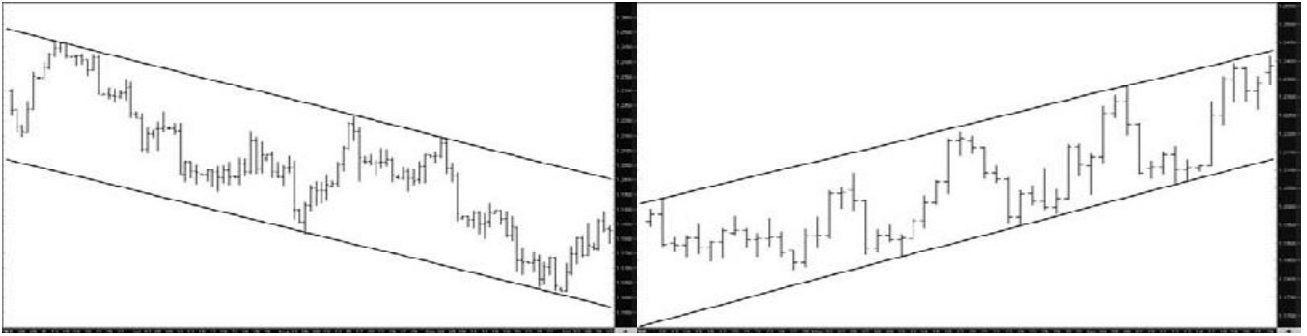
² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص : 219.

³ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص : 80.

وقد لوحظ أن الأسعار تتحرك في كثير من الأحيان داخل قناة سعرية متوازية الحافتين بمعنى أنها تتحرك صعودا وهبوطا (أو هبوطا وصعودا) داخل خطيين متوازيين الخط الأول هو خط الاتجاه، والثاني هو خط القناة الذي يسمى أيضا بخط العودة حيث تعود من عنده الأسعار.

فإذا كان خط الاتجاه يمثل خط دعم كما هو الحال عند صعود الأسعار فإن خط القناة يقوم بالدور العكسي، أي يكون خط مقاومة، أما إذا كان خط الاتجاه يمثل خط مقاومة كما هو الحال عند هبوط الأسعار فإن خط القناة يقوم بالدور المقابل، أي بدور خط الدعم¹.

الشكل (03-08): نموذج لخط القناة الهابط وخط القناة الصاعد



المصدر : James Chen، 53-54: pp ;référence ancien

الفرع الخامس: مستويات الدعم والمقاومة

تتمثل حواجز أو مستويات الدعم والمقاومة بمستويات الأسعار التي من المتوقع أن يبدأ الاتجاه السعري عندها أو حولها بالتوقف وأخذ منحى معاكسا (وذلك استنادا على الأداء التاريخي للسهم أو الورقة المالية)، فهي بمثابة سقف وحدود نفسية لتحركات الأسعار المستقبلية. بعبارة أخرى تستخدم مستويات الدعم والمقاومة في تحديد المستويات السعرية التي يميل عندها المتداولون والمستثمرون للبيع أو الشراء بشكل أكبر².

أولاً: نقاط الدعم: هي النقاط التي يكون فيها الطلب قويا بما يكفي مقارنة بالعرض لمنع الورقة المالية من الانخفاض أكثر³، فما الدعم إلا⁴:

1. سعر أدنى من السعر الجاري يكثر عنده الطلب.
2. مستوى منخفض نسبيا للأسعار ينتظر عند دخول مستثمرين جدد للسوق.
3. سعر معين أقل من السعر الحالي يتوقع للأسعار أن ترتفع من عنده بعدما تنخفض إليه.

¹ المرجع السابق؛ ص: 77.

² نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 9

³ عصام حسين، مرجع سابق؛ ص: 166.

⁴ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 70

ثانياً: **نقاط المقاومة:** هي النقاط التي يكون فيها العرض قويا بما يكفي مقارنة بالطلب لمنع الورقة المالية من الارتفاع أكثر¹، وما المقاومة إلا²:

1. سعر أعلى من سعر السوق الجاري يزداد عنده العرض بقوة.
2. مستوى مرتفع نسبياً للأسعار ينتظر عنده دخول بائعين جدد للسوق.
3. منطقة علوية للسعر يتوقع أن تنخفض الأسعار بعد الوصول إليها.

وتزداد قوة هذه النقاط كلما تكرر ارتداد السعر عنها وزاد حجم التنفيذ عندها³، أي أن تكوين حاجز الدعم يتطلب أن ينخفض مستوى الأسعار إلى نقطة معينة مرتين على الأقل وأن ترتفع الأسعار من نفس النقطة في الحالتين، فإذا تكررت الحالة أكثر من مرتين فإن هذا يعتبر عاملاً معززاً لنقطة الدعم، وكلما زاد عدد مرات التكرار زاد مستوى الثقة بهذه النقطة، وينطبق نفس الوصف على حاجز المقاومة إذ تصل الأسعار إلى نفس المستوى مرتين على الأقل، وتبدأ بالانخفاض من هذا المستوى بعد وصولها إليه في كل مرة⁴. كما أنه كلما كانت منطقة أو نقاط الدعم أو المقاومة حديثة نسبياً، كانت أكثر أهمية⁵.

وقد ينعكس دور مستويات الدعم والمقاومة ففي حالة تمكن سعر الورقة المالية من اختراق أي من مستوى الدعم أو المقاومة، فإن الدور الذي يلعبه مستوى الدعم أو المقاومة سوف ينعكس. وعلى سبيل المثال، فإن تمكن سعر السهم أو الورقة المالية من اختراق مستوى الدعم ينقلب دور مستوى الدعم هذا في أغلب الأحيان إلى حاجز مقاومة وذلك عند ارتداد سعر الورقة مجدداً للأعلى ليواجه هذا الحاجز⁶.

الشكل (03-09): نموذج لانعكاس خط المقاومة لخط دعم



المصدر : James Chen، 62؛ p :référence ancien

¹ عصام حسن، مرجع سابق؛ ص: 166.

² عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 70.

³ عصام حسين، مرجع سابق؛ ص: 166.

⁴ ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 66.

⁵ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 93.

⁶ تكثر تشارت، مرجع سابق؛ ص: 9.

والتفسير الذي يمكن إعطائه لخط المقاومة، هو أنه في كل مرة يصل سعر السهم إلى ذلك المستوى يصبح عندها عدد البائعين كبيراً (زيادة العرض) وبالتالي يمنع السعر من الارتفاع أكثر. لكن عندما يخترق السعر خط المقاومة يعني أن الطلب أصبح أقوى من العرض، لذلك تدفع قوى الشراء الجديدة بالأسعار فوق مستوى المقاومة وعكس ذلك عندما يتم اختراق خط الدعم¹.

إذا فإن توقيت قرارات البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة أو مستوى قريب منه، أما توقيت قرار الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة أو مستوى قريب منه².

المطلب الثاني: أدوات التحليل الفني لأسعار السوق

يقصد بأدوات التحليل الفني لأسعار السوق، مؤشرات السوق التي تهدف إلى تحديد اتجاه الأسعار فيه أي إذا كانت تتجه نحو الصعود أم تتجه نحو الهبوط³. نظراً لأن أسعار الأوراق المالية تتحرك معاً في فترات الهبوط أو الصعود الطويلة، لذلك يكون اتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد توقيت الشراء أو البيع للأوراق المالية، وفي الواقع فإن هذا الأمر يعد أهم عامل في الطرق والأساليب الفنية⁴.

الفرع الأول: مقاييس ميل واتجاه المستثمرين

وهنا نجد مجموعة من المقاييس نذكرها في الآتي:

أولاً: مؤشر الثقة لبارون (BCI) (Baroon's Conhidence Index): وهو مؤشر تنشره أسبوعياً مجلة بارون الأمريكية والمعادلة التالية توضح كيفية قياسه⁵:

$$\text{مؤشر الثقة} = \left(\frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة}}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}} \right) \times 100$$

يمثل البسط متوسط العائد على السندات ذات النوعية العالية (10 شركات)، والمقام عائد السندات متوسط الجودة (متوسط عائد 10 شركات)، ونتيجة المؤشر تحدد ظروف السوق واتجاهه⁶.

ومن المتوقع بالطبع أن تكون قيمة المؤشر أقل من 100، وذلك طالما أن عائد السندات مرتفعة الجودة عادة ما يكون أقل من عائد السندات متوسطة الجودة. أما فكرة المؤشر فنقوم على أساس أنه عندما تكون ثقة المستثمرين في السوق كبيرة وأنهم متفائلون بشأن المستقبل، حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي

¹ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 72

² منير ابراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 208.

³ المرجع السابق؛ ص: 195.

⁴ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق؛ ص: 319.

⁵ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 195.

⁶ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 234

تتطوي على مخاطر أكبر، والنتيجة المتوقعة السوقية لتلك السندات وانخفاض عائدها - بالتبعية - ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة، لتقترب نسبة المؤشر من 100% والعكس يصبح صحيحا لو أن ثقة المستثمر في السوق ضعيفة. وعلى العموم فإن قيمة المؤشر عادة تتراوح بين 85%، 95%.

وإذا كان الأمر كذلك فإن مقياس بارون يمكن أن يساعد المستثمر في توقيت القرار الاستثماري. فعندما تكون قيمة مؤشر الثقة في صعود، فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة جيدة، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود أكثر وأكثر في المستقبل، ومن ثم يكون التوقيت ملائم للشراء، أما إذا كانت قيمة المؤشر آخذة في الهبوط فإن هذا يعني أن الحالة الاقتصادية العامة غير مشجعة، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الانخفاض أكثر وأكثر في المستقبل، مما يعني أن التوقيت ملائم للبيع¹.

ثانيا: مؤشر المستويات العليا والدنيا (مؤشر ارمز) (high-low index) (arms Index)²

يتم فيه مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل، بعدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل، والمعادلة التالية توضح كيفية قياس هذا المؤشر:

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{د}{د + د^*}$$

حيث: د: تمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم يصل إليه من قبل.

د*: تمثل عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم يصل إليه من قبل.

وكما يبدو فإن قيمة المؤشر المذكور لا بد أن تتراوح بين الصفر، الواحد. وإذا ما كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح، يكون ذلك دليلا على أن عددا أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر. ويدعي أنصار هذا المؤشر أنه عندما تكون قيمته أقل من 0.1، فإن ذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار. أما إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من 0.9، فيعد بمثابة مؤشر على بلوغ مرحلة الصعود في الأسعار إلى نهايتها، بمعنى أنها في طريقها نحو الانخفاض مرة أخرى يعطي المؤشر للمستثمر المعلومات التي يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار، وما إذا كان قرار بالبيع أو الشراء.

ثالثا: نسبة الارتفاع والانخفاض (advance-decline ratio): ويتم قياسها كما يلي:

نسبة الارتفاع والانخفاض = عدد الأسهم التي حققت صعودا / عدد الأسهم التي حققت صعودا أو هبوطا

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص ص: 195-196.

² سمية بلجبية، مرجع سابق؛ ص: 120

ويدعي أنصار هذا المقياس بأنه عندما تكون النسبة 0.6 أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشر على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته. وإذا ما بلغت النسبة 0.35 فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي قد بلغ مداه، وأن الأسعار سوف تتجه في القريب نحو الارتفاع. أما إذا كانت النسبة 0.6 أو أكثر ثم بدأت في الانخفاض، فإن هذا يعد مؤشرا إلى اتجاه نزولي مضطرب في الأسعار. وبالطبع تعد هذه المعلومات مفيدة لتوقيت قرارات الاستثمار¹.

الفرع الثاني: مقاييس وجهة النظر المضادة (contrary opinion Measurements)

تقوم مقاييس وجهة النظر المضادة على اعتقاد مؤداه أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناء عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية، ومن المتفق عليه أن المعلومات المتاحة لصغار المستثمرين عادة ما تكون أقل من تلك التي تتاح للمستثمرين المحترفين، ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمرا محتملا. يضاف إلى ذلك أنه قد لوحظ أن صغار المستثمرين حتى لو توافرت لديهم المعلومات عادة ما ينتظرون طويلا قبل انتهاز فرصة متاحة، فمثلا عندما تأخذ الأسعار في الاتجاه نحو الصعود فإنهم لا يستجيبون بالسرعة الكافية، بل وعادة ما يتخذون قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها، وعليه عندما يبدأ هؤلاء في إصدار أوامر بالشراء، يكون الوقت ملائما للمستثمر المحترف لأن يصدر أوامر بالبيع². ومن أكثر تلك المقاييس شيوعا مؤشر توازن الكميات الكسرية، البيع على المكشوف.

أولا: مؤشر توازن الكميات الكسرية (odd – lot balance index): الذي يقاس بالمعادلة³:

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية / مشتريات الكميات الكسرية

وتوصف الكميات الكسرية بأنها العمليات التي تقل عن 100 سهم، ويقوم بها عادة صغار المستثمرين ووفقا للمؤشر وإذا كانت النسبة تزيد عن الواحد الصحيح فهذا يعني أن مبيعات الكميات الكسرية أكثر من مشتريات الكميات الكسرية ولذلك يأخذ الفنيون الذين يبيعون إلى أن يكون في موقف مضاد للسوق - الجانب العكسي ويقومون بالشراء والعكس.

ثانيا: البيع على المكشوف (البيع القصير short selling): وسبقت الإشارة إلى مفهوم البيع على المكشوف بالفصل الأول بالمبحث الثالث، ويتم حساب نسبة البيع على المكشوف بالمعادلة التالية:

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 197-198.

² المرجع السابق؛ ص: 200-201.

³ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 321.

نسبة البيع على المكشوف = المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف / المتوسط اليومي للصفقات

وبالنسبة لحجم الصفقات التي تبرم (مقام النسبة). فعادة ما تعلنه البورصات لحظة بلحظة. أما حجم صفقات البيع على المكشوف (بسط النسبة) فعادة ما تنتشر على أساس شهري، ومن ثم يمكن إيجاد المتوسط اليومي لها بالقسمة على عدد أيام العمل في الشهر¹.

وينظر المستثمرون الصغار عادة إلى عملية البيع على المكشوف على أنها مخاطرة كبيرة، ولا يقدمون على هذه العملية إلا عندما يشعرون بعدم الخطورة، ويفسر المحللون الفنيون الكميات الكبيرة من البيع على المكشوف بأنها إشارة على أن السوق قريب من القاع، وبالتالي ارتفاع النسبة دليل على أن نقطة التحول قريبة ويصبح على الفنيين أن يتفعلوا ويبدوون في شراء الأسهم، وعلى العكس من ذلك حينما تنخفض النسبة².

الفرع الثالث: مقاييس المستثمر المحترف (الذكي) (Professional Investor measurements)

يسود الاعتقاد بأن الصفقات التي يقوم بها المستثمر المحترف هي الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار الملاك والمديرين والمتخصصين وهم يعتبرون من المستثمرين الذين يحصلون على معلومات غير متاحة للعامة بسبب موقعهم داخل هذه الشركات وهذه المعلومات تمكنهم من الحصول على عوائد كبيرة، لذلك يستحسن تتبع قراراتهم الاستثمارية³، ومن المؤشرات التي تستخدم لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين نسبة البيع على المكشوف، مؤشر الكميات الكبيرة.

أولاً: نسبة البيع على المكشوف (البيع القصير من قبل المتخصصين) (short selling by specialists):

نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين = المبيعات على المكشوف للمتخصصين / مجموع المبيعات على المكشوف وتمثل النسبة العادية للبيع على المكشوف بواسطة المتخصصين نحو 40% وينظر الفنيون إلى انخفاض هذه النسبة إلى أقل من 30% على أنه علامة تفاؤل لأنها تعني أن المتخصصين يقللون من عملية المشاركة في البيع على المكشوف، وعلى العكس من ذلك فإن الزيادة في هذه النسبة عن 50% تعتبر علامة تشاؤم وهي إشارة إلى السوق الهابطة⁴.

ويلاحظ أن هذه النسبة تواجه بعض المشكلات التي تحد من منفعتها وأهمها⁵:

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 199.

² طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 191.

³ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 121

⁴ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 201.

⁵ طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة (الدار الجامعي، مصر، 2007)؛ ص: 159.

1. وجود فرق زمني قد يكون أكثر من أسبوعين بين حدوث عمليات البيع على المكشوف للمتخصصين. وتقديم البيانات عنها، قد تتغير خلاله أحوال السوق، وبالتالي عدم الاستفادة من نتائج المؤشر.
2. قد يلجأ المتخصصين لتغطية اتجاهاتهم أو مواقفهم لتضليل من يقتفي أثرهم.

ثانياً: مؤشر الكميات الكبيرة (Big Block Index):

ويقصد بها الصفقات التي تكون بحدود 50 ألف سهم فأكثر في الصفقة الواحدة والتي تبرم من قبل المستثمر المؤسسي، وعليه فإن تتبع هذه الصفقات من قبل الآخرين يكون مثمراً، إذ أن إبرام تلك الصفقات بأسعار أعلى من ذي قبل يعد مؤشراً لحماس المستثمرين ويفسر اتجاه الأسعار نحو الارتفاع والتوقيت الملائم للشراء، والعكس إذا أبرمت بأسعار أقل من ذي قبل فإنه مؤشر لتراجع رغبة البائع في تشجيع المستثمرين ويفسر اتجاه الأسعار نحو الانخفاض¹. يحسب المؤشر وفق الآتي:

مؤشر الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأسعار صعودية / عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية

ويقصد ببسط المؤشر عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة. أما مقام المؤشر فيقصد به عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت بسعر أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، إضافة إلى عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، وبالنسبة للصفقات التي تبرم بنفس السعر الذي أبرمت به آخر صفقة فلا تؤخذ في الحسبان. وقيمة المؤشر تتراوح بين 0،1 و0، وكما اقتربت قيمة المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشراً لاتجاه الأسعار نحو الهبوط، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود².

المطلب الثالث: أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت

يمكن تطبيق أدوات التحليل الفني لأسهم المنشآت على السوق ككل أو على أوراق مالية معينة، وحينما يتم تطبيقها على السوق ككل فإن الغرض منها يكون تحديد الاتجاه العام، وعند تطبيقها على الأوراق المالية الفردية فإن الغرض منها يكون إعطاء إشارة للمستثمر بالوقت الذي يقوم فيه بالشراء أو البيع أو التوقيت الذي يحافظ فيه على الموقف الحالي في ورقة مالية معينة³.

الفرع الأول: مؤشر خريطة القوة النسبية

تتفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب في أسعارها. فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود، إلا أن أسعارها تتخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط. ويطلق على هذا النوع من الأسهم

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 239.

² منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 203-204

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 218.

بالأسهم التي تتسم أسعارها بقوت نسبية. وهي أسهم عادة ما يتولد عنها عائد متميز. هذا وتقاس القوة النسبية لسعر السهم بطرق مختلفة، منها حساب معدل العائد على الاستثمار في كل سهم، وعلى أساسه يتم تصنيف الأسهم التي تتميز بارتفاع متوسط معدل العائد على الاستثمار - خلال فترة زمنية معينة - على أنها أسهم تتسم بقوة نسبية. ومن السبل الشائعة أيضا في حساب تلك القوة هي نسبة سعر السهم - خلال فترة زمنية معينة - إلى قيمة مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة المصدرة للسهم، وأيضا إلى قيمة أحد مؤشرات السوق¹، تحليل هذه النسب، والجدير بالذكر أن خريطة القوة النسبية لا يستخدم أساسا في تحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين، قدر ما يستخدم في المقارنة بين شركات داخل السوق أو شركات داخل الصناعة وتحديد الشركات المتميزة، وليس هناك شك في أن ذلك يفيد كثيرا في اتخاذ قرار الاستثمار².

ومن المفترض أنه في حالة ارتفاع مؤشر السوق لابد أن تكون نسبة الارتفاع في أسهم الشركة (A) مثلا أكبر من نسبة الارتفاع في مؤشر السوق ككل أو مؤشر الصناعة بمعنى أن السهم أظهر قوة نسبية مقارنة بأداء السوق ككل أو أداء الصناعة، ما يشجع المستثمر للاستثمار في أسهم تلك الشركة، أما في حالة الانخفاض في مؤشر السوق فيجب أن يكون الانخفاض في أسهم الشركة (A) أقل من نسبة الانخفاض في مؤشر السوق أو مؤشر الصناعة حتى يشجع المستثمر للاستثمار في أسهم تلك الشركة.

وينصح جون ميرفي باستخدام أسلوب تحليل السوق "من السطح حتى الأعماق" للعثور على القطاعات الربحية والمجموعات الصناعية الربحية وأخيرا الأسهم الربحية. يتم عمل ذلك بتطبيق تحليل النسب لتحديد القوة النسبية للسوق. لاختيار مجموعة صناعية مثلا، فإن التقنية المتبعة هي قسمة مؤشر الصناعة على مؤشر من المؤشرات الإجمالية للسوق، عندما يكون خط النسبة صاعدا فهذا يعني أن الصناعة تفوق في أداءها الأداء العام للسوق، أما إذا كان خط النسبة هابطا فهذا معناه أن هذه الصناعة مختلفة في أدائها عن ركب السوق، بإتباعك لهذا الأسلوب فإنك ستقتصر في عملية الشراء على شراء تلك المجموعات الصناعية التي تبدي قوة نسبية أكبر.

بمجرد أن نتجح في تحديد المجموعة الصناعية الربحية قم بتطبيق تحليل النسب على أسهم تلك المجموعة. ببساطة عليك أن تقسم كل سهم في تلك المجموعة على مؤشر المجموعة ذاتها، تكون الأسهم ذوات خطوط النسب الصاعدة هي الأسهم الأقوى في المجموعة، تتلخص الفكرة في أن تقوم بالتركيز على اختيار الأسهم التي تبدي أكبر قوة نسبية من ضمن المجموعة، بهذا النسق فإنك ستشتري أقوى الأسهم في أقوى المجموعات الصناعية³.

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مرجع سابق؛ ص: 205

² جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 179.

³ أحمد صلاح عبد العزيز، مرجع سابق؛ ص: 53-54.

الفرع الثاني: المتوسط المتحرك (Moving Average)

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخداماً من قبل المحللين الفنيين وتعد إحدى الطرق المستخدمة لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة، أي للتخلص من الذبذبات الحادة التي قد توجد فيها بسبب التغيرات العارضة والتقلبات الدورية أو الموسمية، وذلك حتى يتبين اتجاهها العام، صعوداً أو هبوطاً.

والمتوسط المتحرك مؤشر غير قائل أو سابق للسعر بل متأخر عنه وتابع له، فهو يعلمنا بالخبر بعد وقوعه، فالأسعار هي أساس حساب المتوسط، ونتيجة لتغير السعر يتغير المتوسط وأغلب المحللين الفنيين يستخدمون أسعار الإقفال لحساب المتوسطات إلا أنه يمكن حسابه بأسعار أخرى¹.

والمتوسطات المتحركة تعد مؤشرات تعزيزية يتم عادة استخدامها بالترابط مع مؤشرات فنية أخرى، والفترات المستخدمة عادة لاحتساب المتوسطات المتحركة هي (20 يوم، 30 يوم، 50 يوم، 100 يوم، وأهمها 200 يوم)².

وبديهي أنه كلما كان المدى الزمني للمتوسط المتحرك قصيراً، زادت تعرجات منحنى المتوسط وكان أكثر حساسية لتغيرات الأسعار مقارنة بالمدى الزمني الطويل³.

وعموماً يفضل استخدام المتوسطات المتحركة عندما يكون السوق أو السهم المعني على نمط قوي في اتجاه الصعود أو الهبوط وهي عادة غير فعالة عندما يكون السوق أو السهم المعني متذبذب، ومن المحتمل جداً أن يفقد لإشارات بيع وشراء مضللة لو تم استخدامها لسوق أو سهم متذبذب⁴.

وهناك خمسة أشكال في حساب المتوسط المتحرك:

أولاً: المتوسط المتحرك البسيط (Simple moving average)

وهي أكثر المؤشرات شيوعاً، ويتم حسابه بجمع أسعار الإقفال لمدة زمنية معينة وقسمتها على عدد الأيام في تلك المدة، ثم يلي ذلك استبعاد اليوم الأول وإضافة يوم جديد، وإيجاد المتوسط المتحرك الجديد، وتستمر هذه العملية كل يوم جديد بمعنى نضيف اليوم الجديد واستبعاد مقابله يوم من البداية وهكذا حتى نصل إلى سلسلة متحركة من المتوسطات تتغير كل يوم⁵.

¹ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص ص : 159-161.

² تكثر تشارت، مرجع سابق؛ ص: 11

³ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 160.

⁴ محمد ابراهيم بدوي، تداول الأسهم، على الموقع الإلكتروني: www.sandroses.com/myBooks2/Stock_trading2.pdf، تاريخ التصفح

2015/01/09؛ ص: 170.

⁵ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 233

ثانياً: المتوسط المتحرك الثلاثي (Triangular moving average)

هذا النوع من المتوسطات يعطي قيمة أكبر للفترة التي تقع في المنتصف وذلك لعمل توازن في المتوسط، هذا النوع يعطي قيمة ووزن أكبر¹.

ثالثاً: المتوسط المتحرك المرجح (الموزون) (weighted moving average)

والمقصود بالترجيح هو إعطاء أهمية أكبر للأسعار الحديثة، ويتم حساب المتوسط المتحرك المرجح بإعطاء كل سعر من الأسعار التي يضمها المؤشر وزناً مختلفاً حسب أقدمية السعر، أي أنه يعطي وزناً للسعر مكافئاً لترتيب اليوم في السلسلة الزمنية. فوزن اليوم الأول = 1، ووزن اليوم الثاني = 2 وهكذا، وبالتالي سيتم حسابه وفق المعادلة التالية²:

$$\frac{1(CP_1)+2(CP_2)+\dots+n(CP_n)}{1+2+\dots+n}$$

حيث: CP_n = سعر الإغلاق لليوم n

n = عدد الفترات الزمنية (عدد الأيام)

رابعاً: المتوسط المتحرك المتغير (Variable moving average)

وهذا النوع من المتوسطات يعطي قيمة ووزن أكبر للفترات التي يحدث فيها تقلبات حادة في الأسعار³.

خامساً: المتوسط المتحرك الأسّي (Exponential moving average)

يعتقد بعض المحللين أنه من الخطأ تجاهل الأسعار التاريخية تماماً، حيث إنها تظل ذات دلالة، وإن كانت متناقصة الأهمية. لذلك اتجهوا إلى استخدام المتوسط المتحرك الأسّي في تحليلاتهم، حيث إن هذا المتوسط لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة بخلاف المتوسطات السابقة، والمتوسط الأسّي يصعب حسابه بدون استخدام الحاسب الآلي لأنه يحتاج إلى مجهود حسابي شاق ويستغرق وقتاً طويلاً⁴.

ويتم استخدام المتوسطات المتحركة للتنبؤ بالاتجاه العام بطريقتين:

¹ عصام حسين، مرجع سابق؛ ص: 171

² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 165

³ عصام حسين، مرجع سابق؛ ص: 171

⁴ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 165-168.

- استخدام متوسط متحرك واحد: وفي هذه الحالة يتم الشراء عندما يعبر منحنى السعر فوق منحنى المتوسط المتحرك، والبيع عندما يعبر منحنى السعر تحت منحنى المتوسط المتحرك¹، لكن لابد من أن يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متجهاً للصعود في حالة الشراء، والعكس في حالة البيع²، لكن هذه الإستراتيجية ليست دقيقة تماماً، إذ أنها تعطي إشارات شراء وبيع خاطئة، خاصة عندما يكون لسعر السهم اتجاه عام محايد لا يميل نحو الارتفاع ولا نحو الانخفاض مما يتسبب في خسائر ناجمة عن دفع تكاليف الشراء والبيع³.
- استخدام سلسلتين من المتوسطات المتحركة: وتكون إحداهما قصيرة والأخرى طويلة، إن تمثيل هاتين السلسلتين على البيان يعطينا إشارات واضحة للشراء والبيع، فعندما تقطع سلسلة المتوسط المتحرك القصيرة سلسلة المتوسط المتحرك الطويلة من الأسفل نحو الأعلى يعني بداية دورة نحو الارتفاع وبالتالي إشارة شراء، أما عندما تقطع سلسلة المتوسط المتحرك القصيرة سلسلة المتوسط المتحرك الطويلة من الأعلى نحو الأسفل يعني بداية دورة نحو الانخفاض وبالتالي إشارة بيع، كلما كانت زاوية التقاطع كبيرة كلما كان التغيير في الاتجاه العام كبيراً أيضاً⁴. وهو ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل (03-10): كيفية التعامل مع مؤشر المتوسط المتحرك



المصدر: تكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 11

¹ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 52

² جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص ص : 174-176.

³ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 52

⁴ المرجع السابق؛ ص ص : 52-54.

حيث تمثل الأعمدة السوداء بيان سعر السهم، أما الخط الأزرق يمثل المتوسط المتحرك الطويل، والخط الأحمر المتوسط المتحرك القصير.

الفرع الثالث: المذبذبات (المذبذب oscillator)

المذبذب أو دليل متذبذب، هو وسيلة أو أداة فنية - يتم حسابها بمعادلة محددة - ينقلب فيها اتجاه الخط البياني صعوداً وهبوطاً بصورة متكررة ويتأرجح ما بين 0 و 100 أو بين 1- و 1+. ويستخدم المحلل الفني المذبذبات المختلفة لقياس كمية اندفاع الحركة أي الزخم، ومعرفة حالات الإفراط في الشراء وحالات الإفراط في البيع وتقيده في تحليل تقلبات الأسعار. وكثيراً ما تعكس المذبذبات اتجاهها مقدماً من اتجاه الأسعار نفسه وهذه هي قيمتها الحقيقية، فهي تعتبر احد أهم المؤشرات القائدة للسوق التي تشير إلى قرب حدوث تغير في حركة الأسعار، وهناك أنواع كثيرة من المذبذبات سنعرض بعضها وهي¹: كمية اندفاع الحركة أي الزخم momentum، معدل التغير (ROC) rate of change، مؤشر القوة النسبية relative strength index، RSI، المتوسط المتحرك المتقارب والمتباعد MACD.

وتتم قراءة وتفسير المذبذبات بأنواعها بعدة طرق هي²:

- عبور المتوسطات المتحركة بعضها البعض (سنتطرق له لاحقاً).
- عبور خط الصفر، وهي نفس الفكرة والمنطق الكامنة وراء تقاطع خطي المتوسط مع السعر، أو خطي المتوسط القصير مع المتوسط الطويل.
- تحليل الأشكال النمطية، أي تطبيق نفس قواعد تحليل الأشكال النمطية لحركة الأسعار على الخط البياني للمذبذب.
- تحليل خط الاتجاه للمذبذب تماماً مثلما يحدث لخط اتجاه الأسعار.
- تحليل الانحراف أو الافتراق divergence (التباعد أو الانفراج)³: وهو أحد أهم خصائص المذبذبات ويحدث عندما يتجه المؤشر ناحية معينة بينما يتحرك السعر نفسه في اتجاه آخر، أي تباين اتجاه كل من المؤشر والسعر، وهناك نوعان للانحراف:
 - الأول: يحدث عندما تهبط الأسعار ثم ترتفع لتتهبط مرة أخرى مسجلة نقطة دنيا للأسعار، بينما المذبذب يهبط ثم يرتفع ثم يهبط مرة أخرى إلا أنه بعكس السعر لا ينزل إلى مستوى أدنى من المستوى الذي هبط إليه في المرة السابقة.

¹ عبد، المجيد مهيلمي، مرجع سابق؛ ص ص: 171-172

² المرجع السابق، ص: 172.

³ المرجع السابق؛ ص: 177.

- الثاني: يحدث عندما ترتفع الأسعار ثم تهبط لترتفع مرة أخرى مسجلة نقطة عليا للأسعار، بينما المذبذب يرتفع ثم يهبط ثم يرتفع مرة أخرى، ولكنه بعكس السعر لا يصعد إلى مستوى أعلى من المستوى الذي صعد إليه في المرة السابقة.

هذا الافتراق في حركة المذبذب مع السعر يعد إنذاراً مبكراً بأن الاتجاه قد يتغير قريباً، وللأسف فإن الكثير من هذه الافتراقات لا تكون صحيحة، فعند استمرار الأسعار في اتجاهها لفترات طويلة قد يحدث أكثر من افتراق، لذا يجب عدم التسرع في الحكم على حركة السوق والنظر إلى مؤشرات أخرى للتأكد من صحة هذه القراءة، إلا أنه عندما يحدث الانحراف في مناطق متطرفة فإن احتمالات صحة المؤشر تكون مرتفعة للغاية.

أولاً: كمية اندفاع الحركة أي الزخم (momentum)

يقيس الزخم معدل أو سرعة تغير سعر السهم. كلما زاد سعر السهم كلما زاد الزخم، وكلما كانت زيادة سعر السهم سريعة (بمعنى كلما كان تغير السعر من فترة لأخرى أكبر) كلما كانت زيادة الزخم أكبر. وبمجرد أن يتباطأ معدل تغير السعر يتباطأ الزخم. وعندما يبدأ سعر السهم في الثبات، يبدأ الزخم في الانحناء للأسفل ومع ذلك لا يدل هذا على الانحناء في الزخم دائماً على أنه إشارة هبوط بل قد يكون إشارة على أن الزخم في طريق العودة لمستوى وسطي¹، وهو يبين ما إذا كان اتجاه الأسعار في تسارع أم في تباطؤ. بعبارة أخرى فإن الزخم يعبر عن قوة دفع الأسعار². ويتم حساب الزخم من خلال المعادلة التالية³:

$$M=V-Vx$$

حيث M: الزخم، V: آخر سعر إقفال، Vx: سعر الإقفال، (X) يوم مضت.

وعادة ما يستخدم الفنيون 12 أو 14 يوم مضت، لأنهم يرونها أكثر فعالية إلا أنه يمكن استخدام فترات أخرى⁴.

ويمثل الزخم على نفس بيان سعر السهم، لكن بسلم مختلف، والزخم هو متذبذب يتراوح حول مستوى الصفر.

نحصل على إشارة الشراء عندما يكون منحنى مؤشر الزخم في أدنى مستوياته، ونحصل على إشارة البيع عندما يصل منحنى مؤشر الزخم إلى أعلى مستوياته. يتم تأكيد إشارة الشراء عندما يعبر منحنى مؤشر الزخم خط الصفر من الأسفل نحو الأعلى، ويتم تأكيد إشارة البيع عندما يعبر منحنى مؤشر الزخم خط الصفر من الأعلى نحو الأسفل.

¹ محمد ابراهيم بديوي، مرجع سابق؛ ص: 77.

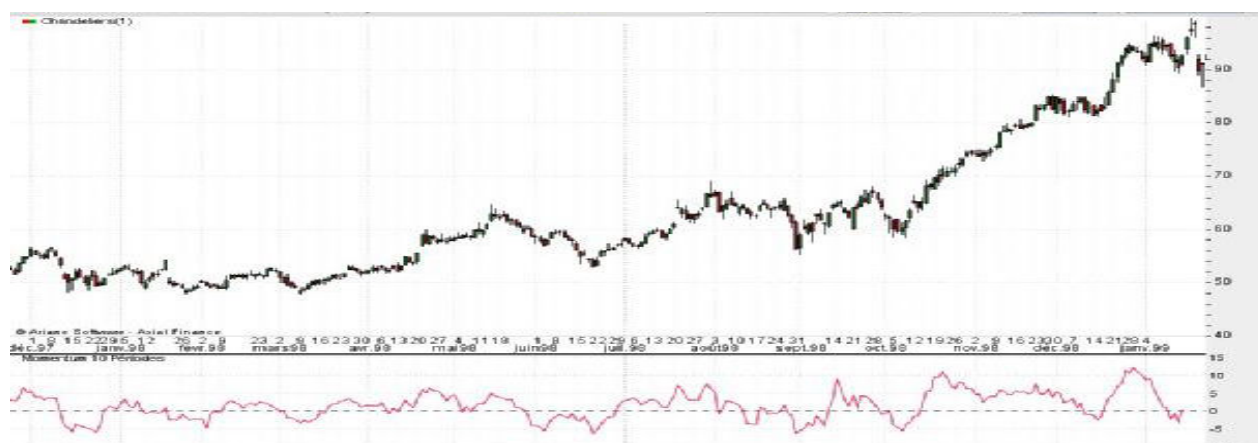
² عبد، المجيد مهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 173.

³ JOHN J MURPHY، ancien référence ; p : 228

⁴ تكثر تشارت، مرجع سابق؛ ص: 228

في حالة الدورات نحو الانخفاض، إذا لاحظنا أن مؤشر الزخم بدأ يرتفع يعني ذلك أن الدورة نحو الانخفاض ستنتهي قريباً وأن انقلاباً في الاتجاه العام للأسعار محتمل جداً، لذلك يجب إصدار أمر بالشراء، أما في حالة الدورات نحو الارتفاع، إذا لاحظنا أن مؤشر الزخم بدأ ينخفض يعني ذلك أن قوة الاتجاه العام بدأت تضعف وأنه سيحدث انقلاب في الاتجاه العام للأسعار لذلك يجب إصدار أمر بالبيع¹.

الشكل (11-03): نموذج لرسم مؤشر الزخم



المصدر: عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 69

حيث يمثل البيان العلوي بيان سعر السهم، أما البيان السفلي باللون الأحمر يمثل منحني مؤشر الزخم والخط المتقطع الذي يعبره يمثل خط الصفر.

ثانياً: معدل التغير (Rate of change ROC)

معدل التغير هو مقياس آخر لزخم الأسعار، فالزخم ومعدل التغير (ROC) مذبذبان شديداً التشابه، ويقاس كل منهما مقدار تسارع أو تباطؤ حركة الأسعار أو سرعة اتجاه الأسعار. ويتم حسابه كالتالي²:

$$\text{معدل التغير} = \frac{\text{آخر سعر}}{\text{السعر لعدد أيام سابقة}}$$

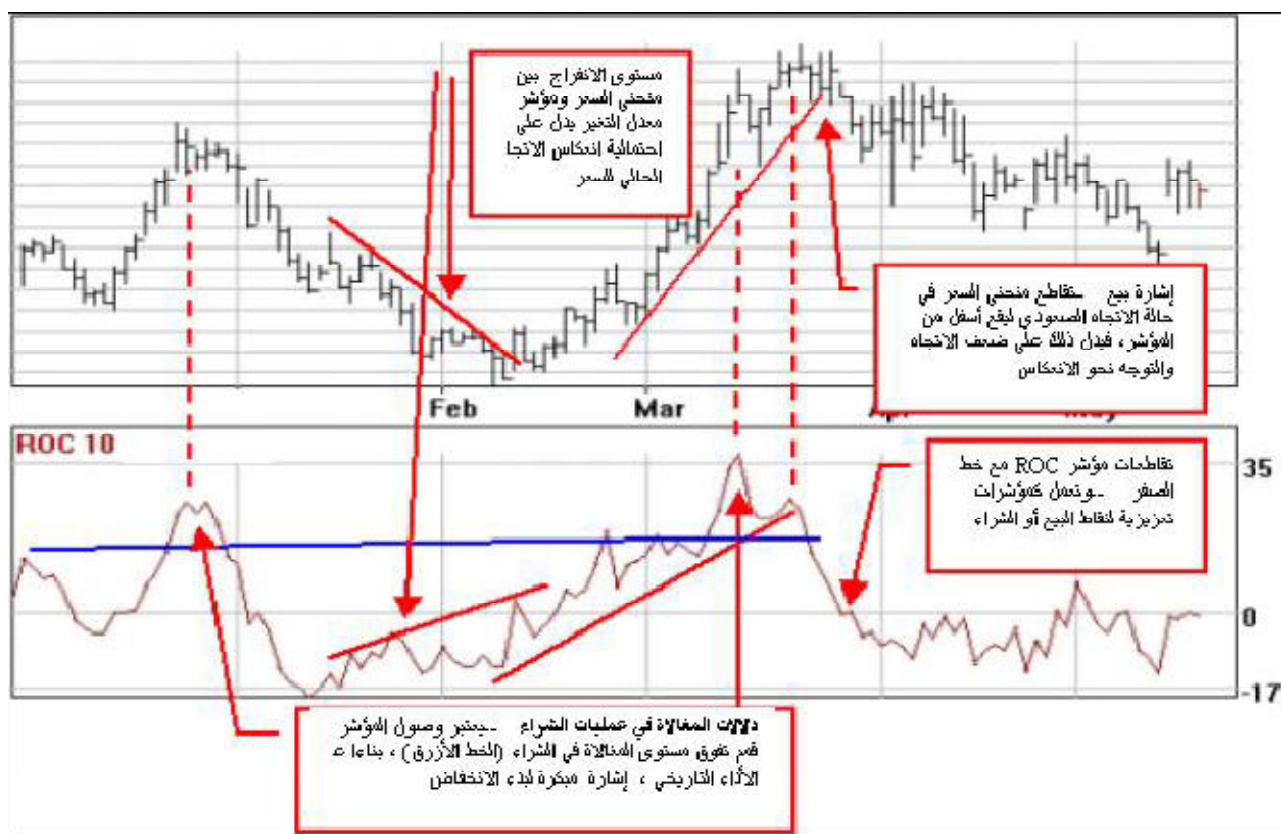
وعليه يتم احتساب نقاط المؤشر مع مرور الزمن. وتؤول هذه العملية إلى تشكيل خط فني يحوم حول مستوى الصفر (خط الصفر) وكما هو الحال بالنسبة لمؤشرات الزخم بشكل عام. يتم تحليل المؤشر من خلال النظر على تحركاته ومدى الانفراج عن سعر الورقة المالية وقيمة المؤشر إضافة إلى تقاطعاته مع خط الصفر سواء باتجاه منطقة الموجب أو باتجاه منطقة السالب. ويشير انخفاض المؤشر من منطقة الموجب إلى منطقة السالب

¹ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 68.

² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 173.

على بدء ضغوطات البيع والميول نحو الهبوط بينما يدل اختراق المؤشر لخط الصفر باتجاه المنطقة الموجبة على بدء سيطرة عمليات الشراء والتوجه نحو الصعود¹. والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل (03-12): كيفية التعامل مع مؤشر معدل التغير



المصدر: نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 17

حيث يمثل البيان العلوي بيان سعر السهم، أما البيان السفلي باللون الأحمر يمثل منحنى مؤشر معدل التغير، والخط الأسود الذي يعبره فيمثل خط الصفر.

ثالثاً: مؤشر القوة النسبية (RSI) relative strength Index

تم وضع المؤشر من طرف "ويليس وايلدر" "j.welles wilder" سنة 1978م، الهدف منه التوقع باقتراب تغير في الاتجاه العام لسعر السهم وذلك بتحديد ما إذا كان السهم يتعرض لإفراط في البيع أو إفراط في الشراء، فعندما يتعرض السهم للإفراط في البيع يصبح مقيماً بأقل من قيمته السوقية السائدة، فعاجلاً أم آجلاً سيرجع إلى قيمته السوقية، بحدوث ارتداد تقني والتي تكون في هذه الحالة أعلى. لذلك يجب الاستفادة من الارتفاع في سعر

¹ نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 16

السهم، أما في حالة الإفراط في الشراء فإن السهم يصبح مقيماً بأكثر من قيمته السوقية المتوسطة، لذلك عاجلاً أم آجلاً سيرجع إلى قيمته السوقية والتي تكون أدنى، لذلك يجب بيع السهم قبل تكبد الخسارة¹.

فمؤشر القوة النسبية يتمتع بقدرة تحليلية في غاية الأهمية والفائدة، حيث يعمل هذا المؤشر على مقارنة حجم وقوة المكاسب المحققة في سعر الورقة المالية إلى حجم وقوة الخسائر المتحققة في سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة، ويتم تحويل هذه العلاقة إلى نقطة بيانية تتراوح قيمته بين 0 و 100².

ويتم حساب المؤشر على خطوتين:

1. الخطوة 1: حساب القوة النسبية (RS)

$$RS = \frac{\text{متوسط الزيادات في أسعار الإغلاق المرتفعة لـ 14 يوماً الأخيرة}}{\text{متوسط الانخفاضات في أسعار الإغلاق المنخفضة لـ 14 يوماً الأخيرة}}$$

حيث: يعتبر سعر الإغلاق مرتفعاً لما يكون الفرق بين سعر إغلاق اليوم وسعر إغلاق البارحة أكبر من الصفر.

ويعتبر سعر الإغلاق منخفضاً لما يكون الفرق بين سعر إغلاق اليوم وسعر إغلاق البارحة أقل من الصفر.

أي: متوسط الزيادات في أسعار الإغلاق المرتفعة لأربعة عشر يوماً = مجموع الفروق الموجبة في الأسعار/14

متوسط الانخفاضات في أسعار الإغلاق المنخفضة لأربعة عشر يوماً = مجموع الفروق السالبة في الأسعار/14

تقسم مجموع الفروق الموجبة على 14 وليس عدد الفروق، نفس الشيء، بالنسبة للفروق السالبة³.

عادة ما يتم حساب المؤشر بعدد أيام 9، 14، 10، إلا أنه يمكن استخدام مدة أخرى.

2. الخطوة 2: حساب مؤشر القوة النسبية (RSI)⁴:

$$RSI = 100 - \left(\frac{100}{1 + RS} \right)$$

وتتمثل كيفية استخدام مؤشر القوة النسبية (RSI) للتحليل في المستوى الذي يسجله، فقد جرت العادة على اعتماد مستوى 30 نقطة كدلالة على وجود حالة من المغالات في عمليات البيع، ومستوى 70 نقطة كدلالة على وجود حالة من المغالات في عملية الشراء. ويهدف التوضيح يمكن أن نعتبر ارتفاع أو ارتداد المؤشر على مستوى 30 نقطة كإشارة مبكرة لاتجاه صعودي محتمل، وتعتبر إشارة شراء، في حين يدل انخفاض أو ارتداد

¹ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 65-66

² نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 13

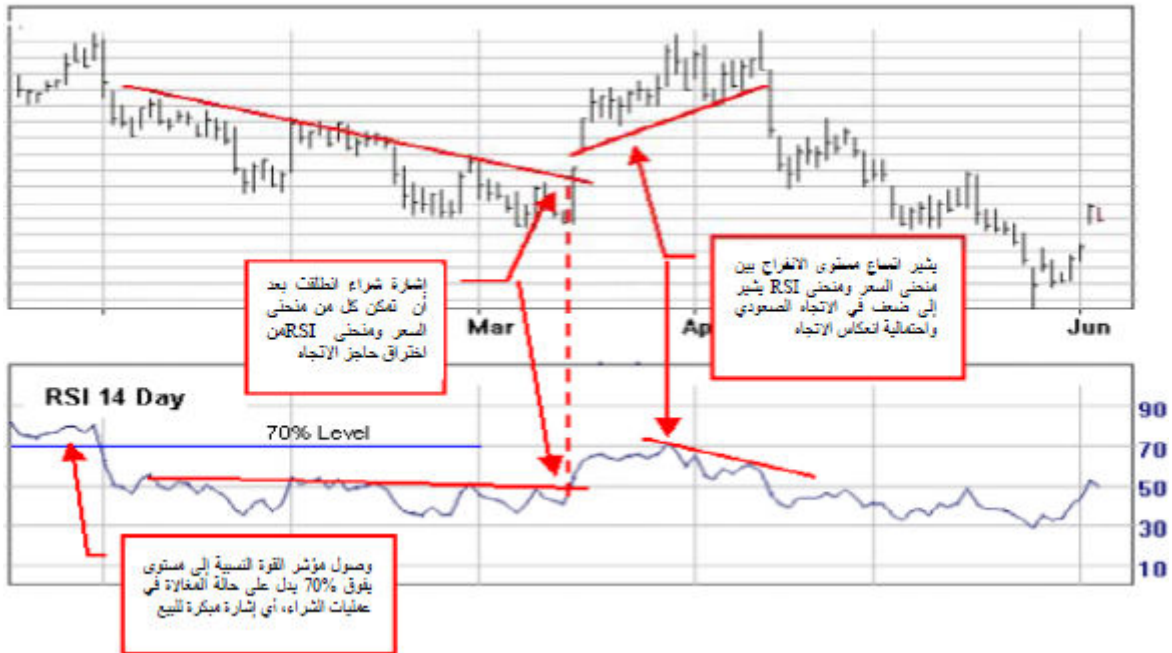
³ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 66-67

⁴ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 176

المؤشر عن مستوى 70 نقطة على إشارة مبكرة لاتجاه نزولي محتمل، وهي إشارة بيع. علاوة على ذلك يمكن اشتقاق رؤية تحليلية لإشارات البيع والشراء، من خلال ملاحظة وتتبع مدى الانفراج أو التباعد بين مؤشر القوة النسبية وسعر الورقة المالية، فهي حالة مشاهدة ارتفاع مؤشر القوة النسبية في غضون انخفاض سعر الورقة المالية، فيشير ذلك إلى احتمالية اتخاذ سعر الورقة المالية لاتجاه معاكس والتوجه نحو الارتفاع¹.

وينبغي التزام جانب الحذر عندما تصير قراءة المؤشر متطرفة (أي فوق 70 أو تحت 30)، لأن أي قراءة مرتفعة للمؤشر يمكن أن تتبعها قراءة أعلى منها إذ أن حالة الإفراط في الشراء ممكن أن تمتد لفترة طويلة، ونفس الشيء بالنسبة للقراءة المتدنية للمؤشر، وعليه فإنه يجب عدم التسرع بالبيع (أو بالشراء) لمجرد وصول المتذبذب إلى مناطق عليا أو دنيا².

الشكل (03-13): كيفية التعامل مع مؤشر القوة النسبية



المصدر: تكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 14

¹ تكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 13
² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 177.

تابع للشكل (03-13): كيفية التعامل مع مؤشر القوة النسبية



المصدر: تكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 14

حيث يمثل البيان العلوي بيان سعر السهم، بينما البيان السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية.

رابعاً: المتوسط المتحرك المتقارب والمتباعد (تلاقي وانفراج المتوسطات المتحركة) Moving average convergence divergence (MACD)

وضع تصميم هذا المؤشر (MACD) محلل أمريكي يدعى جيرالد آبل وذلك باستخدام ثلاثة متوسطات متحركة أسية¹.

ويعتبر مؤشر (MACD) من أكثر المؤشرات الفنية شيوعاً واستخداماً بين أنصال التحليل الفنية، وهو يستخدم المتوسطات المتحركة لإضفاء خاصية التمكن من تتبع الاتجاه السعري للورقة المالية، ويقوم هذا المؤشر بتحويل هذه المتوسطات المتحركة والتي تختلف حسب النطاق الزمني، من مؤشرات تعزيزية متأخرة إلى مؤشرات قياس تذبذب وتحركات زخم الاتجاه، وذلك من خلال طرح قيمة المتوسط المتحرك ذو النطاق الزمني الأطول من المتوسط المتحرك ذو النطاق الزمني الأقصر، وتؤول نتيجة هذه العملية إلى تشكيل خط يتذبذب حول مستوى الصفر دون وجود حدود دنيا أو عليا. ويتم عادة احتساب مؤشر (MACD) بتطبيق معادلة الفرق بين المتوسطات المتحركة الأسية (26) يوم (الأقل حساسية) و(12) يوم (الأعلى حساسية)، كما يتم في معظم

¹ المرجع السابق؛ ص: 184

الأحيان رسم متوسط متحرك أسي للماكد لفترة (9) أيام إلى خريطة المؤشر وذلك لتعزيز القدرة التحليلية¹، ويمثل المتوسط المتحرك الأسي لـ(9) أيام بخط الصفر².

كما يتم تمثيل أعمدة تسمى باللغة الانجليزية Histograme، وهي تساعد على ملاحظة الفرق بين MACD وخط إشارته، فعندما يكون MACD فوق خط إشارته تكون الأعمدة فوق خط الصفر، أما عندما يكون MACD تحت خط إشارته تكون الأعمدة تحت خط الصفر³. وتتمثل قيمة العمود في الفرق بين MACD والمتوسط المتحرك للـ MACD⁴.

وتكمن الدلالة الفنية لهذا المؤشر في قدرة التنبؤ بالاتجاه من خلال قراءة التقاطعات، حيث يشير تقاطع المؤشر وهو في حالة الارتفاع، أعلى من خط إشارته إلى اتجاه صعودي محتمل، بينما يشير تقاطع المؤشر وهو في حالة انخفاض، أسفل من خط إشارته إلى احتمالية مواصلة الاتجاه النزولي⁵، إلا أنه من المفضل لتقادي العمل بالإشارات المضللة أن يكون المتوسطان متجهين معا إما إلى أعلى أو أدنى، وأن يكونا قد وصلا إلى مناطق متطرفة في قراءتهما⁶. علاوة على ذلك فإن ارتفاع مؤشر (MACD) عن مستوى الصفر يعتبر مؤشر زخم قيادي يدل على الارتفاع، بينما يعتبر انخفاض المؤشر عن مستوى الصفر مؤشر زخم قيادي يدل على الانخفاض⁷.

¹ نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 12

² عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 184

³ عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 56

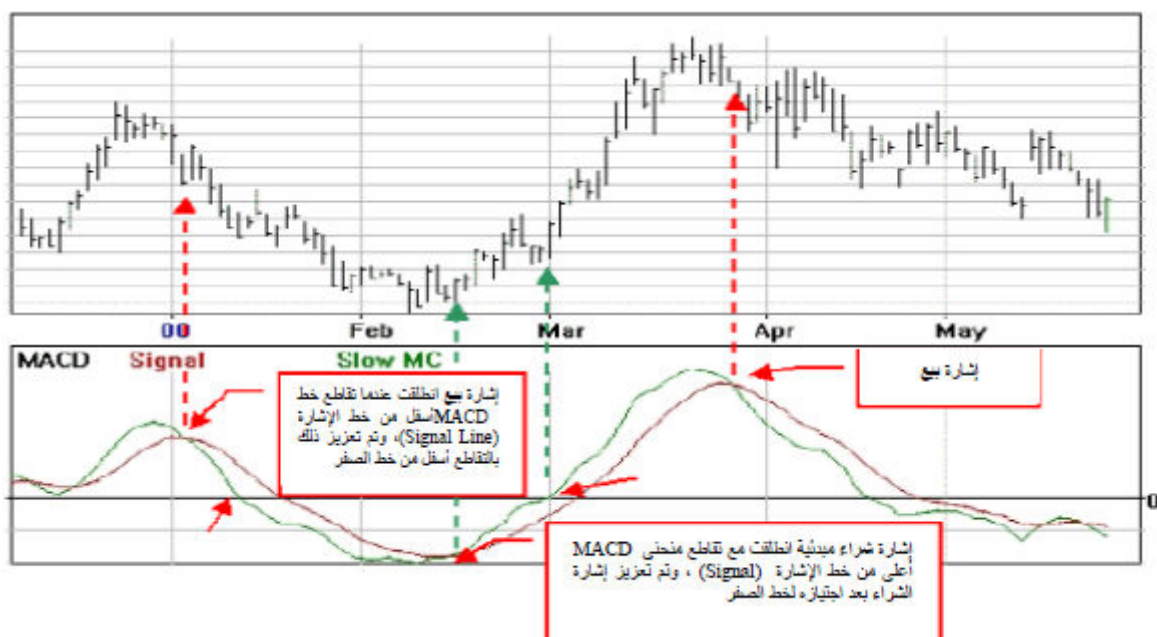
⁴ فاتح مناع، مرجع سابق؛ ص: 88

⁵ نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 12

⁶ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 184

⁷ نكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 12

الشكل (03-14): كيفية التعامل مع مؤشر المتوسط المتحرك المتقارب والمتباعد



المصدر: تكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 12.



المصدر: تكرتشارت، مرجع سابق؛ ص: 13.

حيث يمثل البيان العلوي بيان سعر السهم، والبيان السفلي فيحوي منحنين الذي بالون الأخضر يمثل منحنى الماكد، أما منحنى اللون الأحمر فيمثل خط إشارة الماكد، بينما الخط الأسود الذي يمر على المنحنيين فيمثل خط الصفر.

المبحث الثالث: التحليل الفني بين مؤيدين ومعارضين

من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى النظرية الأساسية للتحليل الفني والتي كانت السبب في ظهور هذا التحليل، ومن ثم التطرق إلى التحليل الأساسي حتى نتمكن من معرفة مميزات التحليل الفني وسلبياته وأوجه الاختلاف بينه وبين التحليل الأساسي.

المطلب الأول: نظرية داو

يعتبر شارل داو Charles Dow رائد التحليل الفني، حيث كان أول من وضع المبادئ الأولية له وأول من قام بتحليل الأسواق المالية من خلال ما يعرف بنظرية داو¹.

تاريخياً، التحليل الفني سبق ظهور التحليل الأساسي واكتسب أهميته من نظرية Dow التي قدمها Charles Dow الصحفي بجريدة wall street سنة 1900. والذي ينسب إليه مؤشر Dow Jones لمتوسط الصناعة² حيث قام بنشر المبادئ الأساسية لهذه النظرية في جريدة وال ستريت في الفترة الممتدة ما بين 1900 إلى 1902 ثم قام روبرت ريد (Robert Ried) في كتابه (Don Theory) بشرح المبادئ الأساسية لهذه النظرية وذلك عام 1932، وكان أهم ما اعتمد عليه شارل داو في بناء نظريته اعتبار أن أغلب أسعار الأسهم تتحرك في نفس اتجاه حركة السوق ولهذا السبب وضع فكرة المؤشر³.

وقد استطاعت هذه النظرية التنبؤ بالأزمة الكبرى سنة 1929 التي نتج عنها الكساد الكبير، حيث أشير في التحليل الذي يقوم على نظرية Dow والذي قامت بنشره جريدة وول ستريت في 29 أكتوبر سنة 1929، إلى أن السوق الصعودي قد انتهى وان السوق الهبوطي قد بدأ⁴. من هنا أخذت هذه النظرية شهرتها.

وتقوم نظرية داو على ستة افتراضات أساسية تتمثل في:

أولاً: السوق يلخص كل شيء (المتوسطات تلغي كل شيء)

تعتبر كل المعلومات الماضية الحاضرة والمستقبلية ملخصة في السوق وبالتحديد في سعر السهم فالسعر يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات، بداية بالحالة النفسية للمستثمرين، معدلات سعر الفائدة، وصولاً إلى الأخبار حول

¹ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 114

² عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 65

³ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص: 114

⁴ عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 65

المؤسسات ومستوى أدائها¹. حيث يستوعب المشاركون في السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم وثم يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقا لسلوك وتصرفات المشاركين في السوق². وبالتالي فإن أي تغيير في مستوى أسعار المتوسطات هو في الحقيقة ترجمة مباشرة وانية لكل الأسباب التي أدت إلى هذا التغيير ومن ثم نجد ان المتوسطات تضم كل المتغيرات وكل العوامل الرشيدة وغير الرشيدة³.

ثانيا: السوق له ثلاثة اتجاهات: يتم تصنيفها إلى:

1. **الاتجاه الأساسي:** (المد والجزر): ويعكس دورة طويلة الأجل تظهر أن السوق بمجمله في حالة صعود أو هبوط متواصل، وقد تستغرق هذه المرحلة سنة أو أكثر ويطلق عليها المستثمرون Bull Market في حالة الارتفاع و Bear Market في حالة الانخفاض⁴.

وان كان التحرك الأساسي إلى اعلي. أي في حالة ارتفاع (سوق صعودي) مما يعني حدوث سلسلة متتابعة من الاختراقات (الانعكاسات) تفوق المستويات السابقة، بينما أي انخفاض يضل أعلى الانخفاضات السابقة.

وان التحرك الأساسي لأسفل (سوق هبوطي) يتوقع ان يحدث عندما تتوقع سلسلة متتابعة من الانخفاض اقل من الارتفاعات السابقة وتكون اقل من الانخفاضات السابقة⁵. أي إذا كانت نقاط القاع أدنى من السابقة لها⁶.

2. **الاتجاه الثانوي:** (الأمواج): وهي ردود فعل تصحيحية تتحكم بها الأحداث الجارية، وأسلوب التعامل بين المستثمرين في السوق والتي تؤثر على الأسعار بصفة مؤقتة، وتعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعد، وفي السوق الهابط، أي أنها تعمل على توحيد ردود فعل المتعاملين في السوق. وتقوم هذه التحركات من ثلاث أسابيع إلى عدة شهور. وفي ظل الاتجاه الصاعد فإن الاتجاه العام للأسعار يرتفع وقد يحصل انخفاض ثانوي يعاود بعده الصعود⁷.

¹ عماد الدين شرابي، عبد النور موساوي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على أسهم 20 شركة مدرجة في

CAC 40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة منتوري قسنطينة، العدد6، 2010؛ ص: 34

² بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب،

مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2، سنة 2012؛ ص: 242-243

³ فاتح مناع، مرجع سابق؛ ص: 15

⁴ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق؛ ص: 322.

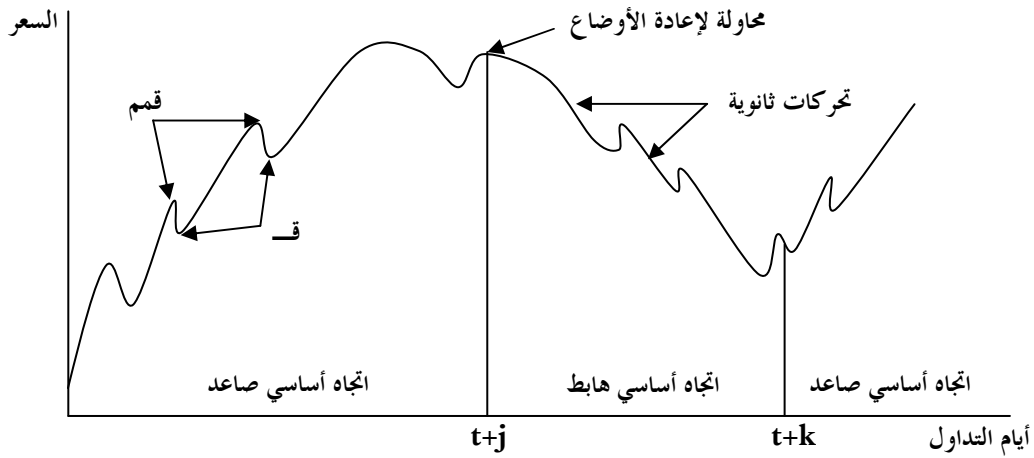
⁵ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق؛ ص: 286

⁶ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 178

⁷ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 225.

3. التقلبات اليومية (التذبذبات الصغيرة)، (الاتجاهات غير الرشيدة): فهي اتجاهات قصيرة الأجل تتمثل في تحركات الأسعار خلال يوم إلى ثلاثة أسابيع¹، وتصف نظرية داو هذه التقلبات على أنها تأرجحات عشوائية ليس لها معنى². ويمكن القول أن الاتجاه الثانوي يتكون من عدة اتجاهات غير رشيدة. وأن هذه الأخيرة غير هامة ويمكن أن تقودنا إلى اتجاهات خاطئة³، ومع ذلك فإن أهميتها ضمنية تكمن بقيام الفني برسم أسعار الأسهم (أسعار الإغلاق أو الافتتاح أو أعلى سعر أو أدنى سعر) أو متوسط السوق يوميا من أجل تتبع الاتجاهات الرئيسية والثانوية⁴.

الشكل (03-15): الاتجاهات الرئيسية والتحركات الثانوية لنظرية داو



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 226

يوضح الشكل الاتجاهات الرئيسية والتحركات الثانوية بناء على رسم الأسعار اليومية للأسهم إذ يبين الشكل أن هناك اتجاه رئيسي صاعد من النقطة الزمنية t إلى سعر الذروة الذي يحصل قبل يوم من النقطة الزمنية $t+j$ ، وهي النقطة التي يحدث عندها محاولة لإعادة الأوضاع إلى مستوى القمة السابق لكنها تفشل في تحقيق ذلك بسبب فشل التحركات الثانوية برفع السعر بأعلى من السعر السابق لتؤشر التغير في اتجاه التحركات الرئيسية للسوق من صاعد إلى هابط إلى غاية اليوم قبل النقطة الزمنية $t+k$ والتي عندها تفشل التحركات الثانوية بالوصول إلى القاع الجديد لتؤشر بداية للسوق الصاعد⁵.

¹ بن امر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، مرجع سابق؛ ص: 243

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 225

³ جلال ابراهيم العبد، مرجع سابق؛ ص: 153

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 225

⁵ المرجع السابق؛ ص: 226

ثالثاً: الاتجاه العام له ثلاث مراحل: قسم "داو" مراحل تشكل الاتجاه العام إلى ثلاث مراحل رئيسية¹:

1. **مرحلة التجميع:** وهي الفترة التي تقوم فيها بشراء مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين بعيدي النظر ذوي الحس الاستثماري السليم، في سوق يسوده جو عام استثماري متشائم نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة وغير المشجعة.
2. **المرحلة التالية:** يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد.
3. **مرحلة التوزيع:** وفيها يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام وشيوع جو استثماري شديد التفاؤل.

رابعاً: مؤشرات السوق يجب أن تؤكد بعضها البعض:

بمعنى أن متوسط مؤشرات الصناعة ومتوسط مؤشرات النقل مثلا يجب ان يثبت كل منهما صدق الآخر حتى تكون المتغيرات في الاتجاهات صادقة الحدوث².

داو كان يعني انه يجب أن يتجاوز المؤشران قمة ثانوية سابقة لتأكيد استمرار الاتجاه التصاعدي وليس بالضرورة أن تحدث هذه الإشارات بوقت واحد، ولكن باعتبار قصر مدة تزامن حدوثهم يعطي مزيداً من التأكيد على صحة الإشارة. هذا يعني انه إذا بدا احد المعدلين في الانخفاض بعد فترة من الصعود المتواصل لأسعار السهم فان المعدلين يكونا على خلاف، فعلى سبيل المثال ربما يرتفع معدل داو جونز لمتوسط الصناعة بينما ينخفض معدل النقل، إن هذا الأمر يشير إلى أن معدل داو جونز لمتوسط الصناعة ربما لا يستمر في الارتفاع ولكن الاحتمال الأكثر أن يبدأ في الانخفاض سريعاً³.

خامساً: حجم التداول يؤكد اتجاه السعر:

أي أن الحجم يجب أن يزداد مع مضي الأسعار في اتجاهها الرئيسي وهي ملاحظة تتفق مع المنطق الاقتصادي السليم، فالأسعار تحتاج إلى قوة تدفعها لكي تتحرك في اتجاه معين، ويعتبر حجم التداول القوة

¹ عبد المجيد المهلملي، مرجع سابق؛ ص: 190

² بن اعمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، مرجع سابق؛ ص: 243

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 185

المحركة للأسعار. فكلما زاد الحجم زادت قوة دفع الأسعار في الاتجاه الرئيسي، فإذا كان الاتجاه الرئيسي للأسعار في صعود، فإن ارتفاع الأسعار يكون عامة مصحوبا بزيادة في حجم التداول. إما انخفاض السعر فيكون بحج تداول صغير، والعكس يحدث في حالة كون الاتجاه الرئيسي للأسعار هابطا، فإن انخفاض الأسعار يحدث مع زيادة في حجم التداول، وأي حركة تصحيحية لأعلى يكون حجمها ضئيلا، وبالرغم من أن حجم التداول مؤشر مهم، إلا أنه يظل مؤشرا ثانويا، فالاهتمام الأساسي للمحلل الفني يجب أن ينصب في المقام الأول على حركة الأسعار نفسها¹.

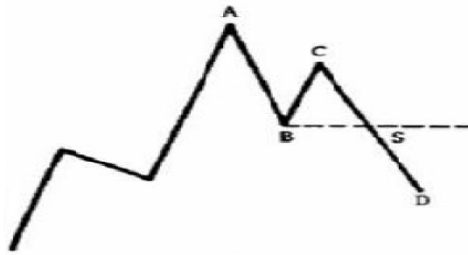
سادسا: الاتجاه العام السائد يبقى مستمرا حتى ظهور إشارة تفي بعكس ذلك:

يعتبر عدم صدور أي إشارة من مؤشرات التحليل الفني استمرارا للاتجاه العام السائد². وهناك صعوبة في التفريق بين تصحيح ثانوي عادي في اتجاه معين، وبين أول حركة لاتجاه جديد في الجهة المعاكسة، كما أن هناك سيناريوهين لانعكاس اتجاه السوق وهما³:

1. سيناريوهات الاتجاه الهابط:

أ. الانعكاس الأول: فشل القمة C في الارتفاع إلى مستوى أعلى من القمة A (مستوى المقاومة)، وتمكن السعر من كسر النقطة B (مستوى الدعم)، وهذا يشير إلى وجود بيع عند المستوى S (نقطة وقف الخسارة)، وهو ما يوضحه الشكل.

الشكل (03-16): سيناريو الانعكاس الأول (الهابط)



المصدر: ناهض خضر أو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 75

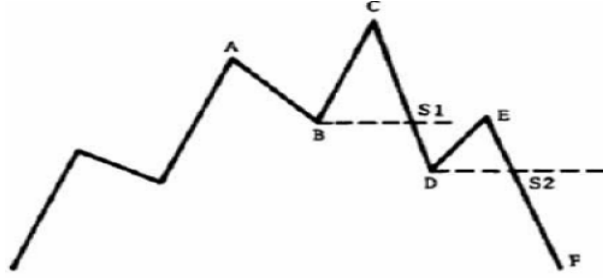
¹ عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق؛ ص: 190

² عماد الدين شرابي، عبد النور موساوي، مرجع سابق؛ ص: 35

³ ناهض خضر أو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 75-77

ب. **الانعكاس الثاني:** ارتفعت القمة C إلى مستوى اعلي من مستوى القمة A (تجاوزت حاجز المقاومة)، قبل أن يكسر مستوى النقطة B، ويرى بعض المؤيدين لنظرية داو بأنه يوجد إشارة بيع عند المستوى S1، بينما يرى البعض حدوث قمة عند مستوى اقل عند القمة E، قبل أن يحكموا على بداية الاتجاه الهابط عند مستوى S2، وتظهر إشارتا بيع عند المستويين S1-S2، وهو ما يوضحه الشكل.

الشكل (03-17): سيناريو الانعكاس الثاني (الهابط)



المصدر: ناهض خضر أو الطيف، مرجع سابق؛ ص:76

2. سيناريوهات الاتجاه الصاعد:

أ. **الانعكاس الأول:** كون السعر قاع جديد عند النقطة C أعلى من مستوى القاع السابق A، واستطاع تجاوز مستوى الأسعار عند القمة B، مما يشير إلى وجود شراء عند مستوى النقطة B1، (ويعتبر هذا انعكاسا ضعيفا)، وهو ما يوضحه الشكل.

الشكل (03-18): سيناريو الانعكاس الأول (الصاعد)



المصدر: ناهض خضر أو الطيف، مرجع سابق؛ ص:76

ب. **الانعكاس الثاني:** انخفاض القاع C إلى مستوى القاع A، قبل أن يتجاوز مستوى B، ويرى بعض المؤيدين لنظرية داو، بأنه يوجد (إشارة شراء أولية) عند المستوى B1، بينما ينظر البعض بان حدوث قاع أعلى عند القاع E، قبل أن يحكموا على بداية الاتجاه التصاعدي عند مستوى B، وتظهر إشارتا شراء عند المستويين B1-B2، وهو ما يوضحه الشكل.

الشكل (03-19): سيناريو الانعكاس الثاني (الصاعد)



المصدر: ناهض خضر أو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 77

وقد وجهت لنظرية داو العديد من الانتقادات رغم كونها أساس التحليل الفني، ومن أهم هذه الانتقادات:

- إن الإشارات لتغير الاتجاه تأتي متأخرة، فيما أنك ستشتري وتبيع الأسهم بعد أن يحدث تغير في اتجاه السوق، بدلا من أن تتوقع حدوثه، فانك قد تفقد ما يصل إلى 25% أو أكثر من حركة الأسعار المربحة¹.
 - كما انه قد يستغرق الأمر عدة شهور قبل أن يؤكد احد المؤشرات الآخر، وخلال هذه الفترة نجد أن الأسهم الفردية تظهر تغيرات أساسية في السعر².
 - إن موضوع دقة نظرية داو وقدرتها التنبؤية محل شك، فقد بينت دراسة Greener & Whitcomb إن نظرية داو لم تقدم سوى تسعة تنبؤات صحيحة من بين 24 إشارة بيع وشراء خلال الفترة من سنة 1929 حتى 1960، إن مثل هذه النتائج تعتبر أقل دقة. ومع ذلك فان هذه النتائج لم تؤيدها دراسة أخرى DAVID & Rolf 1983 والتي توصلت إلى انه خلال الفترة من عام 1971 إلى عام 1980 فان هذا الأسلوب ولد عائدا يزيد عن 14%³.
- وكرر على هذه الانتقادات السالفة الذكر يجب على المتداولين تذكر أن داو لم يقصد توقع الاتجاهات وإنما حرص على التعرف على اتجاه السوق في بدايات تكوينه ومحاولة الحصول على اكبر جزء من تحرك السوق، وتبين الإحصائيات الموجودة أن نظرية داو أدت هذا الدور بشكل معقول جدا فمن سنة 1920 إلى سنة 1975 استطاعت نظرية داو الحصول على 68%

¹ ألكسندر ديقيدسون، المضاربة في البورصة (دار الفاروق، مصر، 2006)؛ ص: 110

² طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سابق؛ ص: 154

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 186

من مجمل تحركات السوق في القطاع الصناعي وقطاع النقل، و 67% من تحركات مؤشر S&P 500¹.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي

يعتمد التحليل الأساسي على المعلومات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها الورقة المالية بالإضافة إلى ظروف المنشأة ذاتها المصدرة للورقة، وذلك بغرض تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية. وسيتم توضيح ذلك من خلال هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي

" يعني التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بالأساسيين بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة"².

"هو ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام وظروف القطاع بشكل خاص من جهة، وظروف الشركة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى، حيث يهدف للوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي لسهم ومقارنته بسعر السوق، فإذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية، وإذا كان أكبر من السعر العادل فيجب تجنب عملية الاستثمار في ذلك"³.

"ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما سنؤول إليه الأسهم، كما يهدف أصحاب هذا المدخل في نهاية التحليل إلى البحث والوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية محل المتابعة، إذ نجده يعتمد في ذلك على طرق التقييم"⁴.

مما سبق يمكن توضيح المضمون العام للتحليل الأساسي من خلال الشكل الموالي:

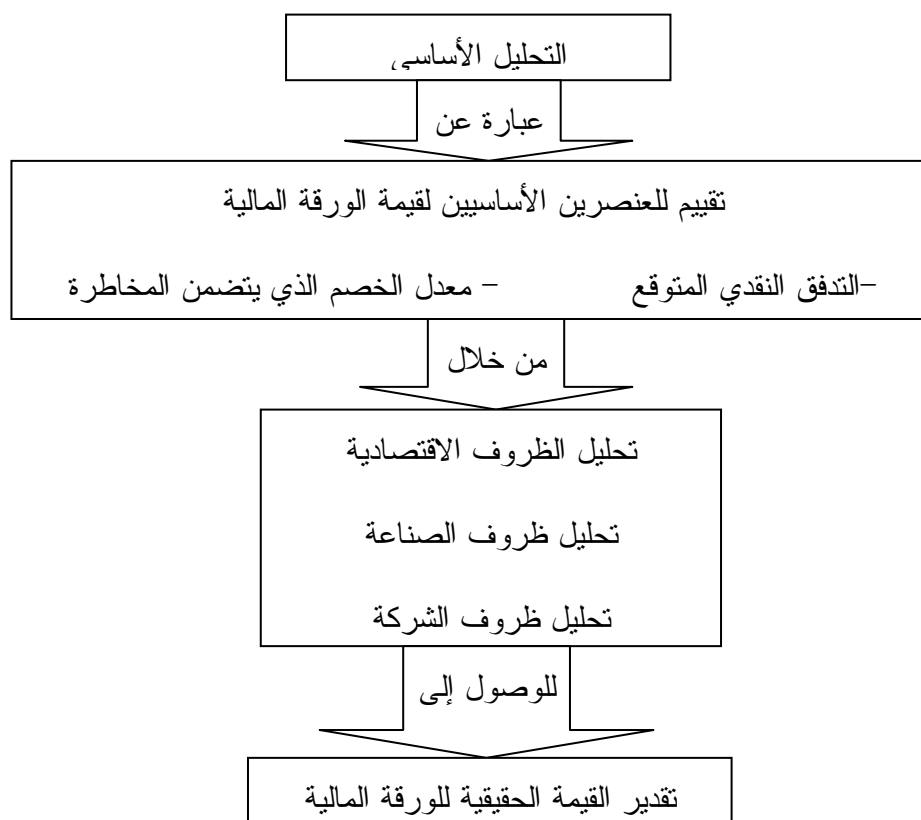
¹ فاتح مناع، مرجع سابق؛ ص: 21

² بن امر بن حساين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، مرجع سابق؛ ص: 241

³ عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011؛ ص: 53.

⁴ هوارى سويسى، مرجع سابق؛ ص: 109

الشكل (03-20): الإطار العام للتحليل الأساسي



المصدر: عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص: 61

الفرع الثاني: فرضيات التحليل الأساسي:

وتتمثل هذه الفرضيات في¹:

أولاً: السوق المالية كفأه في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراستها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة.

ثانياً: إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

الفرع الثالث: مداخل التحليل الأساسي

وهناك أسلوبان (مدخلان) لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهما²:

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق؛ ص ص: 248-249.

² عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص ص: 61-62.

أولاً: أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي): حيث يتم بتحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للاستثمار فيها.

ثانياً: أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي): يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

ويعتبر المنهجين مكملين، ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى، يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائم¹.

وعموماً يمكن أن يضع المحلل المالي نصب عينيه لاختيار أحد الأسلوبين أو الجمع بينهما نقطتين أساسيتين وهما:²

- أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.
- ولا بد أن يدرك المحلل المالي بأن اختياره لأي أسلوب والوصول إلى القيمة المعطاة للسهم، ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذ كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق، سواء كانوا المستثمرين أو المحللين الماليين، لأنه إن لم يدرك السوق - فيما بعد - بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية.

ويمكن تلخيص مدخل التحليل الأساسي في الشكل التالي:

¹المرجع السابق؛ ص: 62

² هواري سويسي، مرجع سابق؛ ص: 110

الشكل (03-21): منهج التحليل الأساسي



المصدر: عديلة مريم، مرجع سابق؛ ص : 62.

الفرع الرابع: مراحل التحليل الأساسي بالاعتماد على التحليل الكلي فالجزئي: وتتمثل في:

أولاً: تحليل الظروف الاقتصادية العامة: وفي هذا الإطار، يقوم المحلل بالبحث واكتشاف دراسة بعض مؤشرات حالة الظرف الاقتصادي، مثل معدل التضخم، ومعدل الفائدة ودراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمناخ الاستراتيجي والسياسي، وإنفاق المستهلك والضرائب، أسعار الصرف، السياسة النقدية والمالية...، حيث يهدف التحليل الأساسي من هذه الدراسة إلى معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات¹.

وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطرة للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات. ويفيد أيضاً تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات وسلوك بورصة القيم، فمثلاً في فترات الرواج الاقتصادي نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد إذ أن ذلك سيبيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة والمتطابقة مع حالة الانكماش أو حالة الرواج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى، أو أنه يبحث في الاستثمار في استثمارات أخرى كالمعادن النفيسة والعقارات².

¹عمار بن مالك، مرجع سابق؛ ص: 56

²المرجع السابق؛ ص: 110

ثانياً: تحليل وضعية القطاع:

نتيجة لتنوع مجالات الإنتاج الاقتصادي فقد يبدو من المفيد أن تصنف الشركات قطاعياً لتعكس العوامل المشتركة للشركات التي تنتمي تحت القطاع نفسه أو الصناعة نفسها، إذ لا يمكن التعامل مع الشركات وكأنها وحدة واحدة أو من نوع واحد، ذلك أن القطاعات الاقتصادية المختلفة قد لا تنمو بالنسبة نفسها التي ينمو فيها الاقتصاد ككل¹.

وتعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه²، حيث أن الشركة هي جزء من القطاع وبصفة عامة من الصعب أن تجد شركة منتعشة في قطاع يعاني من الأزمات³.

وفي هذا الإطار يقوم المحلل بالبحث والدراسة في أداء المبيعات والأرباح للفترة السابقة، الظروف الخاصة بالقوى العاملة في الصناعة (قطاع)، الظروف التنافسية، سلوك الحكومة اتجاه الصناعة⁴. إذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها.

إذا فتحليل القطاع وجمع المعلومات عنه، تساعد المحلل في أخذ صورة أولية عن الشركات المنتمية لنفس القطاع، إذ أنها ستكون متفقة ومتشابهة في الخصائص، وتكون عرضة في أحيان كثيرة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع، مما تساعده في توقع المخاطر والمردودية المرتبطتين بالشركة⁵.

ثالثاً: تحليل الشركة:

يقوم هذا التحليل على تشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يسمح للمحلل المالي من تتبع وتوقع الأداء الاقتصادي للشركة الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطرة المرتبطة بها، إذ أنه إذا كان من المتوقع أن يكون الأداء الاقتصادي جيداً فإن قيمة السهم سترتفع.

وتمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل. إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدتها الشركة (الميزانية

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق؛ ص: 309

² هواري سويبي، مرجع سابق؛ ص: 110

³ عمار بن مالك، مرجع سابق؛ ص: 56

⁴ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق؛ ص: 309

⁵ هواري سويبي، مرجع سابق؛ ص: 110

وجداول حسابات النتائج بالدرجة الأولى)، للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص وتحليل السيولة، استخدام الأصول، الهيكل المالي والربحية والنشاط¹.

وبالتالي التعرف على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة وقصيرة الأجل، والتعرف على مدى كفاءة إدارة الشركة في استخدام المتاح لها من أصول أو موارد، وإدارتها وقياس قدرتها على تحقيق الأرباح².

ومن ثم إمكانية قياس المردودية والمخاطرة، بالإضافة إلى الوقوف على بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة والمتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط ونوعية الإدارة والقدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تنشط فيه³.

وبالتالي فإن الفرضية الأساسية التي يقوم عليها التحليل الأساسي هي أن سعر السهم يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة المصدرة له، لذلك يجب القيام بتحليل الشركات كخطوة مولية لتحليل الصناعة لأن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على التوزيعات والتبعية على أسعار الأسهم، فالتوقع بارتفاع ربحية الأسهم يعني أن القيمة الحقيقية للسهم أعلى من القيمة السوقية وهو مبرر قوي للشراء والعكس. حيث أن الهدف من القيام بتحليل الشركات هو التأكد من أنه ليس من الضروري أن تكون أسهم الشركات الجيدة استثمار جيد، وذلك لأن القيام بتحليل الخصائص الداخلية لها ليس أساساً لاتخاذ قرار الشراء لأن هذا الأخير يبني على أساس القيمة العادلة والمقارنة مع القيمة السوقية، فمن الممكن أن يظهر تحليل الشركة أن وضعها ممتاز وأداءها متميز، هذا مايزيد في الطلب على أسهمها وفي النهاية ترتفع قيمتها السوقية لتصبح أعلى من القيمة الحقيقية ويصبح عندها قرار الشراء خاطئاً، لأن السعر المرتفع سوف يخفض من العائد المطلوب للتعويض على المخاطر⁴.

رابعاً: مرحلة التقييم⁵

تبحث عمليات التحليل السابقة في مجملها عن توجيه الاستثمار من خلال المرور بمختلف المراحل وفي ذات الوقت تعمل على جمع المعلومات والبيانات قصد الوقوف على الأوراق المالية ذات الجاذبية ليتم اتخاذ القرارات المناسبة، وبغية الوصول إلى ذلك لا بد من القيام بمرحلة التقييم التي تكمل المرحلة الأولى، إذ تؤثر مخرجات عمليات التحليل بشكل مباشر في مدخلات عمليات التقييم، التي تتمثل في شقين أساسيين يتمثلان في التدفقات المستقبلية (و/أو الأرباح وتوزيعات الأرباح) ومعدل الاستحداث (معدل الخصم).

¹ المرجع السابق؛ ص: 110

² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار - التويل - التحليل المالي (مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997)؛ ص: 227

³ هواري سويسي، مرجع سابق؛ ص: 110-111

⁴ سمية بلجيلية، مرجع سابق؛ ص: 99

⁵ هواري سويسي، مرجع سابق؛ ص: 110

بعد جمع البيانات والمعلومات المستخلصة من خطوات التحليل والتشخيص في المرحلة السابقة، يقوم المحلل بدراستها وتصنيفها وتحليلها لترجمتها في شكل قيمة للورقة المالية المستهدفة. بواسطة آلية التقييم، وتعد عملية التصنيف والتحليل مكملة لعمليات التحليل في المرحلة السابقة، ولا تأخذ جهداً ووقتاً كبيراً، لأن عملية التحليل في المرحلة السابقة قد فصلت ومست كل جوانب الاستثمار، وقدمت في مرحلة تحليل الشركة مدخلات تفيد مباشرة في التقييم. وقد تطرقنا لعملية التقييم في المبحث الأخير من الفصل السابق.

المطلب الثالث: مميزات التحليل الفني والانتقادات الموجهة إليه

من خلال هذا المطلب سنتطرق لمميزات التحليل الفني، والانتقادات الموجهة إليه من قبل رواد التحليل الأساسي، ثم نستعرض أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني.

الفرع الأول: مميزات التحليل الفني

إن متبعي ومؤيدي التحليل الفني يرون فيه العديد من المزايا نذكر منها:

أولاً: السهولة والسرعة فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها على أي عدد من الأسهم مسألة سهلة وبسيطة¹.

ثانياً: توفير في الوقت والجهد لأنها تعتمد على معلومات مشتقة من السوق المالية نفسها.

ثالثاً: المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني متاحة يومياً وبانتظام عبر تقارير السوق والصحف اليومية.

رابعاً: تتصف القاعدة الفنية بشمولية التطبيق آلياً على أي عدد من الأسهم².

خامساً: الميزة الرئيسية للتحليل الفني هي أنها لا تعتمد بصورة كبيرة البيانات المحاسبية المالية عكس التحليل الأساسي وذلك لوجود مشاكل تواجه تلك البيانات المحاسبية أهمها³:

- أنها لا تحتوي على قدر كبير من المعلومات التي يحتاجها محللو الأوراق المالية مثل: تفاصيل المبيعات والمصروفات حسب خطوط الإنتاج أو العملاء والمناطق الجغرافية.
- يحتمل اختلاف الطرق والسياسات المحاسبية المستعملة عند إعداد القوائم المالية في الشركات، والتي تؤدي إلى نتائج وقيم كثيرة مختلفة، ونتيجة لهذا فإن المستثمر سيواجه متاعب في مقارنة بيانات الشركة.
- هناك العديد من العوامل النفسية والمتغيرات غير الكمية التي لا تظهر في البيانات المالية مثل ولاء العملاء، الموقف العام للمستثمر تجاه صناعة معينة

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 191

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 223.

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 156

- عدم توفرها بالوقت المناسب وبالنوعية المطلوبة.

سادسا: يعتبر منهج التحليل الفني واضحا وبسيطا نسبيا إذا ما تمت مقارنة بالطرق الأخرى في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم. بالأخص إذا ما تمت مقارنته بمنهج التحليل الأساسي¹.

الفرع الثاني: عيوب التحليل الفني

رغم تعدد مزايا التحليل الفني، إلا أنه لا يخلو من العيوب التي تشكك في قيمته:

أولا: نادرا ما يحقق المستثمر الذي يتبع قواعد التحليل الفني عوائد غير طبيعية على استثماراته².

ثانيا: إن نماذج الأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معين وأسعار الأسهم قد لا تتكرر، ونتيجة لذلك فإن الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق التالية، وقد دفع هذا الأمر العديد من المحللين الفنيين لإتباع أكثر من قاعدة تعامل تؤدي إلى اتفاق بينها حتى يستطيع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي³.

ثالثا: إن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية، يمكن أن يصل إلى نتائج أفضل، ذلك لأنه يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت الملائم. أما التحليل الفني فإنه ينتظر وقوع الأحداث، ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.

رابعا: إن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها، فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب وذات البيانات، فسوف يتوصلون إلى ذات القرار، ولو أن القرار كان شراء سهم منشأة بسبب توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل، فسوف تتدفق الأوامر لشراء ذلك السهم مما ينجم عنه ارتفاع السعر، وهذا أمر طبيعي، بعبارة أخرى أن الارتفاع في السعر أحدثه في الأساس سلوك أولئك الذين يؤمنون ويستخدمون التحليل الفني، وليس أي شيء آخر⁴.

خامسا: لا يمكن للمعطيات التاريخية أن تستعمل في التنبؤ بالأحداث المستقبلية وهي من أكثر الانتقادات الموجهة للتحليل الفني شيوعا، على الرغم من أن المدخل الوحيد من أجل وضع صورة واضحة عن المستقبل هو التنبؤ، وهذا لن يكون ممكنا إلا إذا استعملت المعطيات التاريخية.

¹ عماد الدين شرايبي، مرجع سابق؛ ص: 78

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق؛ ص: 223

³ طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، مرجع سابق؛ ص: 127

⁴ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص: 192

سادسا: يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، وذلك رغم الاعتماد على البيانات والجدول في إجراء التحليلات لأن الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتحليل وتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية¹.

سابعا: لا يمكن للتحليل الفني المساعدة في اتخاذ أي قرار استثماري عند دخول مؤسسة جديدة إلى السوق، ويعود ذلك لعدم وجود أي بيانات تاريخية لسعر السهم، يركز عليها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، ما يضيع فرصة تحقيق عوائد جيدة في مدة زمنية قصيرة نسبيا².

ثامنا: لرسم واحد قراءات مختلفة فبالرغم من وجود قواعد عامة للتحليل الفني إلا أنه في كثير من الأحيان لو أعطيت نفس الرسم (الشارات) لاثنتين من المحللين الفنيين فقد يقرأ كل منهما الشارات بطريقة مختلفة، ويرسم سيناريو مختلف، كلاهما سوف يدعم قراءته بنقاط دعم ومقاومة منطقية، ونقاط اختراق وانكسار كافية³.

الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

الجدول التالي يلخص أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي حسب المعيار المعتمد عليه في المقارنة.

الجدول (03-01): أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
الهدف	. تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛ . تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر .	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	. أن سوق رأس المال كفاء. . يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار .	. تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛ . العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي؛ . أن السوق أفضل متبني لنفسه؛ . أن سوق رأس المال غير كفاء؛

¹ سمية بلجبلية، مرجع سابق؛ ص ص: 126-127

² عماد الدين شرابي، مرجع سابق؛ ص: 82

³ تهاض خضر أبو الطيف، مرجع سابق؛ ص: 45

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل.	<ul style="list-style-type: none"> عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية؛ عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات. 	<ul style="list-style-type: none"> عوامل السوق نفسه مثل: أسعار الأوراق المالية؛ حجم التداول؛ عدد الصفقات وحجمها؛ سلوك المستثمرين؛ عمليات البيع على المكشوف؛ التوقيت الزمني؛ اتساع السوق؛ الجو النفسي.
أدوات التحليل الرئيسية.	<ul style="list-style-type: none"> المؤشرات الاقتصادية العامة: دورة حياة الصناعة؛ التنبؤ بحالات النمو؛ تحليل ظروف المنافسة؛ تحليل التطورات التكنولوجية؛ القوائم المالية المقارنة؛ تحليل السلاسل الزمنية؛ التحليل الرأسي للقوائم المالية؛ تحليل النسب؛ التحليلات الخاصة. 	<ul style="list-style-type: none"> مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية)؛ مؤشرات تدفقات الأموال؛ مؤشرات هيكل السوق.
حدود استخدامها	<ul style="list-style-type: none"> تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني؛ توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تحدها الشركة؛ صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني. 	<ul style="list-style-type: none"> كثرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب؛ يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ؛ تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب والظروف البيئية المتغيرة.

المصدر: طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق؛ ص ص: 304-305

خلاصة الفصل الثالث:

- تتأول هذا الفصل الإطار النظري للتحليل الفني تعريف، فرضيات، أدوات، مميزات و عيوبه والفرق بينه وبين التحليل الأساسي، ومن خلال العرض تمكنا من استخلاص النتائج التالية:
- يعرف التحليل الفني بأنه عملية رصد معطيات الماضي للسوق (الأسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق الفنية...)، وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلا وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء أو البيع.
 - يتمثل دور التحليل الفني في تحديد توقيت اتخاذ القرار الاستثماري من خلال التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للأسعار بناء على معطيات الماضي.
 - أن لكل مؤشر من مؤشرات التحليل الفني ما يميزه عن الآخر، لذلك يتوجب على المستثمر أن يختار مؤشرات في ضوء ما هو متاح من معلومات، وأن يعمل على إتباع أكثر من مؤشر فني لتأكيد الاتجاه والإشارات المتولدة.
 - يختلف التحليل الفني عن التحليل الأساسي في كونه يعتمد على الأسعار الماضية للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، عكس التحليل الأساسي الذي يقوم بتحليل ظروف الاقتصاد والقطاع والمنشأة التي يتتبع إليها السهم لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

الفصل الرابع:

اختبار مؤشرات التحليل الفني

على الأسهم في الأسواق المالية

العربية محل الدراسة

تمهيد:

تماشياً مع موضوع البحث و للإجابة على الإشكالية المطروحة، سنخصص هذا الفصل لاختبار قدرة التحليل الفني على التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم وبالتالي قدرته على تحديد التوقيت الملائم للشراء أو البيع في سوق الأسهم ، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

لذلك سنحاول دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية ، ألا وهي سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودي، سوق فلسطين للأوراق المالية سنة 2014.

و كمحاولة لإسقاط ما تم تناوله في الجانب النظري، سنقوم باستخدام أكثر من مؤشر للتحليل الفني حيث سنعتمد في مرحلة أولى على مجموعة من المؤشرات المتعارف على استخدامها في الأدبيات الاقتصادية في التحليل الفني، من بين هذه المؤشرات نذكر، مؤشر القوة النسبي، ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة. وللتعمق أكثر، ولكي تكون الدراسة أكثر دقة سنحاول تطبيق ودراسة المؤشرين معا خلال فترة الدراسة.

ولهذا تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: نبذة عن الأسواق المالية محل الدراسة.

المبحث الثاني: مؤشر السوق.

المبحث الثالث: دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

المبحث الأول: نبذة عن الأسواق المالية محل الدراسة

أدى انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى ظهور الأوراق المالية، وقد خلق التعامل بهذه الأوراق وتداولها ما يعرف بسوق الأوراق المالية والتي بدأت في الانتشار في مختلف دول العالم، ومن بين تلك الأسواق التي ظهرت سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودي، وسوق فلسطين للأوراق المالية التي سنتطرق لها بالتفصيل في هذا المبحث.

المطلب الأول: نبذة عن سوق عمان المالي

سنتعرض في هذا المطلب لنشأة السوق المالي بالأردن ثم لهيكله من خلال الإصلاحات التي تم إنجازها، وأخيراً لأهداف بورصة عمان.

الفرع الأول: إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية¹

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجاير الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation IFC) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما

¹ تاريخ التصفح 20/06/2014، <http://www.ase.com.jo/ar>

باشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978 وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission SEC، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية Stock Exchange.

الفرع الثاني: الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني

تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شاملة لسوق رأس المال تقوم على أساس البناء على ما تم إنجازه خلال العشرين سنة الماضية، وذلك تعزيزاً لنمو القطاع الأهلي وتوسيع وتنويع قاعدة الاقتصاد الأردني وسعيًا للارتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية. وتتمثل أهم ملامح التوجه الجديد في إحداث تغييرات مؤسسية في سوق رأس المال واستخدام أنظمة التداول والتسوية والتفاصيل الإلكترونية وإزالة كافة معوقات الاستثمار وتقوية الرقابة على سوق رأس المال وصولاً إلى أعلى مستوى من الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبما يتناسب مع التوجه نحو العولمة والانفتاح على العالم الخارجي¹.

وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني، حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية. ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي والذي سيترك للقطاع الأهلي حيث تتولى هيئة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان / سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية الدور التنفيذي. وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة لتحل محل سوق عمان المالي وهي: هيئة الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية، بورصة عمان².

أولاً: هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission)

هيئة الأوراق المالية هي هيئة ترتبط برئيس الوزراء مباشرة، كما وأنها تتمتع بالاستقلال المالي والإداري عن دوائر الدولة. والهدف من إنشاء هذه الهيئة هو توفير المناخ المناسب لضمان سلامة التعامل في الأوراق

¹ خيرة الداوي، مرجع سابق؛ ص: 138.

² تاريخ التصفح 20/06/2014، <http://www.ase.com.jo/ar>

المالية وتنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال بالإضافة إلى حماية المستثمرين في السوق من الغش والخداع. وللهيئة مجلس يسمى مجلس المفوضية والذي يتكون من خمسة أعضاء طبيعيين متفرغين ومتخصصين (ومن بينهم الرئيس ونائب الرئيس)¹.

والمهمة الأساسية لهذه الهيئة تنظيم ومراقبة كل ما يتعلق بالأوراق المالية وسوقها في المملكة الأردنية، وإدراجها وتداولها وتسوية أثمانها، واعتماد أنواع الأوراق المالية المقبولة للتداول، والتحقيق في أي مخالفات لأحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، والإشراف والرقابة على البورصة وعلى مركز إيداع الأوراق المالية، وشركات الخدمات المالية، والشركات المساهمة العامة المسجلة في السوق وصناديق الاستثمار².

ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center)³

وهو مركز لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية في البورصة، وتسوية أثمان تلك الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين، ويكون هو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بموازنة هذا العمل، ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وله بهذه الصفة القيام بجميع التصرفات القانونية بما في ذلك إبرام العقود وتملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها، وأن ينبى عنه في الإجراءات القضائية احد المحامين ويهدف المركز إلى الحفاظ الأمين لملكية الأوراق المالية المدرجة في البورصة، ولا يهدف المركز إلى الربح ولا يخضع لقانون الشركات، ولا يجوز له القيام بالأعمال التجارية أو أن يكون له نفع خاص في أي مشروع أو أن يقتني أو يمتلك أي أوراق مالية.

ويتم تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين، بموجب قيود تدون في سجلات المركز، وتعد القيود المدونة في سجلات المركز وحساباته سواء أكانت مدونة يدوياً أو إلكترونياً وأي وثائق صادرة عنه دليلاً قانونياً على ملكية الأوراق المالية المبينة فيها، وعلى تسجيل ونقل ملكية تلك الأوراق، وعلى تسوية أثمانها بين الوسطاء الماليين، وذلك بتاريخ تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك.

ثالثاً: إنشاء بورصة عمان (Amman Stock Exchange)

تولت بورصة عمان اعتباراً من 1999/3/11 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية

¹ خربوش حسني علي ، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سابق؛ ص:202.

² صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات لأوراق المالية (دار الوسام، لبنان، 1998)؛ ص:66.

³ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية (دار وائل، الأردن، 2008)؛ ص: 129-130.

الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997. ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة.

لقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية لعام 1997 المالية في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية. ويمكن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد شكّلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص¹.

فبورصة عمان مؤسسة خاصة، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية ولا تخضع لقانون الشركات وتضم الوسطاء الماليين كأعضاء في الهيئة العمة ويديرها مجلس إدارة يتكون من سبعة أعضاء ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية -كوسطاء ماليين- وعضويين يمثلان البنوك التي تمارس شركات الخدمات المالية والوساطة المملوكة من قبل البنوك أو التابعة لها. وأخيراً عضوين تعينهما هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية والمالية².

الفرع الثالث: أهداف بورصة عمان: تعمل بورصة عمان على تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في³:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة.
- تطوير عمليات وأساليب تداول الأوراق المالية في البورصة.
- تطبيق أحدث المعايير العالمية.
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- الشفافية والمصدقية في تعاملات البورصة

المطلب الثاني: نبذة عن سوق الأسهم السعودية

سنتناول من خلال هذا المطلب نشأة سوق الأسهم السعودي، صفته النظامية، وأهدافه.

¹ تاريخ التصفح 20/06/2014، <http://www.ase.com.jo/ar>

² معروف هوشيار، مرجع سابق؛ ص ص: 303-304.

³ تاريخ التصفح 20/11/2014، <http://www.ase.com.jo/ar>

الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي:

كانت نواة سوق الأسهم السعودية هي أوائل الشركات المساهمة والتي كانت محدودة العدد مثل (اسمنت العربية، البنك الأهلي وبنك الرياض) قبل الثمانينات الميلادية من القرن العشرين والبنوك الأجنبية في ذلك الوقت مثل البنك الهولندي والتي اشترت فيها الدولة حصص فتغيرت مسمياتها إلى البنك السعودي الهولندي... وكانت التعاملات في الأسهم بيعا وشراء محدودة لقلة الشركات المساهمة وهذه التعاملات لا تخضع لأي رقابة أو إشراف حكومي وكان البيع والشراء يتم عن طريق العرض والطلب بين البائع والمشتري واتفقهم على السعر مباشرة أو بواسطة مكاتب العقار إما نقل ملكية الأسهم فتتم عن طريق إدارة شؤون المساهمين في الشركة أو كتابة مبايعه تصدق من أحد البنوك أو الغرفة التجارية. وفي أوائل الثمانينات الميلادية زاد عدد الشركات المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام وبالتالي أصبح الإشراف الحكومي على عمليات البيع والشراء ضروري.¹

فباشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق.

وقد ارتأت المملكة العربية السعودية الأخذ بنظام التداول الإلكتروني المتطور عام 1990 بعيدا عن قاعات التداول التقليدية². ومع زيادة الإقبال ونمو العمليات وأحجامها تطلب ذلك قيام (تداول) بإجراء العديد من عمليات التطوير للبرامج والأنظمة لزيادة القدرات الاستيعابية للأنظمة، ومقابلة النمو المتزايد في أعداد العمليات اليومية التي فاقت 800 ألف صفقة.

واستجابة لتطلعات السوق المالية السعودية والتوسع الكبير المتوقع في سوق المال السعودي على المدى الطويل، قامت تداول في عام 2006م بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة (OMX) السويدية، الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم.

تتكون أنظمة تداول الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من صفقات، تسويات ونقاص، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي. كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة كتصنيف الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيداً لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقة التي يتطلب إنجازها سرعة فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء.

¹ تاريخ التصفح 2014/11/20 <http://ar.wikipedia.org/wiki>

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم، سندات، أوراق مالية (دار الحامد، الأردن، 2006)؛ ص: 206

ترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال وصيانة جميع أوامر البيع والشراء، كذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آني ومباشر، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، على أن يتم نقل كافة الصفقات اليومية التي يتم تنفيذها مباشرة إلى الأنظمة الخاصة بالتسويات والتفاصيل لدى مركز الإيداع لاستكمال عمليات المناقشات بين المحافظ الاستثمارية الخاصة بالمستثمرين، وإكمال إجراءات التقاص المالي بين الوسطاء.

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 2 / 6 / 1424 هـ الموافق 31 / 7 / 2003 م بموجب " نظام السوق المالية " الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م / 30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق¹.

الفرع الثاني: الصفة النظامية لسوق الأسهم السعودي:

تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 29 صفر 1428 الموافق 19 مارس 2007 برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم " شركة السوق المالية السعودية (تداول)". يبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال، مقسماً إلى 120 مليون سهم مملوكة بالكامل لصندوق الاستثمارات العامة. وكما ينص النظام الأساسي للشركة يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة. ويقع المركز الرئيسي لها في مدينة الرياض بالمملكة العربية السعودية، وتشمل أغراضها توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها. ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقاً لنظام السوق المالية².

أولاً: هيئة السوق المالية:

هي هيئة ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتكون لها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها وتتمتع بالإعفاءات والتسهيلات التي تتمتع بها المؤسسات العامة، وهي الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق نظام السوق المالية، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بما يأتي³:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

¹ تاريخ التصفح 2014/11/20 <http://www.tadawul.com.sa>

² تاريخ التصفح 2014/01/21 <http://www.tadawul.com.sa>

³ ماجد محمد قاروب، دور صناع السوق، على الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/000.pdf> ، تاريخ

التصفح: 2015/01/21.

- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على إحتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها ، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.

ثانياً: مجلس الإدارة¹:

يدير الشركة مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، ويختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس، وتكون العضوية على النحو الآتي:

1. ممثل لوزارة المالية.
2. ممثل لوزارة التجارة والصناعة.
3. ممثل لمؤسسة النقد العربي السعودي.
4. أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها.
5. عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية.

تكون مدة عضوية مجلس إدارة الشركة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة أو أكثر، ومن مسؤوليات مجلس الإدارة ما يلي:

1. يقترح مجلس إدارة الشركة اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لعمل السوق المالية السعودية ، بما في ذلك الأمور الآتية:

- شروط إدراج وتداول الأوراق المالية.
- الحد الأدنى لرؤوس أموال شركات الوساطة ، والضمانات المالية المطلوبة منها أو من موظفيها.

¹ تاريخ التصفح 2015/01/28 <http://www.tadawul.com.sa>

- النشر الفوري المنتظم للمعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية السعودية، وكذلك التزامات مصدري الأوراق المالية، والمساهمين، والأعضاء، بالإفصاح للسوق عن المعلومات التي تعتقد الشركة أنها ضرورية.
- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء السوق المالية السعودية وموظفيهم، وأعضاء مجلس الإدارة، والمدير التنفيذي للسوق المالية السعودية، وموظفيها. وتشمل الإجراءات والعقوبات التأديبية بحق من يخالف هذه المعايير أو أي شرط أو متطلب آخر تنص عليه اللوائح والتعليمات.
- تسوية المنازعات بين أعضاء السوق المالية السعودية وبين الأعضاء وعملائهم.
- شروط عضوية السوق المالية السعودية ومتطلباتها، والضوابط والإجراءات المناسبة التي تسمح لشركات الوساطة المرخص لها بتنفيذ صفقاتهم في السوق .
- تحديد المقابل والعمولات التي يتقاضاها الوسطاء لقاء الخدمات التي يقدمونها.
- أي قواعد وتعليمات أخرى ترى الشركة ضرورتها لحماية المستثمرين، من حيث توفير العدالة والكفاية الوضوح في كل ما يتعلق بشؤون السوق المالية السعودية.

2. ترفع الشركة إلى هيئة السوق المالية لوائح عملها وقواعدها وتعليماتها وتعديلاتها ليقرها مجلس هيئة السوق المالية.

رابعاً: مراقب الحسابات¹:

يكون للشركة مراقب حسابات أو أكثر من بين المراقبين المصرح لهم بالعمل في المملكة ، تعينه الجمعية العامة سنوياً وتحدد مكافآته ، ويجوز لها إعادة تعيينه.

لمراقب الحسابات في كل وقت حق الاطلاع على دفاتر الشركة وسجلاتها وغير ذلك من الوثائق، وله أن يطلب البيانات والإيضاحات التي يرى ضرورة الحصول عليها ، وله أيضاً أن يتحقق من موجودات الشركة والتزاماتها.

وعلى مراقب الحسابات أن يقدم إلى الجمعية العامة السنوية تقريراً يضمنه موقف الشركة من تمكينه من الحصول على البيانات والإيضاحات التي طلبها، وما يكون قد كشفه من مخالفات لأحكام نظام الشركات أو نظام السوق المالية أو أحكام هذا النظام، ورأيه في مدى مطابقة حسابات الشركة للواقع. وترسل نسخة من تقرير مراقب الحسابات إلى مجلس هيئة السوق المالية.

¹ تاريخ التصفح 2015/01/28 ، <http://www.tadawul.com.sa>

الفرع الثالث: أهداف سوق الأسهم السعودي : يعمل سوق الأسهم السعودي على تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في¹:

أولاً: إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية:

1. إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية
2. ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق
3. دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين
4. تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائنا (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم)
5. تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية

ثانياً: تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية

1. توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم
2. تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية
3. تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق
4. تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق
5. تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهمتها

المطلب الثالث: نبذة عن سوق فلسطين الأوراق المالية

سنتطرق بهذا المطلب إلى نشأة سوق فلسطين للأوراق المالية وهيكله، وأهدافه.

الفرع الأول: نشأة وهيكل سوق فلسطين للأوراق المالية:

بعد إنشاء السلطة الوطنية الفلسطينية وبعد انطلاق عدد من الشركات المساهمة العامة الكبيرة إلى حيز الوجود، وعلى ضوء الدراسات التي تم إعدادها، فقد تم في العام 1995 تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية والتي كانت شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو) ومؤسسة صامد من المستثمرين الرئيسيين فيها وما إن تم الحصول على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية على إنشاء السوق حتى بدأت الجهود تنصب لإنشاء سوق كفؤة تعتمد أحدث أنظمة التداول والإيداع الإلكتروني التي تم شراؤها من كندا

¹ تاريخ التصفح 2014/12/29 <http://www.tadawul.com.sa>

الفصل الرابع: اختبار مؤشرات التحليل الفني على الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

لتكون أول سوق رأس مال عربية تنفذ جميع عمليات التداول والتسوية إلكترونياً. ومع حلول شهر أغسطس من العام 1996، أصبحت السوق جاهزة للعمل حيث تم في السابع من شهر نوفمبر من نفس العام توقيع اتفاقية تشغيل مع وزارة المالية الفلسطينية. وفي الثامن عشر من شهر فبراير عام 1997 عقدت أول جلسة تداول في تاريخ السوق¹.

وفي مطلع شباط من العام 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوباً مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي أيلول 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعاراً لها. وتعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن. وتعمل البورصة في الأيام والأوقات التالية²:

- يتم التداول في البورصة يومياً من الأحد - الخميس من كل أسبوع.
- لا يتم التداول في أيام العطل الأسبوعية (الجمعة والسبت) وفي الأعياد الرسمية.
- تلغى جلسة التداول المقررة إذا كانت نسبة الشركات الأعضاء غير القادرة فنياً على التداول (35%) أو أكثر من مجموع الشركات الأعضاء العاملة.
- يتم التداول من الساعة 09:45 - 13:30.

وتعتمد بورصة فلسطين منذ انطلاقتها على أنظمة التداول والإيداع والتسوية الإلكترونية، حيث تعتبر البورصة الأولى في المنطقة التي اعتمدت أتمتة جميع عملياتها المتعلقة بالتداول والإيداع والتسوية، وتعتمد البورصة حالياً نظام "Horizon" المزود من قبل شركة "OMX" كنظام تداول لها، كما تعتمد نظام "SMARTS" كنظام رقابة على التداول. و من ميزات نظام التداول الإلكتروني³:

1. تنفيذ الأوامر حسب الأولويات دون أي تحيز، حيث ترتب الأولويات كما يلي:

- السعر
- الوقت

2. التداول عند بعد من خلال شركات الأوراق المالية الأعضاء وفروعها.

3. التداول بأكثر من عملة، حالياً يتم التداول بالدينار الأردني والدولار الأمريكي.

¹ خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة، 2006؛ ص ص: 52-53.

² تاريخ التصفح 2015/01/28، <http://www.pex.ps>

³ تاريخ التصفح 2015/01/30، <http://www.pex.ps>

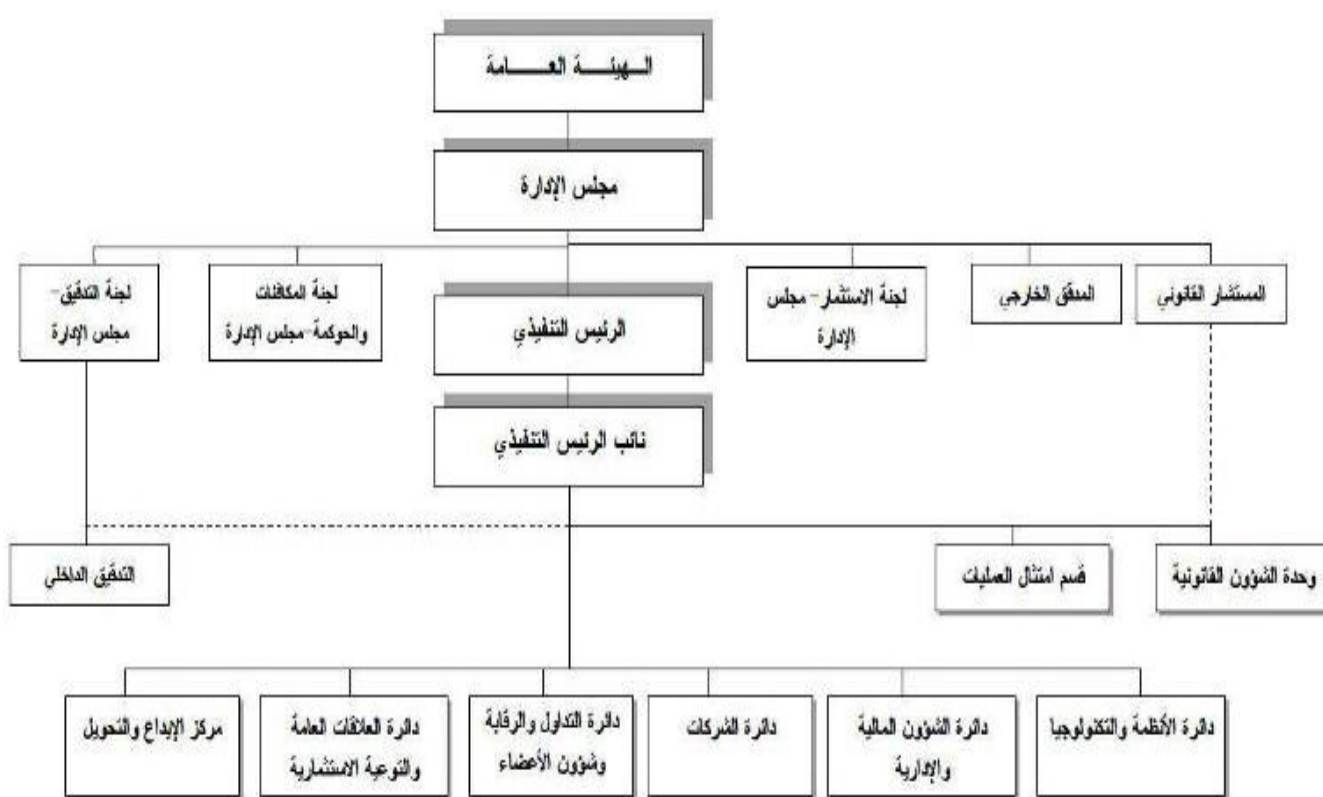
الفصل الرابع: اختبار مؤشرات التحليل الفني على الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

4. البيانات يتم الاحتفاظ بها إلكترونياً بحيث يمكن الرجوع لأي تاريخ سابق ومعرفة جميع الحركات التي تمت في ذلك التاريخ.

5. الربط مباشرة مع نظام الإيداع والتحويل (جميع الصفقات يتم عكسها مباشرة على حسابات المستثمرين، ويتم التأكد من توفر رصيد أسهم قبل إدخال أي أمر بيع، والتأكد من عدم تجاوز نسب الملكية في الشركات).

ويمثل الشكل التالي هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية:

الشكل (01-04): هيكل سوق فلسطين للأوراق المالية



المصدر: تاريخ التصفح <http://www.pex.ps> 2015/01/28

الفرع الثاني: أهداف بورصة فلسطين:

تعمل بورصة فلسطين على تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في¹:

¹ <http://www.pex.ps>، تاريخ التصفح 2015/01/28

- توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية و الإقليمية والدولية.
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

المبحث الثاني: مؤشر السوق

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق بمختلف قطاعاته، حيث يبين الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية محاولاً عكس الحالة الاقتصادية للدولة، وسنتعرض من خلال هذا المبحث للمقصود بمؤشر السوق وإعطاء لمحة عن مؤشر سوق عمان المالي، مؤشر سوق الأهم السعودية، ومؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية.

المطلب الأول: تعريف مؤشر السوق

تناولنا فيما سبق مفهوم المؤشرات وكيفية بنائها واحتسابها، ومن خلال هذا المطلب سنقتصر على إعطاء فكرة عن مؤشر السوق، أو ما يعرف بالمؤشر العام للسوق.

تهتم المؤشرات العامة بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة¹.

المطلب الثاني: مؤشر سوق عمان المالي " المؤشر العام لسوق عمان "

سنتطرق في هذا المطلب لنشأة المؤشر العام لسوق عمان، وطرق احتسابه.

الفرع الأول: نشأة المؤشر العام لسوق عمان

بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة²، وفي عام 1992 قام سوق عمان المالي بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بمراجعة مؤشر أسعار الأسهم وتعديله بهدف الوصول إلى رقم قياسي لأسعار الأسهم يكون أكثر تمثيلاً لحركة أسعار الأسهم في السوق اخذين بعين الاعتبار التطورات الجديدة التي طرأت على الشركات المدرجة على لوائح السوق³.

حيث بدأ سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية، ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة

¹ حسين قبلان، مرجع سابق؛ ص: 94.

² تاريخ التصفح 2015/01/28، <http://www.ase.com.jo/ar>

³ خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم-تحليل استراتيجية) (دار المسيرة، الأردن، 1999)؛ ص: 130.

بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها. فقد تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد اند بورز S&P والـ FTSE Group وشركتي داوجونز وستوكس Dow Jones Indexes and STOXX.

وقد تم تطبيق معايير شركة داوجونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها. ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان فيما يتم استثناء الشركات التي تمثل بمجموعها اقل من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها على 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع. ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد. ويحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر. كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999¹.

ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة. إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته. ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة الى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات².

يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد اثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط³.

¹ فاروق رفيق التهنومي، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية(دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007)، على الموقع: doc-بحث-فاروق-التهنومي/9084/media/http://www.kantakji.com/، تاريخ النصف: 2015/01/28.

² سليم جابو، مرجع سابق؛ ص: 138.

³ تاريخ النصف 2015/01/28، http://www.ase.com.jo/ar/

الفرع الثاني: طريقة حساب المؤشر العام لسوق عمان¹

تقوم بورصة عمان باحتساب رقم قياسي مرجح بالأسهم الحرة؛ بحيث يتم احتساب القيمة السوقية لكل شركة عن طريق العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروباً بآخر سعر إغلاق سهم الشركة مضروباً في رقم يسمى بالمعامل. وهذا المعامل هو عبارة عن نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحة منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون (5%) فأكثر وملكيات الحكومات، ومن ثم ضربها بمعامل الوزن المعدل والذي يعتمد على وزن الشركة من عينة الرقم القياسي قبل وبعد تحديد وزن 10% للشركات التي يزيد وزنها عنها.

ويتم تغيير هذا المعامل بناءً على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعدل قيمة هذا المعامل بناءً على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة.

ومما يذكر أيضاً بأنه يتم تعديل قيمة المعامل لأي شركة يزيد وزنها عن (10%) من القيمة السوقية لشركات المؤشر، بحيث يتم تخفيض قيمته للمحافظة على نسبة (10%)، حيث تقوم منهجية احتساب الرقم القياسي على أساس عدم تجاوز وزن أي شركة بالعينة عن (10%) من القيمة السوقية للمؤشر.

ومن مميزات الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للشركات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكونات عينة الرقم القياسي من خلال إعطاء فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته. كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.

ويستند احتساب هذا الرقم على الترتيب بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة.

يتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي العام: Index t

$$\text{Index}_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti})}{D_t}$$

حيث:

P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة i في الزمن اليوم t

¹http://www.ase.com.jo/ar2015/01/28 تاريخ التصفح

Sti :	i عدد الأسهم المدرجة للشركة	t كما هي في الزمن اليوم
Fti :	i المعامل للشركة	t كما هي في الزمن اليوم
Dt :	Divisor	مقام الرقم القياسي في الزمن اليوم

وهذا المعامل F هو عبارة عن رقم أكبر من صفر وأقل من واحد ويتم احتسابه بناءً على نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يمتلكون (5%) فأكثر وملكيات الحكومات. ويتم تغيير هذا المعامل في كل ربع بناءً على المراجعة التي تقوم بها البورصة لعينة الرقم القياسي وتعدل قيمة هذا المعامل بناءً على الأسهم الحرة للشركة في وقت عمل المراجعة.

المطلب الثالث: مؤشر سوق الأسهم السعودية "مؤشر TASI"

يعتبر المؤشر العام للأسهم السعودية من المؤشرات الفنية الوزنية أو الموزونة، أي التي تأخذ وزن كل شركة في الحساب عند احتساب قيمة المؤشر، وطريقة حسابه بسيطة للغاية، حيث يتم أولاً اختيار رقم عشوائي يكون هو أول سعر للمؤشر، وكان هذا الرقم 100 نقطة للسوق السعودي عندما انطلق في عام 1985، وتغير بعد ذلك إلى 1000 نقطة عام 1999.¹

والمعادلة أدناه توضح آلية حساب المؤشر العام ومؤشرات القطاعات²:

$$\text{المؤشر} = \left(\text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم} / \text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق} \right) \times \text{قيمة المؤشر لليوم السابق} .$$

حيث :

مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة = القيمة السوقية للشركة "أ" + القيمة السوقية للشركة "ب" + وهكذا لجميع الشركات المشمولة في المؤشر .

القيمة السوقية للشركة "أ" = (سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة "أ" × عدد الأسهم الحرة للشركة "أ")

- سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 15,000 ريال

- الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول³.

¹ فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية (فهد عبد الله الحويمان، الرياض، ط2، 2006)؛ ص:488.

² تاريخ التصفح 2015/01/28، <http://www.tadawul.com.sa>

³ الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول، حيث يستبعد من حساب المؤشر الأسهم المملوكة من قبل الأطراف التالية :
(1) الحكومة أو مؤسساتها .

(2) الشريك الأجنبي إذا كان محظورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافيه.

تقوم تداول بصيانة المؤشرات بنهاية كل ربع سنة لمواكبة المستجدات أدناه¹ :

- التغييرات التي تطرأ على عدد الأسهم الحرة .
- إضافة الشركات الجديدة المدرجة في المؤشر والتي أكملت 20 يوم تداول في السوق .
- استبعاد الشركات المعقدة من التداول.

المطلب الرابع: مؤشر سوق فلسطين للأوراق المالية " مؤشر القدس " ²

اعتمدت بورصة فلسطين في تموز من عام 1997 رقماً لقياس مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام لها عرف باسم " مؤشر القدس"، وتم في حينه اختيار عينة مكونة من عشر شركات مدرجة موزعة على جميع القطاعات الاقتصادية المعرفة بالبورصة، وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة تداول 1997/07/07 كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة، علماً بأن العددي من الأسواق والبورصات العربية اعتمدت الرقم 1000 كرقم أساس.

ومع تنامي عدد الشركات المدرجة في العام 2006 ، قامت البورصة مع بداية العام 2007 برفع عدد الشركات الداخلة في احتساب مؤشر القدس من 10 شركات إلى 12 شركة تمثل جميع قطاعات العمل في البورصة، لتعكس العينة العدد المتنامي في الشركات المدرجة والتوزيع العادل للشركات داخل العينة. كما شهد العام 2011 تنامياً غير مسبوق في عدد الشركات المدرجة يستدعي رفع عدد شركات العينة إلى نسبة لا تقل عن 30 % من عدد الشركات المدرجة كافة.

يحتسب مؤشر القدس رياضياً على أساس حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم الداخلة في عينة المؤشر في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة كنسبة مئوية، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية، وحسب هذه الطريقة فإن المؤشر يتأثر بحركة الأسعار للشركات الداخلة في احتسابه دون أن يكون هناك أي أثر لحجم التداول عليه.

تقوم البورصة في نهاية كل عام بإعادة تقييم عينة الشركات الداخلة في احتساب مؤشر القدس من حيث:

- عدد الشركات الداخلة في احتساب المؤشر (إن لزم تعديلها).
- تعديل الشركات الداخلة في العينة (إضافة شركات جديدة، استبقاء شركات موجودة في العينة قبل تعديلها، واستبعاد شركات موجودة في العينة قبل تعديلها).

وتتم عملية اختيار عينة المؤشر اعتماداً على المحددات التالية، مع أهمية الترتيب لهذه المحددات:

(3)الشريك المؤسس خلال فترة الحظر .

(4)من يملك 10% أو أكثر من أسهم الشركة.

¹ تاريخ التصفح 2015/01/28 <http://www.tadawul.com.sa>

² تاريخ التصفح 2015/01/28 <http://www.pex.ps>

- القيمة السوقية للأسهم
- عدد جلسات التداول
- معدل دوران السهم
- عدد الأسهم المتداولة
- قيمة الأسهم المتداولة
- عدد الصفقات

ويراعى أيضاً في عملية الاختيار ما يأتي:

- ترشيح جميع الشركات المدرجة المتداولة التي مضى على تداولها 6 أشهر فأكثر.
 - اختيار الشركات الأنشط تداولاً خلال الفترة الممتدة من 01 كانون الثاني ولغاية آخر يوم عمل في الأسبوع الثاني من كانون الأول من العام نفسه أو لغاية 15 كانون الأول أيهما أقرب لنهاية العام.
 - أن تمثل العينة أعلى قيمة سوقية ممكنة للشركات الداخلة في العينة بحيث لا تقل عن 15 % من القيمة السوقية للشركات المرشحة.
 - أن تمثل العينة جميع قطاعات العمل المعرفة في البورصة ما أمكن ذلك.
- اعتبار عدد أيام التداول للشركة خلال الفترة والقيمة السوقية كأهم عنصرين في اختيار العينة كونهما الأكثر تأثيراً على حركة المؤشر، وذلك لضمان مؤشر يضم شركات ذات سيولة عالية وتمثيل أكثر الشركات تأثيراً في قيمتها السوقية، في حين أن عدد الأسهم المتداولة وقيمتها وعدد الصفقات لا تؤثر على معادلة مؤشر القدس.

المبحث الثالث: دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

يعتمد التحليل الفني على العديد من المؤشرات التي تعكس لنا حركة السهم في السوق، كما تحدد لنا توقيت الدخول والخروج منه واتخاذ القرارات المناسبة، فهي تعمل على تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ القرارات الاستثمارية عن طريق التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلاً، بالإضافة إلى تحديد نوعية القرار الاستثماري إما قرار بالشراء أو قرار بالبيع من خلال الإشارات المتولدة عنها، إذا فهي بذلك تساعد على ترشيد القرار الاستثماري.

وسنقوم في هذا المبحث بإخضاع الأسهم محل الدراسة إلى مؤشرات التحليل الفني الأكثر شيوعاً واستخداماً والمتمثلة في مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة، ونحاول بذلك اتخاذ قرارات الاستثمار بناء على الإشارات المتولدة عن المؤشرات لاستنتاج ما إذا كان التحليل الفني يساعد فعلاً في اتخاذ قرارات الاستثمار السليمة من خلال تحديد توقيت ونوعية الاستثمار.

المطلب الأول: منطلقات الدراسة

سيتم تطبيق مؤشرات التحليل الفني على الأسهم محل الدراسة بناء على مجموعة من المنطلقات نوجزها في الآتي:

- فترة الدراسة: سنة 2014 من 2014/01/01 إلى غاية 2014./12/31
 - عينة الدراسة: (بنك الاتحاد، والبنك الاستثماري) بسوق عمان المالي، (البنك الإسلامي الفلسطيني للتنمية والتمويل، وبنك القدس للتنمية والاستثمار) بسوق فلسطين للأوراق المالية، (بنك الرياض، وبنك الجزيرة) بسوق الأسهم السعودية.
 - الرسم البياني لسعر السهم للأسهم محل الدراسة يتم باستخدام خريطة الأعمدة البيانية.
 - المؤشرات الفنية المستخدمة: مؤشر القوة النسبية، مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة، وسيتم تمثيل كل من منحني السعر والمؤشرين في سلم مختلف لكن على نفس الرسم البياني.
- وسنعمد على برنامج (tickerchart trend) في جلب البيانات اللازمة عن أسهم المنشآت والسوق محل الدراسة، وكذا الاعتماد عليه في رسم الخرائط الفنية، وتمثيل المؤشرات المستخدمة في دراستنا هذه.

التعريف بالبرنامج Teckerchart trend:

يمثل برنامج تكرر تشارت ترند (tickerchart trend) أداة التحليل الفني لأسعار الأسهم في نهاية اليوم (أسعار الإغلاق)، و يركز هذا البرنامج أكثر على الدراسات الفنية، الرسم البياني السريع، سهولة البحث في الأسعار القديمة، وبه خدمة تحديث بيانات الأسعار حيث أن الاشتراك في خدمة تحديث بيانات الأسعار يسمح لنسختك من برنامج تكرر تشارت ترند بتحميل بيانات أسعار الإغلاق عن طريق الإنترنت، و بهذا تكون بيانات الأسعار لديك

دقيقة وحديثة. ويقدم تكثر تشارت ترند حاليا خدمة التحليل الفني لبورصة عمان، سوق الأسهم السعودي - تداول، سوق الكويت للأوراق المالية، سوق دبي المالي، سوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق الدوحة للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق فلسطين للأوراق المالية، و سوق مصر للأوراق المالية. سيتم قريبا إضافة جميع الأسواق المالية في الشرق الأوسط¹. ويتميز البرنامج عن غيره من البرامج بمجموعة من الميزات والمتمثلة في²:

- يحوي على بيانات السوق التاريخية (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر)، أما البيانات الحديثة للسوق فهي متأخرة بفارق زمني محدود من 10-15 دقيقة.
- يحوي جميع ما يحتاجه المحلل الفني من المؤشرات والأدوات الفنية.
- سرعة في تصفح السوق.
- سهولة وسرعة التنقل بين رسومات الشركات في ثوان.
- واجهة استخدام سهلة.
- سهولة صف النوافذ و ترتيبها.

إذا يمكن القول بأن تكثر تشارت ترند هو برنامج تم تصميمه ليتمكن من القيام بعمليات تحليل ومتابعة بيانات أسعار الأسهم بشكل أفضل باستخدام أدوات التحليل الفني، حيث يتم تحميل البرنامج على جهاز الكمبيوتر وربطه بالانترنت وذلك لجلب بيانات السوق التاريخية (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر) من الأسواق المختلفة التي صمم خصيصا لها، ويقوم البرنامج بعرض تلك البيانات على شكل رسوم بيانية (خرائط فنية) حسب اختيار المستثمر إما أعمدة، خط بياني، أو شموع يابانية...؛ كما يحوي البرنامج العديد من المؤشرات الفنية فبمجرد اختيار المؤشر المراد تطبيقه يقوم البرنامج بتمثيل ذلك المؤشر على بيان سعر السهم. وبهذا يسهل على المستثمر البحث عن المعلومات وتمثيلها وتطبيق المؤشرات عليها التي تتطلب الكثير من الوقت وبالتالي تضييع الفرص الاستثمارية المربحة؛ فبمجرد استخدام البرنامج يستطيع المستثمر البدء في تحليل المؤشر الفني واتخاذ القرار المناسب.

المطلب الثاني: تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم المنشآت المختارة من سوق عمان المالي

سنحاول من خلال هذا المطلب تطبيق مؤشر القوة النسبية و مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على كل من بنك الاتحاد والبنك الاستثماري من سوق عمان المالي و تحليل الجمع بين المؤشرين.

¹ تاريخ التصفح 2015/01/28 <https://www.onecard.net>

² تاريخ التصفح 2015/01/28 <http://www.tickerchart.com/m/w>

الفرع الأول: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك الاتحاد(الأردن)

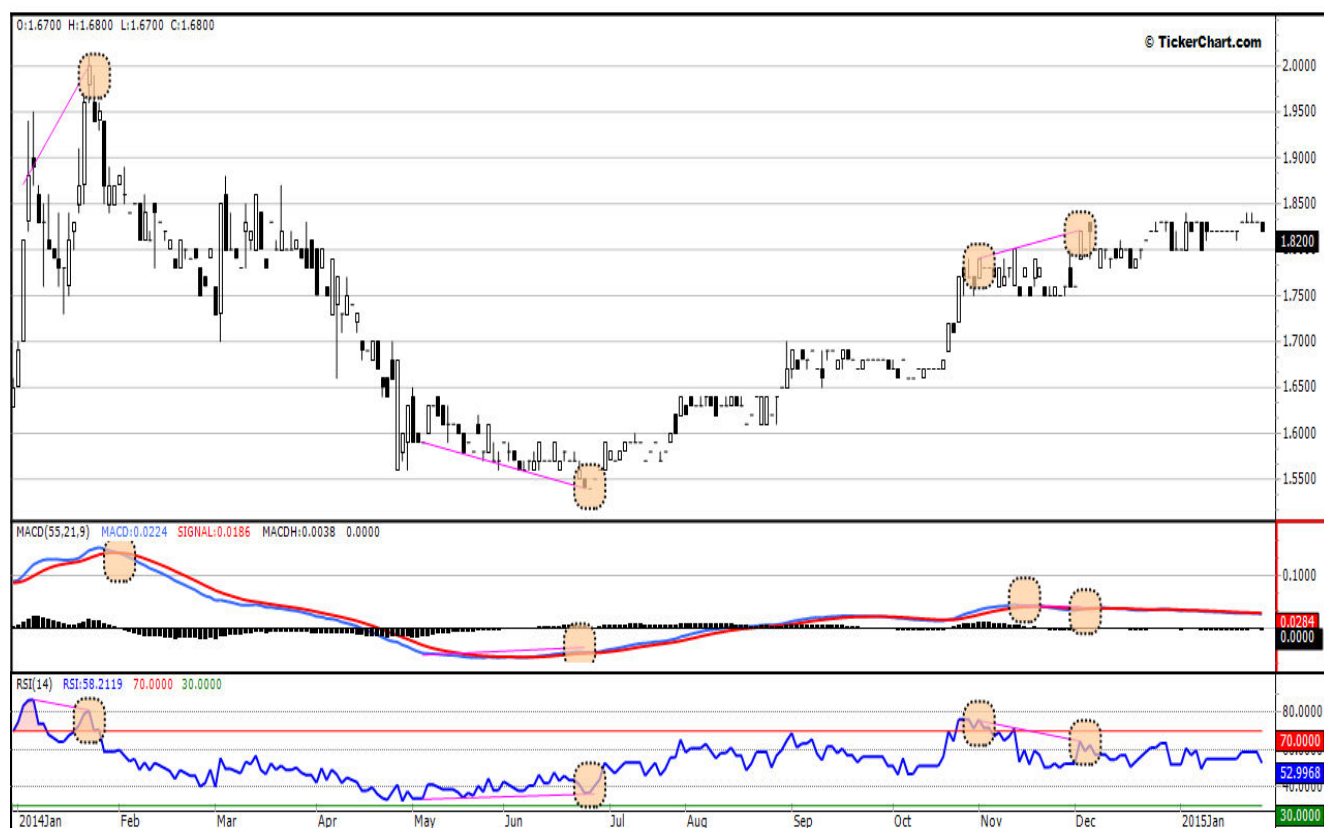
تأسس بنك الاتحاد عام 1978 كشركة مساهمة عامة برأس مال مدفوع قدره 110 مليون دينار أردني، وقاعدة رأس المال تبلغ 270 مليون دينار، كما تصل نسبة كفاية رأس المال الحالية إلى 14.72%. تضم شبكة فروع بنك الاتحاد 37 فرع منتشرة في أنحاء مختلفة من المملكة داخل عمان وخارجها، بالإضافة إلى 55 صرّاف آلي، ويضم وحدة صرافة مركزية، بالإضافة إلى أن البنك شريكاً استراتيجياً بنسبة 10% من رأس مال البنك الوطني في فلسطين مع تمثيله في مجلس الإدارة، كما ويعمل تحت مظلة البنك شركة وساطة مالية تأسست عام 2006، مملوكة بالكامل للبنك. وقد قام بنك الاتحاد بتمويل عدد من المشاريع الحيوية وفي العديد من القطاعات الحيوية والهامة وخاصة قطاعات الكهرباء، الطاقة، الطاقة المتجددة، التعليم العالي، السياحة، تحلية المياه ومعالجتها. كما يقدم مجموعة متنوعة من المنتجات والخدمات التي تخدم عملائه من قطاع الشركات، الشركات الصغيرة والمتوسطة، والقطاعات المستهدفة لإدارة التجزئة، بالإضافة إلى توفير الخدمات المالية لقطاع الخزينة والاستثمار¹.

ويمثل الملحق رقم (01) جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك الاتحاد² (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر، كمية التداول)، والذي سيعتمد عليه في تمثيل بيان سعر السهم والمؤشرات الفنية المطبقة على السهم، كما سنعتمد عليه أيضاً في تحليل الإشارات المتولدة عن تطبيق المؤشرات في سهم بنك الاتحاد.

¹ تاريخ التصفح 2015/01/10، <http://www.bankatihad.com/ar>

² يمكن الحصول على جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك الاتحاد من برنامج تكرتشارت ترند بعد ربطه بالانترنت.

الشكل (02-04): تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك الاتحاد (الأردن) لسنة 2014



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج نكرتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (02-04) ثلاث منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر السهم، الوسطي منحنى مؤشر تقارب وتباع المتوسطات المتحركة، أما السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية، وسيتم تحليل كل مؤشر حسب طريقة عمله وفق الآتي:

أولاً: تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) بينك الاتحاد(الأردن): نلاحظ من التمثيل البياني بالشكل (02-04) ظهور إشارة بيع وذلك بعد وصول منحنى RSI إلى مستوى يفوق 70% بالفترة ما بين 2014/01/02 و 2014/01/09، والأفضل نأخذ بالإشارة عندما يبدأ RSI بالانخفاض من مستوى فوق 70%، وبالتالي فإن الإشارة انطلقت بتاريخ 2014/01/06 وبالفعل فقد كانت الأسعار عند هذا التاريخ حسب جدول الأسعار (الملحق 01) في مستوى مرتفع (1.88) ثم بدأت تتخفف بعده، إلى أن تجاوز مؤشر RSI خط 70 مرة أخرى من 2014/01/21 إلى 2014/01/27 للدلالة على المغالاة في عمليات الشراء وبالتالي إشارة بالبيع.

كذلك نجد أن هناك إشارة بيع أخرى بتاريخ 2014/01/23 حيث بدأ منحنى RSI بالانخفاض بعد وصوله إلى مستوى يفوق 70% مرة أخرى، ومما يؤكد هذه الإشارة هو إظهار مؤشر RSI انفراجا حيث كانت هناك حالة عدم توافق بين حركته وحركة السعر (الأسعار في صعود / المؤشر في هبوط) ما يدل على ضعف الاتجاه

الفصل الرابع: اختبار مؤشرات التحليل الفني على الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

الصعودي واحتمالية انعكاس الاتجاه وبالتالي يجب استغلال فرصة ارتفاع الأسعار والقيام بعمليات البيع، وهنا يؤكد المؤشر مصداقيته مرة أخرى إذ نتبعنا لحركة الأسعار بجدول الأسعار (الملحق 1) نجد أنها وصلت إلى قمتها بالفعل (2) وبعدها بدأت بالانخفاض وتغيير الاتجاه للأسفل.

كما يتبين لنا من خلال ملاحظة البيان أنه يوجد انفراج آخر في مؤشر RSI حيث نلاحظ أن المؤشر في اتجاه تصاعدي بينما السعر في اتجاه نزولي وذلك في أواخر شهر جوان وبالضبط بتاريخ 2014/06/24 أين كان السعر في أدنى مستوياته (1.54)، يدل هذا الانفراج على أن الاتجاه النزولي لن يدوم طويلاً وستبدأ الدورة نحو الارتفاع قريباً، وبالتالي إشارة بالشراء. وبالفعل يتتبع حركة الأسعار نجد أن الأسعار قد غيرت اتجاهها عند 2014/06/24 وبدأت دورتها نحو الارتفاع.

نلاحظ مرة أخرى وصول منحنى RSI إلى ما فوق مستوى 70% من 2014/10/27 إلى 2014/11/06 للدلالة على البيع، أين كانت الأسعار تتراوح بين (1.77) و(1.79)، وقد انخفضت الأسعار بعد ذلك التاريخ.

ثم عاود منحنى RSI الوصول إلى ما فوق مستوى 70% مرة أخرى بتاريخ 2014/11/13 لينبئ بإشارة بيع أخرى، وما يؤكد هذه الإشارة الانفراج الحاصل في مؤشر RSI حيث كان المؤشر متجهاً نحو الهبوط بينما الأسعار متجهة نحو الصعود، وبالرجوع إلى جدول الأسعار نجد فعلاً أن السعر بذلك التاريخ كان مرتفعاً عند القيمة (1.8) ثم أخذ في الهبوط بعده.

إلا أنه بالتركيز مع المنحنى البياني نجد أن الانفراج لم يتوقف عند 2014/11/13 بل واصل إلى غاية 2014/12/02 وبالتالي إشارة بيع أخرى عند هذا التاريخ الذي كان السعر عنده مساوياً لـ(1.82)، وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (1.8).

ثانياً: تحليل مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) بينك الاتحاد (الأردن): نلاحظ من خلال الرسم البياني بالشكل (02-04) وجود إشارة بيع عند تقاطع الماكد مع إشارته من الأعلى إلى الأسفل بتاريخ 2014/02/02، وعند تتبع حركة الأسعار بالجدول (الملحق 01) نجد أن السعر قد أخذ في النزول فعلاً بعد ذلك التاريخ ثم نلاحظ إشارة شراء لما قطع الماكد إشارته من الأسفل إلى الأعلى بتاريخ 2014/06/09، وبالرجوع إلى جدول الأسعار نجد أن السعر قد انخفض فعلاً بعد ذلك التاريخ من (1.57) إلى (1.59) في اليوم الموالي. نلاحظ إشارة شراء أخرى تولدت عندما أظهر المؤشر الماكد انفراجاً حيث كانت حركة الماكد في صعود بينما حركة السعر في هبوط، وذلك بتاريخ 2014/06/24، ليبدل على أن الاتجاه النازل لن يدوم وستبدأ دورة نحو الارتفاع، وبالنظر إلى المنحنى نجد أن الدورة قد بدأت فعلاً بعد 2014/06/24، مما يعطي المؤشر مصداقية نسبية.

الفصل الرابع: اختبار مؤشرات التحليل الفني على الأسهم في الأسواق المالية العربية محل الدراسة

مرة أخرى يتقاطع الماكد مع خط إشارته من الأعلى إلى الأسفل بتاريخ 2014/09/24، ليولد لنا إشارة بيع، وعند الرجوع إلى جدول الأسعار نجد أن السعر عند ذلك التاريخ كان مساويا لـ (1.68) وبقي ثابتا إلى غاية 2014/09/29 لكنه بدأ بالانخفاض بعد هذا التاريخ ليصل إلى (1.67) ثم إلى (1.66) مما يعني أن الإشارة صحيحة ومبكرة. مما يزيد من مصداقية المؤشر.

وبتاريخ 2014/10/26 تقاطع الماكد مع خط إشارته من الأسفل إلى أعلى لبيين لنا أنه الوقت المناسب لعملية الشراء، وبالفعل بالرجوع إلى الجدول نجد أن السعر كان عند تولد الإشارة يساوي (1.71) ثم أخذ في الارتفاع.

وبتاريخ 2014/11/20 تقاطع الماكد مع خط إشارته من الأعلى إلى أسفل ليعطينا إشارة بالبيع، وبالفعل فقد انخفض السعر بعد ذلك التاريخ من (1.78) إلى (1.75).

ثم نلاحظ انفراج في مؤشر الماكد أين كانت حركة المؤشر في هبوط وحركة السعر في صعود ليدل على تغير الاتجاه قريبا نحو الأسفل وبالتالي إشارة بالبيع بتاريخ 2014/12/02 أين كان السعر يساوي (1.82)، وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم التالي 2014/12/03 إلى (1.8) أين تقاطع الماكد مع خط إشارته من الأسفل إلى أعلى ليولد إشارة شراء، وقد ارتفع السعر في التاريخ الموالي حقا حيث بلغ (1.82) ثم ظهرت الكثير من الإشارات لشدة التقارب بين الماكد وخط إشارته، مما يتوجب استعمال الماكد مع مؤشر آخر لتجنب الإشارات المضللة.

ثالثا: تحليل الجمع بين مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة بينك الاتحاد (الأردن):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (02-04) (الدوائر الملونة بالبيان) وكذا من التحليلات السابقة أن مؤشر الماكد إشارته تكشف لنا الاتجاهات، ولكن بناء على إشارات متأخرة مقارنة بمؤشر القوة النسبية، إذا فرصة الدخول أو الخروج ستكون متأخرة نوعا ما لو تم الاعتماد عليه وحده. فمثلا عندما كان السعر في أعلى مستوياته مساويا لـ (2) بتاريخ 2014/01/23، ظهرت إشارة بيع في مؤشر القوة النسبية بنفس التاريخ أي أن الإشارة جاءت مبكرة وبالوقت المناسب، بينما ظهرت الإشارة في مؤشر الماكد متأخرة بتاريخ 2014/02/02.

وبالتالي فإنه باستخدام المؤشرين معا نستطيع الوقوف على أفضل الإشارات للبيع والشراء وتجنب الإشارات الأخرى التي تظهر في أحد المؤشرين دون الآخر ليست لأنها خاطئة وإنما الربح فيها يكون أقل من تلك المؤكدة بالمؤشرين معا.

بمعنى أنه بتطبيق مؤشرات التحليل الفني استطعنا اتخاذ قرار الاستثمار السليم بسهم بنك الاتحاد في الوقت المناسب.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على البنك الاستثماري (الأردن)

في عام 1982 بدأ البنك الأردني للاستثمار والتمويل (البنك الاستثماري) نشاطه كشركة مالية تحمل اسم شركة الأردن للاستثمار والتمويل ، برأسمال مصرح به مقداره ستة ملايين دينار يدفع نصفها عند الاكتتاب فيما يسدد النصف الثاني خلال سنة من تاريخ منح الترخيص النهائي ، وذلك بعد أن قام نفر من المؤسسين يتقدمهم المرحوم نزار عبد الرحيم جردانه بوضع اللبنة الأولى لصرح مصرفي ساهم ويساهم في تطوير الصناعة المصرفية الأردنية، ويوفر التمويل اللازم للقطاعات الاقتصادية من أجل إثراء المسيرة وزيادة فرص التقدم الاقتصادي والاجتماعي في الأردن. وكان هدف المؤسسين من إقامة تلك الشركة المساهمة في النشاطات الائتمانية ودعم المدخرات الوطنية واستعمال الموارد بما يكفل دعم النشاطات التمويلية المتوافقة مع متطلبات النمو الاقتصادي مع تحقيق مردود مناسب للمساهمين، بلغ عدد هؤلاء المؤسسين 185 مؤسساً ، كان من بينهم مؤسسات مختلفة نذكر منها بنك الإسكان، والبنك الأردني الكويتي، وبنك الإنماء الصناعي، ومؤسسة الضمان الاجتماعي، ومستودع الأدوية الأردني، إضافة إلى بعض شركات التأمين وشركات صرافه وصناديق ادخار وإسكان وشركات تجاريه، وأفراد نذكر منهم عبد الرحيم منيب جردانه ونزار عبد الرحيم جردانه ومحمد عبد الرحيم جردانه وباسل عبد الرحيم جردانه وخلييل التلهوني وأسامة التلهوني وخلدون التلهوني، ومساهمين عرب نذكر منهم خالد أبو السعود وهاني القدومي وعصام الطاهر¹.

ويمثل الملحق رقم (2) جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم للبنك الاستثماري² (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر، كمية التداول)، والذي سيعتمد عليه في تمثيل بيان سعر السهم والمؤشرات الفنية المطبقة على السهم، كما سنعتمد عليه أيضاً في تحليل الإشارات المتولدة عن تطبيق المؤشرات في سهم البنك الاستثماري.

¹ تاريخ التصفح 2015/01/10، <http://www.investbank.jo/ar>

² يمكن الحصول على جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم للبنك الاستثماري من برنامج نكرتشارت ترند بعد ربطه بالانترنت.

الشكل (03-04): تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم البنك الاستثماري (الأردن) لسنة 2014



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج تكرتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (03-04) ثلاث منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر السهم، الوسطي منحنى مؤشر تقارب وتباع المتوسطات المتحركة، أما السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية، وسيتم تحليل كل مؤشر حسب طريقة عمله وفق الآتي:

أولاً: تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) بالبنك الاستثماري (الأردن): نلاحظ من خلال الرسم البياني بالشكل (03-04) أن هناك إشارة بيع في الفترة بين 2014/01/07 و 2014/01/13 وذلك بعدما وصل منحنى RSI إلى مستوى يفوق 70% وبالفعل لما نتتبع الأسعار بالجدول (الملحق 02) نجد أن السعر كان يتراوح بين (1.3) ثم بدأ في الانخفاض إلى غاية 2014/01/20.

بعدها نلاحظ إشارة بيع أخرى بتاريخ 2014/01/21 بوصول RSI إلى ما فوق 70% وتأكدت هذه الإشارة حين أظهر مؤشر RSI انفرجا أين كان منحنى مؤشر RSI في هبوط ومنحنى الأسعار في صعود ليبدل على أن

اتجاه الأسعار سوف ينعكس ويبدأ بالانخفاض وبالفعل فبالنظر إلى المنحنى نجد أن الأسعار بدأت في الانخفاض بعد ذلك التاريخ وبالعودة إلى الجدول نجد أن السعر في 2014/01/21 كان عند مستوى (1.36) ثم بدأ في الانخفاض.

لكن هذا الانخفاض لم يدم طويلاً حيث ظهر انفراج في مؤشر RSI مرة أخرى بتاريخ 2014/02/04 حيث أن حركت مؤشر RSI في هبوط بينما حركة الأسعار ثابتة بعد الهبوط ليدل على أن الأسعار ستغير اتجاهها وستبدأ نحو الارتفاع وبالتالي إشارة مبكرة بعملية الشراء، فقد بدأت الدورة نحو الارتفاع وبالعودة للجدول نلاحظ أن الأسعار عند ذلك التاريخ عند المستوى (1.3) ثم بدأت في الارتفاع.

ثم نجد ثلاث إشارات بيع متتالية ظهرت عند وصول منحنى RSI إلى مستوى يفوق 70% حيث كانت أول إشارة بيع بتاريخ 2014/02/10 أين كان السعر (1.43) وبالفعل فقد انخفضت في اليوم الموالي إلى (1.38)، أما إشارة البيع الثانية فكانت بتاريخ 2014/02/13 حيث كان السعر (1.5) وبالعودة للجدول نجد أن الإشارة كانت صحيحة فقد انخفضت الأسعار بعد هذا التاريخ إلى (1.47)، أما ثالث إشارة بيع فقد ظهرت في الفترة بين 2014/02/20 و 2014/03/02 لما كان السعر يتراوح بين (1.61) و (1.69)، وبالنظر إلى جدول الأسعار نجد أن الأسعار أخذت في الانخفاض بعد تلك الفترة إلى أن ظهرت إشارة الشراء بالانفراج الحادث في مؤشر RSI حيث كان منحنى RSI في صعود بينما حركة الأسعار في هبوط ليدل على أن الأسعار سوف تغير اتجاهها من الهبوط إلى الصعود وبالتالي اغتنام فرصة الانخفاض والقيام بعملية الشراء وكان ذلك بتاريخ 2014/06/11 وبالفعل فقد أثبت مؤشر RSI مصداقيته مرة أخرى فبالعودة إلى جدول الأسعار نجد أنها كانت بذلك التاريخ مساوية لـ (1.32) ثم بدأت في الارتفاع.

نلاحظ من البيان وجود انفراج آخر في مؤشر RSI (المؤشر في صعود، الأسعار في هبوط) بتاريخ 2014/11/03 ليدل على أن الأسعار ستبدأ لاحقاً بالارتفاع وهي إشارة بالشراء، وبالرجوع إلى الجدول نجد أن السعر بذلك التاريخ يساوي (1.25) ثم ارتفع في اليوم الموالي إلى (1.3).

ثانياً: تحليل مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) بالبنك الاستثماري (الأردن): نلاحظ من خلال الرسم البياني بالشكل (03-04) أن هناك مجموعة من التقاطعات بين الماكد وخط إشارته: بتاريخ 2014/02/03 تولدت لدينا إشارة بيع كون التقاطع من الأعلى إلى أسفل أين كان السعر عند (1.31) ثم انخفض في اليوم الموالي إلى (1.3).

بتاريخ 2014/02/06 تولدت إشارة شراء بعد قطع الماكد من الأسفل إلى أعلى حيث كان السعر مساوياً لـ (1.4)، وبالعودة للجدول (الملحق 02) نجد أن السعر قد ارتفع فعلاً في التاريخ الموالي إلى (1.42)

وبتاريخ 2014/03/10 ظهور إشارة بيع ذلك بتجاوز الماكد خط إشارته إلى الأسفل، وبالفعل عند تتبع حركة الأسعار بالجدول، نجد أن السعر في ذلك اليوم مساوي لـ(1.59) ثم أخذ بعدها بالنزول.

بتاريخ 2014/06/17 تقاطع الماكد مع خط إشارته من الأسفل إلى أعلى ليعطينا إشارة بالشراء، وقد كانت هذه الإشارة صحيحة، إذ أن السعر بذلك التاريخ كان مساويا لـ(1.37) ثم ارتفع في اليوم الموالي إلى (1.39).

بعد ذلك نجد العديد من التقاطعات حيث أن الماكد وخط إشارته متقاربان جدا ليعطينا الكثير من الإشارات التي يمكن أن تكون مضللة، ولهذا يجب متابعة مؤشر الماكد مع مؤشر آخر للتأكد من صحة الإشارات للمساعدة على اتخاذ القرار بتجاهل الإشارة أو العمل بها.

ثالثا: تحليل الجمع بين مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة بالبنك الاستثماري(الأردن):

نفس النتائج المتوصل لها عند تطبيق المؤشرات في بنك الاتحاد توصلنا لها في البنك الاستثماري، إذ نلاحظ من خلال البيان بالشكل (03-04) (الدوائر الملونة بالبيان) أن الإشارات المتولدة من مؤشر الماكد تأتي متأخرة عن إشارات مؤشر القوة النسبية، أي أنها تأتي مؤكدة لإشارات هذا الأخير، فمثلا عندما كان السعر في عند مستوى منخفض (1.32) بتاريخ 2014/06/11، ظهرت إشارة شراء في مؤشر القوة النسبية بنفس التاريخ أي أن الإشارة جاءت مبكرة وبالوقت المناسب، بينما ظهرت الإشارة في مؤشر الماكد متأخرة بتاريخ 06/17/2014 أين كان السعر (1.37) ثم ارتفع بعدها السعر إلى(1.39).

وبالتالي فإنه باستخدام المؤشرين معا نستطيع الوقوف على أفضل الإشارات للبيع والشراء وتجنب الإشارات الأخرى التي تظهر في أحد المؤشرين دون الآخر ليست لأنها خاطئة وإنما الربح فيها يكون أقل من تلك المؤكدة بالمؤشرين معا.

أي أن التحليل الفني ساعد على اتخاذ القرار الاستثماري الصائب في التوقيت المناسب.

المطلب الثالث: تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم المنشآت المختارة من سوق الأسهم السعودية

سنحاول من خلال هذا المطلب تطبيق مؤشر القوة النسبية و مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على كل من بنك الرياض وبنك الجزيرة من سوق الأسهم السعودية و تحليل الجمع بين المؤشرين.

الفرع الأول: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك الرياض (السعودية)

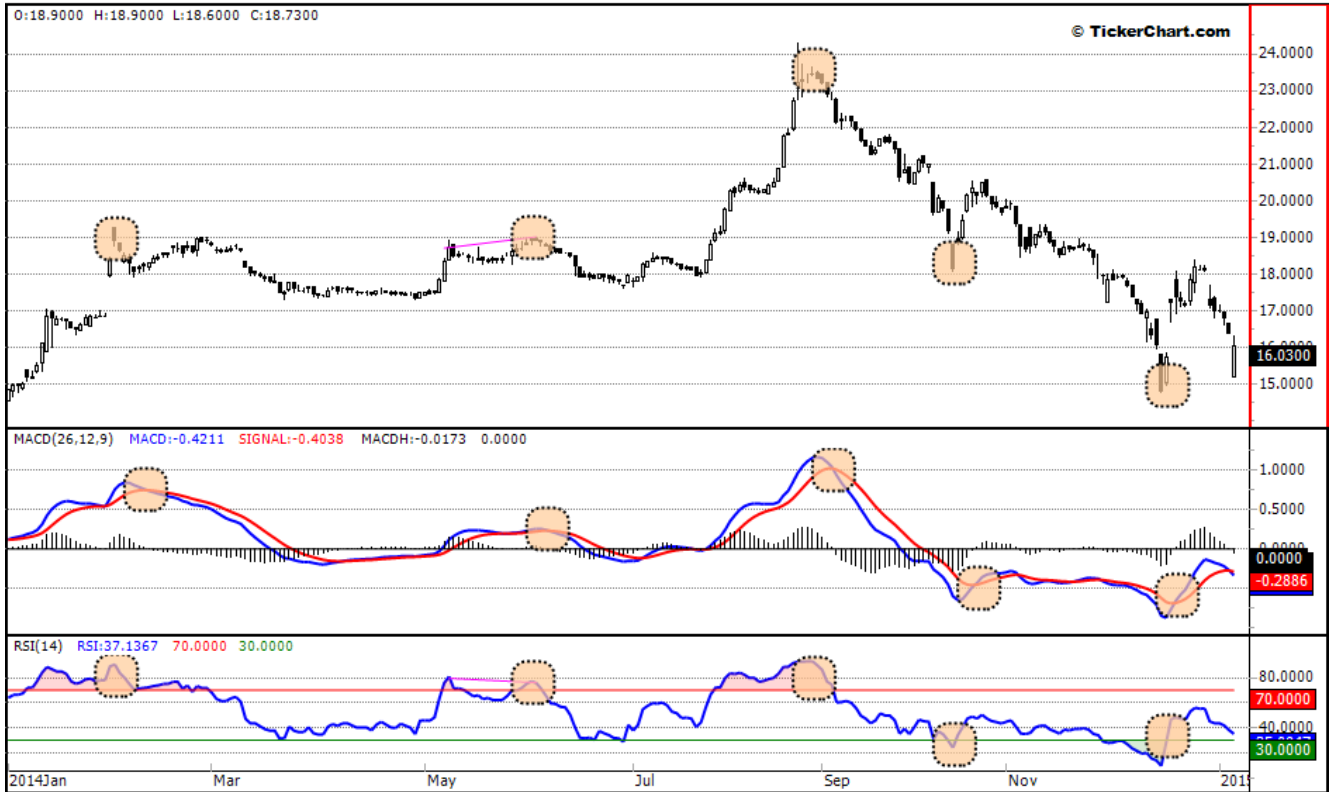
بنك الرياض، أحد أكبر المؤسسات المالية العريقة في المملكة العربية السعودية والشرق الأوسط، يقوم بتزويد عملائه من الأفراد والشركات بمجموعة متكاملة من الخدمات المصرفية والاستثمارية. يحرص بنك الرياض على توظيف قاعدته الرأسمالية القوية وخبرته العريقة للقيام بدور متميز في المملكة في مجال التمويل، وقد برز البنك كعمول رائد ينظم ويشارك في العديد من القروض المشتركة لمختلف القطاعات العاملة في صناعات النفط والبتروكيماويات علاوة على عدد من أبرز مشاريع البنية الأساسية في المملكة. يقدم البنك لعملائه خدمات مصرفية وتمويلية متميزة ومبتكرة من خلال شبكة فروع تضم أكثر من 300 فرعاً، منها 81 فرعاً صممت خصيصاً لتلبية الاحتياجات المصرفية للسيدات بالإضافة إلى 19 فرعاً للخدمة الذاتية. بالإضافة إلى تواجدنا بالخارج من خلال مكاتبنا في لندن وهيوستن وسنغافورة حيث نقوم بتقديم خدمات مصرفية ومالية دولية مبتكرة ومتكاملة مصممة خصيصاً لخدمة مصالح عملائنا وتلبية احتياجاتهم في أماكن تواجدهم. وتضم خدمات بنك الرياض الإلكترونية (انترنت وتطبيقات للأجهزة الذكية) أحدث التقنيات لتمكن عملائنا من التمتع بخدماتنا المصرفية من أي مكان. كما حافظ البنك على ريادته في توفير شبكات الصراف الآلي حتى بلغ أكثر من 500،2 جهاز صراف آلي متعددة الوظائف والتي تقع في مواقع إستراتيجية اختيرت بعناية¹.

ويمثل الملحق رقم (03) جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك الرياض² (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر، كمية التداول)، والذي سيعتمد عليه في تمثيل بيان سعر السهم والمؤشرات الفنية المطبقة على السهم، كما سنعتمد عليه أيضاً في تحليل الإشارات المتولدة عن تطبيق المؤشرات في سهم بنك الرياض.

¹ تاريخ التصفح <https://www.riyadbank.com/ar.2015/01/10>

² يمكن الحصول على جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك الرياض من برنامج تكتشرارت ترند بعد ربطه بالانترنت.

الشكل (04-04): تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك الرياض (السعودية) لسنة 2014



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج تكرتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (04-04) ثلاث منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر السهم، الوسطي منحنى مؤشر تقارب وتباع المتوسطات المتحركة، أما السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية، وسيتم تحليل كل مؤشر حسب طريقة عمله وفق الآتي:

أولاً: تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) ببنك الرياض (السعودية): نلاحظ من خلال الرسم البياني بالشكل (04-04) ظهور مجموعة من إشارات الشراء والبيع حيث :

كانت هناك إشارة بيع استمرت خلال الفترة من 2014/01/07 وذلك عندما تجاوز منحنى مؤشر القوة النسبية مستوى 70% إلا أن أفضلها كان بتاريخ 2014/02/02 عندما وصل مؤشر RSI إلى أعلى مستوى له (90.651) وبالرجوع إلى جدول الأسعار (الملحق 03) نجد أن الأسعار فعلاً كانت مرتفعة حيث تراوحت خلال تلك الفترة بين (15.2 - 18.9) وكان أعلى سعر (18.9) بتاريخ 2014/02/02 ثم بدأت بعدها بالانخفاض ثم نلاحظ إشارة بيع أخرى 2014/05/07 إلى 2014/05/13 بعد تجاوز منحنى مؤشر القوة النسبية مستوى 70% وحققا بالعودة إلى جدول الأسعار نجد أنها كانت بين (18.35-18.73) ثم انخفضت في اليوم الموالي إلى (18.45) واستمرت في الانخفاض إلى غاية 2014/06/02 أين ظهرت بيع أخرى كدليل

على أن الأسعار ستخفف مرة أخرى وذلك بتجاوز مؤشر القوة النسبية مستوى 70% وما أكد الإشارة الانفراج الحاصل بين منحنى السعر ومنحنى المؤشر (منحنى السعر في ارتفاع ومنحنى المؤشر في انخفاض) ليبدل على الارتفاع لن يستمر وسيتم في النزول آجلا وبالفعل فقد انخفضت الأسعار اليوم الموالي من (18.94) إلى (18.92) لمواصلة الانخفاض إلى أن ظهرت إشارة شراء باختراق منحنى مؤشر القوة النسبية مستوى 30% بتاريخ 2014/09/29 وبالفعل فقد كان السعر عند هذا التاريخ (17.7) ثم ارتفع في اليوم الموالي إلى (17.95) مواصلا الارتفاع .

ثم نلاحظ ظهور إشارة بيع في الفترة من 2014/07/24 إلى 2014/09/03 عندما تجاوز مؤشر القوة النسبية خط 70% وأفضل إشارة بيع عندما وصل إلى أعلى مستوى له في 2014/08/28 وفعلا بالرجوع إلى جدول الأسعار نجد أن السعر كان في مستويات مرتفعة متراوحا بين (19.1) و (23.45) والتي كان أعلاها بتاريخ 2014/08/28 ثم اخذ في الانخفاض بادئا دورة جديدة نحو الانخفاض.

ثم ظهور إشارة شراء في 2014/10/16 أين تجاوز منحنى RSI خط 30% وحقا فقد وصلت الأسعار إلى مستوى منخفض فمن خلال جدول الأسعار نجد أنها مساوية لـ (18.13) ثم أخذت بعدها بالارتفاع ثم ظهور إشارة شراء أخرى في الفترة من 2014/11/30 إلى 2014/12/17 وذلك بتجاوز منحنى RSI 30% وأفضل إشارة في تلك الفترة بتاريخ 2014/12/16 حيث كان منحنى RSI أدنى مستوى له وبالفعل فقد وصلت الأسعار إلى أدنى مستوى لها خلال هذا العام (14.81).

ثانيا: تحليل مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) بينك الرياض (السعودية):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (04-04) ظهور إشارة شراء بتاريخ 2014/01/29 عندما لامس مؤشر الماكد خط إشارة ثم اخذ بالارتفاع منه وعند الرجوع إلى جدول الأسعار (الملحق 03) نجد أن السعر عنها مساويا لـ (16.85) ثم قفزت في اليوم الموالي إلى (18.4) ثم نلاحظ تقاطع مؤشر الماكد مع خط إشارته من الأعلى إلى الأسفل ليبدل على إشارة بيع بتاريخ 2014/02/11 حيث كان السعر مساويا لـ (18.2) لكن الإشارة جاءت متأخرة نوعا ما إذ كان من الأفضل البيع قبل ذلك التاريخ 2014/02/02

نلاحظ إشارة أخرى بتاريخ 2015/04/07 عندما تقاطع خط الماكد خط إشارته من الأسفل إلى الأعلى ليبدل الشراء وبالفعل فقد كان السعر عندها مساويا لـ (17.55) ثم ارتفع في اليوم الموالي إلى (17.60)

ثم ظهور إشارة شراء أخرى لما لمس خط الماكد خط إشارته ثم ارتفع من عنده بتاريخ 2014/05/26 وبالفعل فقد ارتفع السعر بعد هذا التاريخ من (12.46) إلى (18.62)

ثم نلاحظ ظهور إشارة بيع بتاريخ 2014/06/08 عندما قطع خط الماكد خط إشارته من الأعلى إلى الأسفل وبالرجوع إلى جدول الأسعار نجد انه حقا انخفضت الأسعار بعدها من (18.65) إلى (18.64) ثم تابعت الانخفاض

ثم بتاريخ 2014/07/03 ظهور إشارة شراء عند قطع منحنى الماكد خط إشارته من الأسفل إلى الأعلى وبالعودة إلى جدول الأسعار نجد أن الأسعار نجد أن الأسعار بعدها هذا التاريخ ارتفعت من (18.2) إلى (18.35) في اليوم الموالي واصلت الارتفاع نلاحظ مرة أخرى إشارتين متتاليتين الأولى إشارة بيع بتاريخ 2014/07/17 والثانية إشارة شراء بتاريخ 2014/07/22 وبالفعل فقد كانت الأسعار بتاريخ 2017/07/17 ثم انخفضت في التاريخ الموالي ل (18.96) ليكون الوقت مناسب للبيع أما السعر بـ 2014/07/22 فقد كان مساويا لـ (18.36) ثم ارتفع في التاريخ الموالي ل (18.78) ويستمر بالارتفاع مما يؤكد صحة الإشارة. نلاحظ ظهور إشارة بيع بتاريخ 2014/09/03 بقطع الماكد خط إشارته من الأعلى إلى الأسفل وحقا فقد انخفضت الأسعار حسب الجدول من (22.79) إلى (22.14)

وبتاريخ 2014/10/23 تقاطع الماكد مع خط إشارته من الأسفل إلى الأعلى ليدل على أن الأسعار سوف ترتفع وان الوقت مناسب للشراء وبالفعل عند الرجوع إلى السعر بذلك التاريخ نجده (20.14) ثم في اليوم الموالي ارتفع إلى (20.47).

ثالثاً: تحليل الجمع بين مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة بينك الرياض(السعودية):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (04-04) (الدوائر الملونة بالبيان) أن مؤشر القوة النسبية قد أعطى إشارات بتغير الاتجاه وذلك قبل تغيره فعلا فقد كانت إشارات مبكرة، بينما مؤشر الماكد فقد كانت إشارات متأخرة إذ ظهرت بعد تغير الاتجاه، إلا أنها تعتبر مؤكدة لإشارات مؤشر القوة النسبية. فمثلا عندما وصل السعر إلى أعلى مستوياته (23.45) في 2014/08/28 ظهرت إشارة بيع بمؤشر القوة النسبية وحتى أنها ظهرت مبكرة قبل وصول السعر إلى ذلك المستوى فقد تولدت الإشارة من 2014/07/24 واستمرت حتى انخفاض السعر من أعلى مستوى، بينما ظهرت الإشارة متأخرة بمؤشر الماكد بتاريخ 2014/09/03 أين كان السعر (22.79).

كما نلاحظ أنه باستخدامنا للمؤشرين تجنبنا بعض الإشارات التي لو تم العمل بها لكانت فرصة الربح فيها قليل، وربما خسارة إذا كانت عمولات البيع والشراء عالية كالتي ظهرت بمؤشر الماكد ولم تظهر بمؤشر القوة

النسبية (الإشارات التي لم يتم إبرازها باستخدام الدوائر الملونة بالشكل). هذا لا يعني أنها إشارات خاطئة، وإنما لكون المؤشرات الفنية لا تأخذ في الحسبان الضرائب وعمولات البيع والشراء.

وبالتالي فقد لعب التحليل الفني دوراً مهماً في تحديد التوقيت الملائم للاستثمار في سهم بنك الرياض، من خلال الإشارات المتولدة عن مؤشراتته.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك الجزيرة (السعودية)

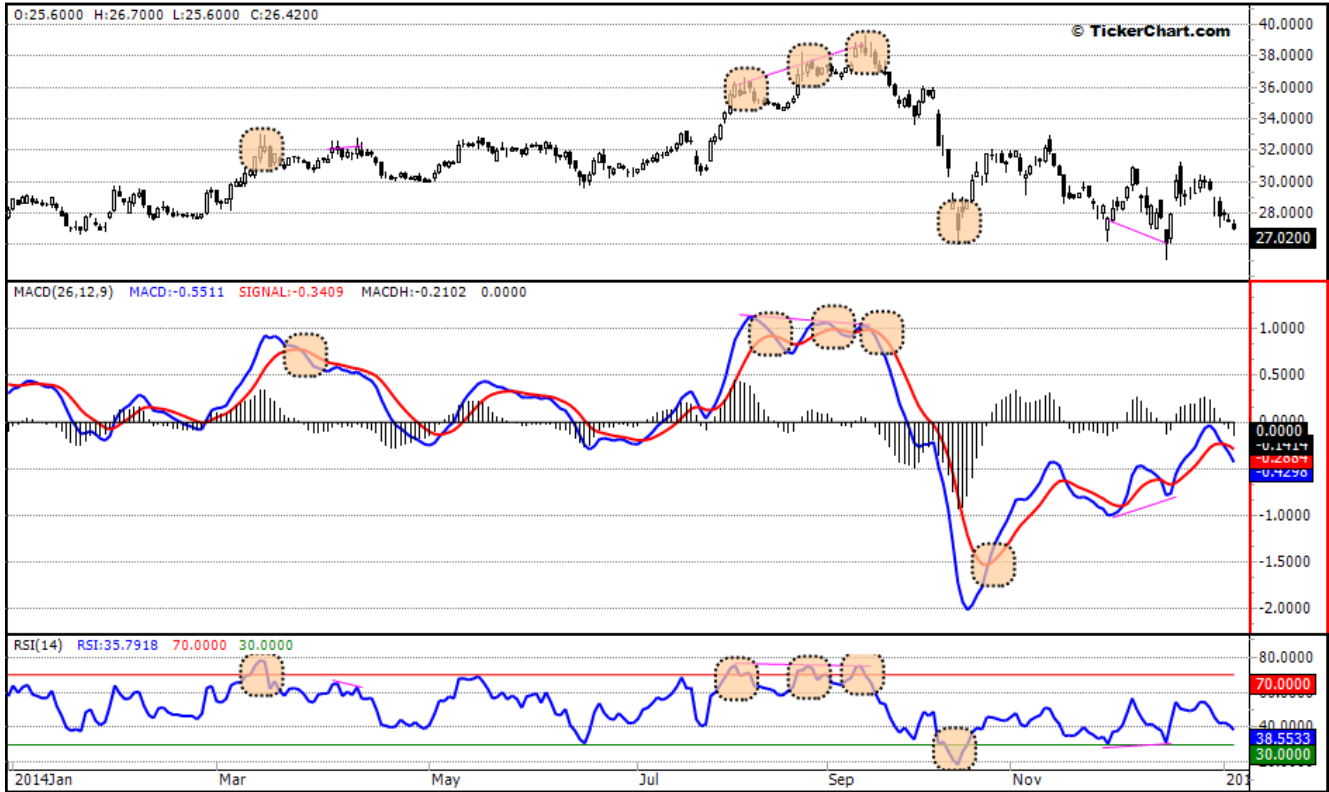
تأسس بنك الجزيرة (البنك) كشركة مساهمة سعودية مسجلة في المملكة العربية السعودية بموجب المرسوم الملكي رقم 46/م الصادر بتاريخ 12 جمادى الثانية 1395 هـ (21 يونيو 1975م). وقد بدأ البنك أعماله بتاريخ 16 شوال 1396 هـ (9 أكتوبر 1976م) بعد أن استحوذ على فروع بنك باكستان الوطني في المملكة العربية السعودية. يعمل البنك بموجب السجل التجاري رقم 4030010523 الصادر في جدة بتاريخ 29 رجب 1396 هـ (27 يوليو 1976م). ويعتبر بنك الجزيرة من المؤسسات المالية القيادية السريعة النمو، وهو " مجموعة مالية سعودية تضع العميل في مركز اهتمامها، وتعمل دوماً على تطوير خدمات ومنتجات مبتكرة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتلبي احتياجات جميع العملاء من أفراد وشركات وهيئات يقدمها موظفون أكفاء ومتخصصون يتفانون في خدمة العميل"¹.

ويمثل الملحق رقم (04) جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك الجزيرة² (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر، كمية التداول)، والذي سيعتمد عليه في تمثيل بيان سعر السهم والمؤشرات الفنية المطبقة على السهم، كما سنعتمد عليه أيضاً في تحليل الإشارات المتولدة عن تطبيق المؤشرات في سهم بنك الجزيرة.

¹ تاريخ التصفح <http://www.baj.com.sa/ar>، 2015/01/10

² يمكن الحصول على جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك الجزيرة من برنامج تكرتشارت ترند بعد ربطه بالانترنت.

الشكل (04-05): تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك الجزيرة (السعودية) لسنة 2014



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج تكتشرارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (04-05) ثلاث منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر السهم، الوسطي منحنى مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة، أما السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية، وسيتم تحليل كل مؤشر حسب طريقة عمله وفق الآتي:

أولاً: تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) ببنك الجزيرة (السعودية):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (04-05) ظهور إشارة بيع في الفترة من 2014/05/11 إلى

2014/03/16 عند تجاوز منحنى RSI مستوى 70% وبالفعل فقد كانت الأسعار مرتفعة بين

RSI (32.25_30.68) حسب جدول الأسعار (الملحق 04) غير أن أفضل إشارة كانت عندما وصل مؤشر RSI

إلى أعلى مستوى له في 2014/03/13 أين كان السعر مساوياً لـ (32.25) بعدها إلى (32.18).

نلاحظ بتاريخ 2014/03/10 وجود انفراج بين منحنى السعر ومنحنى RSI (السعر في ارتفاع المؤشر في

انخفاض) ليدل على أن السعر لن يستمر في الارتفاع وسينخفض قريباً وبالتالي إشارة بالبيع وبالفعل حسب

جدول الأسعار فالسعر كان لذلك التاريخ يساوي (32.25) وانخفض لاحقاً إلى (31.72).

ثم نلاحظ ثلاث إشارات بيع متتالية الأولى من 2014/08/04 إلى 2014/08/10 والثانية من 2014/08/24 إلى 2014/08/27 والثالثة من 2014/09/09 إلى 2014/09/10 والتي ظهرت نتيجة تجاوز منحنى RSI مستوى 70% وبتتبع البيان نجد فعلاً أن السعر شكل ثلاث قمم خلال تلك الفترات ثم انخفض بعد كل قمة وأخرى وبالتالي فالإشارات المتولدة كانت صحيحة وما يؤكد تلك الإشارات الانفراج بين منحنى RSI ومنحنى السعر حيث كان السعر في ارتفاع و RSI في انخفاض ليبدل على أن السعر سوف ينخفض بعد كل ارتفاع وهو ما حصل فعلاً.

ثم نلاحظ تجاوز منحنى RSI مستوى 30% ليبدل على الشراء عند الفترة من 2014/10/14 إلى 2014/10/19 وبالأخص عندما وصل منحنى RSI إلى أدنى مستوى له بـ 2014/10/16 كانت أفضل نقطة للشراء حيث كان السعر عندها (26.95) ثم ارتفع بعدها إلى (28.11) وبدأ دورة نحو الارتفاع.

ثم نلاحظ انفراج بتاريخ 2014/12/16 حيث كان السعر في انخفاض والمؤشر RSI في ارتفاع ليبدل على أن السعر سيرتفع لاحقاً وبالتالي الوقت المناسب للشراء وبالفعل عند هذا التاريخ وصل السعر إلى أدنى مستوى له (26.11) ثم ارتفع في اليوم الموالي إلى (27.89).

ثانياً: تحليل مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) بينك الجزيرة (السعودية):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (04-05) وجود الكثير من إشارات الشراء والبيع حيث:

ظهرت إشارات بيع عندما تقاطع منحنى الماكد مع خط إشارته من الأعلى إلى الأسفل وذلك بتاريخ التالية

_ 2011/01/08 حيث كان السعر مساوياً لـ (28.65) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (28.58)

_ 2014/02/11 حيث كان السعر مساوياً لـ (27.90) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (27.82)

_ 2014/03/25 حيث كان السعر مساوياً لـ (31.50) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (31.28)

_ 2014/05/27 حيث كان السعر مساوياً لـ (32) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (31.71)

_ 2014/07/17 حيث كان السعر مساوياً لـ (31.17) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (30.7)

_ 2014/08/17 حيث كان السعر مساويا لـ (34.91) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (34.67)

_ 2014/09/03 حيث كان السعر مساويا لـ (36.95) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (36.9)

_ 2014/09/15 حيث كان السعر مساويا لـ (37.49) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (37.01)

وما يؤكد الإشارات الثلاث السابقة وانفراج الحاصل بين السعر والمؤشر (السعر في ارتفاع والمؤشر في انخفاض) ليدل على أن السعر يواصل الارتفاع وسيخفض لاحقا لذلك فهو الوقت المناسب للبيع

_ 2014/11/18 حيث كان السعر مساويا لـ (29.07) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (29.01)

_ 2014/12/15 حيث كان السعر مساويا لـ (27.71) وبالفعل فقد انخفض السعر في اليوم الموالي إلى (26.11)

وبالتالي فالإشارات كانت صحيحة حيث لوتم العمل بها لتم بيع بسعر مرتفع قبل انخفاضه

أما إشارات الشراء فظهر عندها تقاطع منحنى الماكد مع خط إشارته من الأسفل إلى الأعلى وذلك بتاريخ التالية:

_ 2014/01/05 حيث كان السعر مساويا لـ (28.95) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (29.10)

_ 2014/01/29 حيث كان السعر مساويا لـ (27.97) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (29.48)

_ 2014/02/26 حيث كان السعر مساويا لـ (29.25) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (29.40)

_ 2014/05/06 حيث كان السعر مساويا لـ (31.04) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (31.28)

_ 2014/07/03 حيث كان السعر مساويا لـ (31.29) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (31.51)

- _2014/07/23 حيث كان السعر مساويا لـ (32.86) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (33.6)
- _2014/08/24 حيث كان السعر مساويا لـ (36.78) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (36.86)
- _2014/09/09 حيث كان السعر مساويا لـ (38.53) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (38.67)
- _2014/10/23 حيث كان السعر مساويا لـ (30.29) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (31.73)
- _2014/12/04 حيث كان السعر مساويا لـ (29.03) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (30.85)
- _2014/12/17 حيث كان السعر مساويا لـ (27.89) وبالفعل فقد ارتفع السعر في اليوم الموالي إلى (30.11)

وبالتالي الإشارات كانت صحيحة حيث لو تم العمل بها لكانت عملية الشراء في الوقت المناسب حيث كانت الأسعار منخفضة وقبل أن ترتفع كما نلاحظ إشارة شراء أخرى ظهرت نتيجة الانفراج الحاصل بين السعر والمؤشر (السعر في انخفاض والمؤشر في ارتفاع) بتاريخ 2014/12/16 ليبدل على أن السعر لن يواصل الانخفاض وسيبدأ دورة نحو الارتفاع قريبا وبالفعل فقد كان السعر عند هذه النقطة مساويا لـ (26.11) ثم ففز في اليوم الموالي لـ (27.57) وواصل ارتفاعه.

ثالثا: تحليل الجمع بين مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة بينك الجزيرة(السعودية):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (04-05) (الدوائر الملونة بالبيان) أن مؤشر القوة النسبية قد أعطى إشارات بتغير الاتجاه وذلك قبل تغييره فعلا فقد كانت إشارات مبكرة، بينما مؤشر الماكد فقد كانت إشارات متأخرة إذ ظهرت بعد تغير الاتجاه، إلا أنها تعتبر مؤكدة لإشارات مؤشر القوة النسبية. فمثلا عندما وصل السعر إلى أدنى مستوياته (26.95) في 2014/10/16 ظهرت إشارة شراء بمؤشر القوة النسبية حيث نلاحظ أنها ظهرت حتى قبل وصول السعر إلى أدنى مستوياته فالإشارة جاءت مبكرة واستمرت حتى بدأ السعر في الارتفاع، بينما ظهرت الإشارة متأخرة بمؤشر الماكد بتاريخ 2014/10/23 أين كان السعر (30.29).

كما نلاحظ أنه باستخدامنا للمؤشرين تجنبنا بعض الإشارات التي لو تم العمل بها لكانت فرصة الربح فيها قليل، وربما خسارة إذا كانت عمولات البيع والشراء عالية كالتي ظهرت بمؤشر الماكد ولم تظهر بمؤشر القوة

النسبية (الإشارات التي لم تبرز باستخدام الدوائر الملونة بالشكل). هذا لا يعني أنها إشارات خاطئة، وإنما لكون المؤشرات الفنية لا تأخذ في الحسبان الضرائب وعمولات البيع والشراء.

المطلب الرابع: تطبيق مؤشرات التحليل الفني على أسهم المصارف المختارة من سوق فلسطين الأوراق المالية

سنحاول من خلال هذا المطلب تطبيق مؤشر القوة النسبية و مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على كل من بنك البنك الإسلامي الفلسطيني وبنك القدس للتنمية والاستثمار من سوق فلسطين للأوراق المالية.

الفرع الأول: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على البنك الإسلامي الفلسطيني (فلسطين)

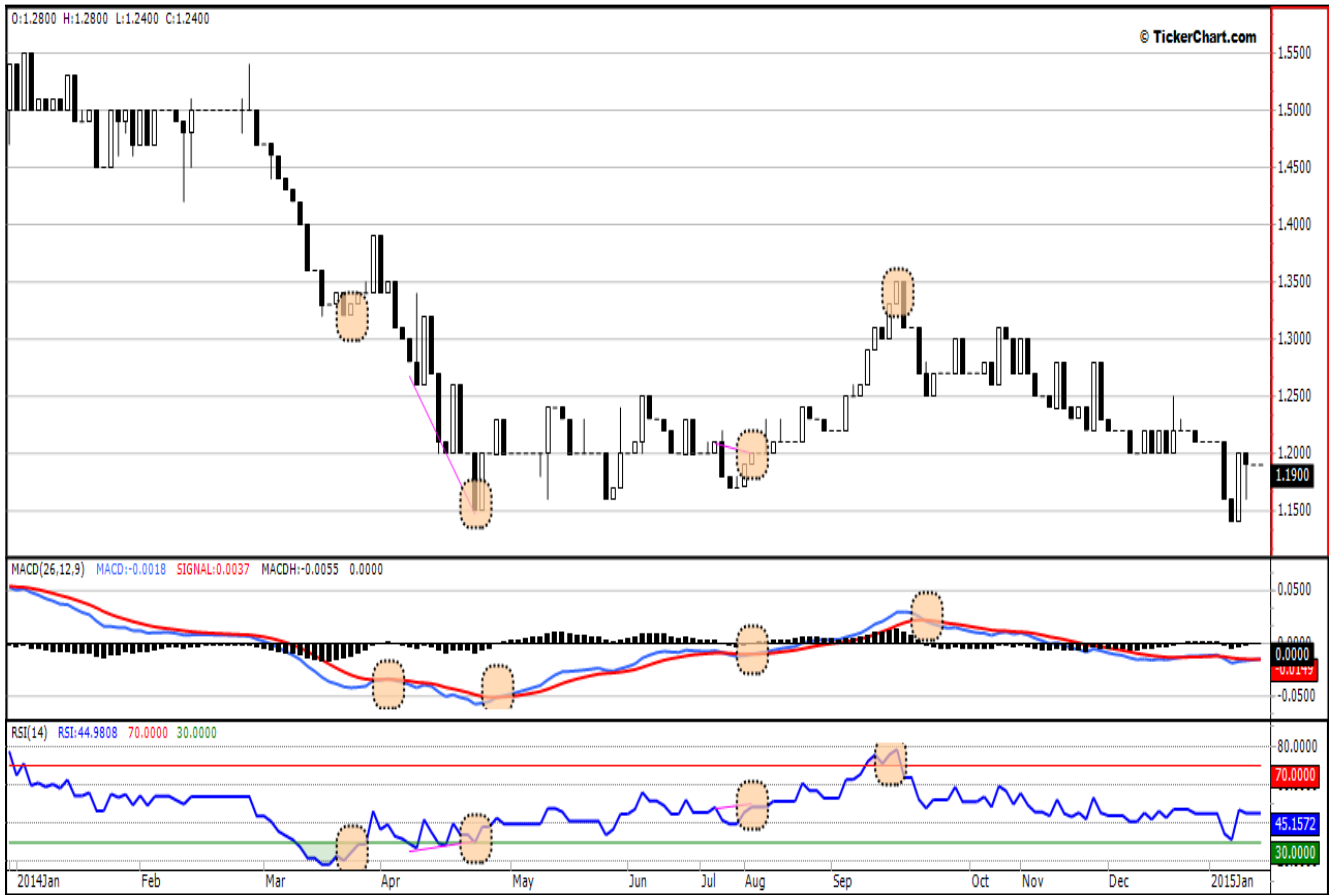
تأسس البنك الإسلامي الفلسطيني كشركة مساهمة عمومية محدودة تحت رقم (563200922) بتاريخ 1995/12/16 بموجب قانون الشركات لسنة 1929 وتعديلاته وحصل البنك على ترخيص سلطة النقد الفلسطينية بتاريخ 1997/5/15 حيث صرحت سلطة النقد الفلسطينية للبنك بمزاولة جميع الأعمال المصرفية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية. وقعت إدارة البنك الإسلامي الفلسطيني بتاريخ 13 مايو 2005 اتفاقية مع إدارة بنك القاهرة عمان تم بموجبها شراء صافي موجودات بنك القاهرة عمان فرع المعاملات الإسلامية من قبل البنك الإسلامي الفلسطيني بمبلغ وقدرة ثلاثة ملايين دولار وفي بداية عام 2010 تم توقيع اتفاقية مع بنك الأقصى الإسلامي تم بموجبها شراء محفظة بنك الأقصى . يمارس البنك الإسلامي الفلسطيني أعماله من خلال فرعه الرئيسي في مدينة غزة وشبكة فروعه المنتشرة في مختلف المحافظات وعددها (14) فرعاً ومكتب دير البلح¹.

ويمثل الملحق رقم (05) جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم للبنك الإسلامي الفلسطيني² (سعر الفتح، سعر الإقفال، أعلى سعر، أدنى سعر، كمية التداول)، والذي سيعتمد عليه في تمثيل بيان سعر السهم والمؤشرات الفنية المطبقة على السهم، كما سنعتمد عليه أيضاً في تحليل الإشارات المتولدة عن تطبيق المؤشرات في سهم البنك الإسلامي الفلسطيني.

¹ تاريخ التصفح <http://www.fxnewstoday.ae.2015/01/10>

² يمكن الحصول على جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم للبنك الإسلامي الفلسطيني من برنامج تكتشات ترند بعد ربطه بالانترنت.

الشكل (04-06): تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم البنك الإسلامي الفلسطيني (فلسطين) لسنة 2014



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج تكرتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (04-06) ثلاث منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر السهم، الوسطي منحنى مؤشر تقارب وتباع المتوسطات المتحركة، أما السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية، وسيتم تحليل كل مؤشر حسب طريقة عمله وفق الآتي:

أولاً: تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) بالبنك الإسلامي الفلسطيني (فلسطين): نلاحظ من البيان بالشكل (04-06) وصول مؤشر RSI إلى مستوى يفوق 70% بتاريخ 2014/01/06، وهي تعتبر إشارة بيع، وعند النظر إلى جدول الأسعار (الملحق 05) نجد أن السعر كان عند مستوى (1.65) ثم بدأ في الانخفاض بعد هذا التاريخ، وبالتالي فإن إشارة RSI كانت صحيحة.

ثم نلاحظ العديد من إشارات الشراء ظهرت بعد نزول مؤشر RSI إلى ما دون مستوى 30% أولها كان في الفترة من 2014/03/12 إلى 2014/03/30، أما الثانية فكانت في الفترة من 2014/04/10 إلى 2014/04/13، والثالثة من 2014/04/17 إلى 2014/04/20، والرابعة فكانت في 2014/04/24 وكلها

كانت إشارات صحيحة إذ أن الإشارة /الأولى كان السعر عندها يتراوح بين (1.36) و(1.32) وارتفعت بعدها أي بتاريخ 2014/03/31 إلى (1.39)، أما الثانية فالسعر كان فيها بين (1.26) و(1.28) ثم قفز بعدها ليبلغ (1.32) بتاريخ 2014/04/14، بينما الثالثة فمستوى السعر لم يتجاوز (1.21) إلا أنه ارتفع في اليوم الموالي 2014/04/21 إلى (1.26)، أما الإشارة الرابعة أين كان السعر في أدنى مستوياته (1.15) وبعدها أخذ في الارتفاع وما يؤكد هذه الإشارة الأخيرة هو الانفراج في مؤشر RSI حيث كانت حركة RSI متجهة نحو الأعلى بينما الأسعار نحو الأسفل ليبدل على أن اتجاه الأسعار سوف ينعكس من الهبوط إلى الصعود وبالفعل فقد بدأت في الارتفاع.

مرة أخرى نلاحظ ظهور إشارة شراء ناتجة عن انفراج مؤشر RSI عند تاريخ 2014/08/05 حيث نلاحظ عدم توافق بين حركته وحركة السعر (الأسعار في هبوط، المؤشر في صعود) مما يدل على أن الأسعار ستغير اتجاهها وتبدأ في دورة نحو الارتفاع وهو ما حدث حقا، إذ نجد السعر بذلك التاريخ عند قيمة (1.2) ثم بدأ في الارتفاع بعدها.

نلاحظ أيضا إشارة بيع ظهرت عندما وصل RSI إلى مستوى يفوق 70% من 2014/09/08 إلى 2014/09/15 وعند ملاحظة البيان نجد أن الأسعار في تلك الفترة كانت عند مستوى مرتفع حيث تراوحت بين (1.29) و(1.35) ثم بدأت دورتها نحو الانخفاض مما يؤكد صحة الإشارة.

ثانيا: تحليل مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة(الماكد) بالبنك الإسلامي الفلسطيني(فلسطين): نلاحظ من خلال الرسم البياني بالشكل (04-06) أن هناك إشارة شراء ظهرت لما قطع الماكد خط إشارته من الأسفل إلى أعلى وذلك بتاريخ 2014/04/01 حيث كان السعر عندها مساويا لـ(1.34) وفعلا فقد ارتفع في التاريخ الموالي إلى (1.35) وبعدها مباشرة تولدت إشارة بيع بتقاطع الماكد مع خط إشارته من الأعلى إلى أسفل بتاريخ 2014/04/08 حيث كان السعر مساويا لـ(1.31)، وبالرجوع إلى الجدول نجد أن الأسعار قد انخفضت حقا بعد الإشارة إلى (1.26)

ثم نلاحظ تقاطع الماكد مرة أخرى مع خط إشارته إلا أن التقاطع من الأسفل إلى أعلى ليتولد لنا إشارة شراء بتاريخ 2014/04/28 حيث كان السعر مساويا لـ(1.2)، وبتتبع الأسعار بالجدول (الملحق 05) نجد أن الإشارة كانت حقيقية إذ ارتفع السعر بعد ذلك التاريخ إلى (1.23).

نلاحظ وجود تقاطعات أخرى للماكد مع خط إشارته، أحدها بتاريخ 2014/07/16 تدل على البيع لأن التقاطع كان من الأعلى إلى أسفل وبالفعل فقد انخفض السعر بعد ذلك التاريخ من (1.18) إلى (1.17)، والتقاطع الآخر بتاريخ 2014/08/05 والذي تولد عنه إشارة شراء كون التقاطع كان من الأسفل إلى أعلى، وحقا بالعودة للجدول نجد أن الأسعار بعد التقاطع قد أخذت منحى تصاعدي

أما التقاطع الثالث فكان بتاريخ 2014/09/21 حيث أظهر إشارة بيع أين كان السعر مساوياً لـ (1.27) وفعلاً فقد انخفض السعر بعده إلى (1.25).

ثالثاً: تحليل الجمع بين مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة بالبنك الإسلامي الفلسطيني (فلسطين):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (06-04) (الدوائر الملونة بالبيان) أن مؤشر القوة النسبية قد أعطى إشارات بتغيير الاتجاه وذلك قبل تغييره فعلاً فقد كانت إشارات مبكرة، بينما مؤشر الماكد فقد كانت إشارات متأخرة إذ ظهرت بعد تغيير الاتجاه، إلا أنها تعتبر مؤكدة لإشارات مؤشر القوة النسبية. فمثلاً عندما وصل السعر إلى أدنى مستوياته (1.15) في 2014/04/24 ظهرت إشارة شراء بمؤشر القوة النسبية، بينما ظهرت الإشارة متأخرة بمؤشر الماكد بتاريخ 2014/04/28 أين كان السعر (1.2).

كما نلاحظ أنه باستخدامنا للمؤشرين تجنبنا بعض الإشارات التي لو تم العمل بها لكانت فرصة الربح فيها قليل، وربما خسارة إذا كانت عمولات البيع والشراء عالية كالتي ظهرت بمؤشر الماكد ولم تظهر بمؤشر القوة النسبية (الإشارات التي لم يتم إبرازها باستخدام الدوائر الملونة بالشكل). هذا لا يعني أنها إشارات خاطئة، وإنما تكون المؤشرات الفنية لا تأخذ في الحسبان الضرائب وعمولات البيع والشراء.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بنك القدس للتنمية والاستثمار (فلسطين)

أسس البنك في 2 ابريل 1995، كشركة مساهمة عامة محدودة وبرأسمال حالي يبلغ 50 مليون دولار أمريكي. يحرص البنك دائماً بخبرته المميزة على توظيف مصادر الأموال لديه للقيام بدور فعال وتنموي لكافة شرائح عملائه على اختلافهم وذلك بالإدارة المتوازنة والحصينة لمصادر الأموال واستخداماتها على حد سواء لتحقيق أفضل عائد على رأس المال المستثمر.

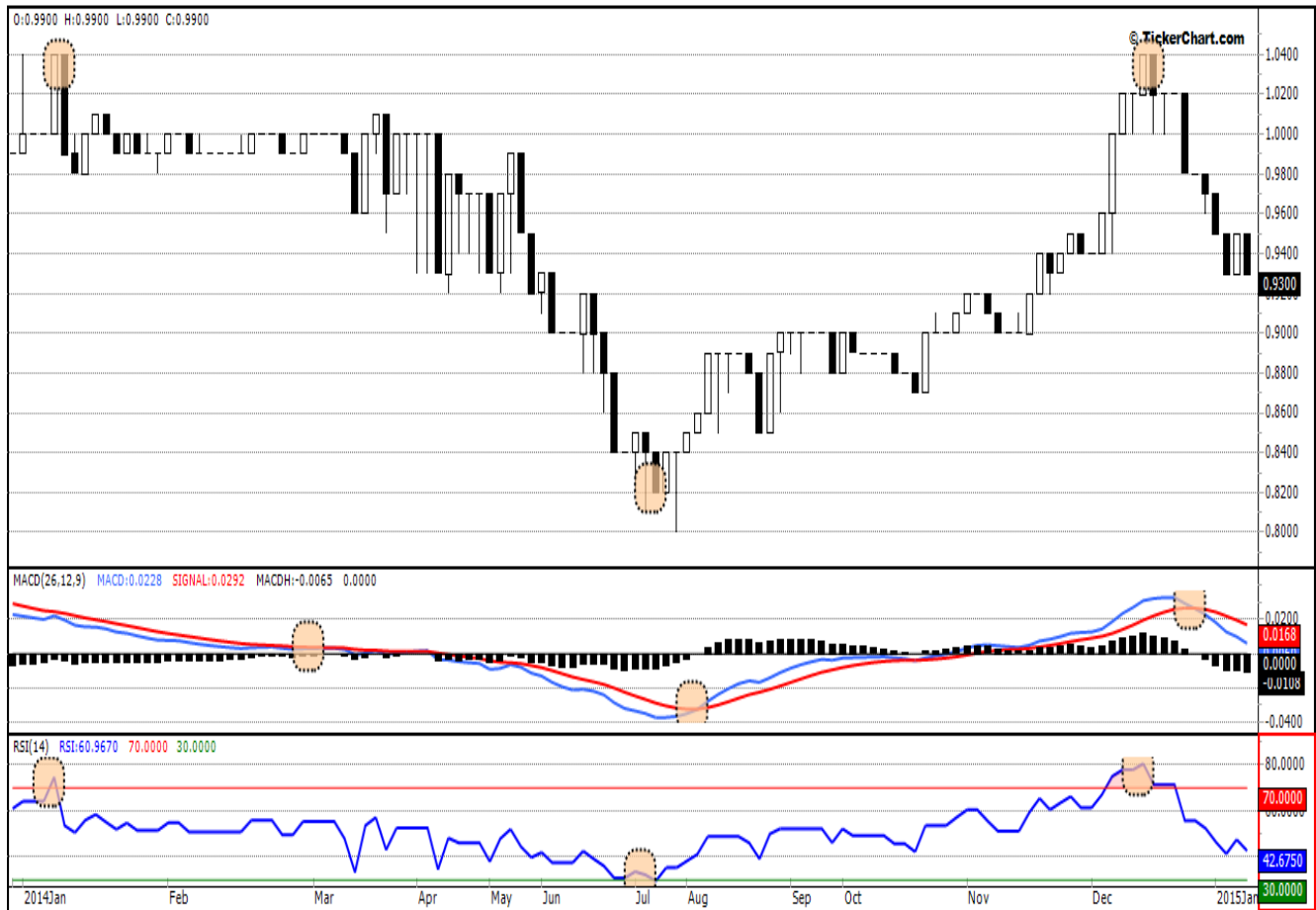
يمارس البنك نشاطه التجاري في فلسطين ويرتكز على جذب ودائع العملاء على مختلف أنواعها، ووضع حلول تمويلية تستهدف الأفراد والشركات بالإضافة إلى المشاريع المتوسطة والصغيرة بمختلف القطاعات والإسهام المباشر وغير المباشر في دعم الاقتصاد الوطني.

يمارس البنك نشاطه المصرفي من خلال إدارته العامة ومركزها الرئيسي في مدينة رام الله - منطقة الماصيون ومن خلال سبع وعشرين فرعاً ومكتباً منتشرة في أرجاء الوطن كافة¹.

¹ تاريخ التصفح http://www.qudsbank.ps، 2015/01/10

ويمثل الملحق رقم (06) جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك القدس للتنمية¹ (سعر الفتح، سعر الإقبال، أعلى سعر، أدنى سعر، كمية التداول)، والذي سيعتمد عليه في تمثيل بيان سعر السهم والمؤشرات الفنية المطبقة على السهم، كما سنعتمد عليه أيضا في تحليل الإشارات المتولدة عن تطبيق المؤشرات في سهم بنك القدس للتنمية.

الشكل (04-07): تطبيق مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة على بيان سعر سهم بنك القدس للتنمية والاستثمار (فلسطين) لسنة 2014



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج تكرتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (04-07) ثلاث منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر السهم، الوسطي منحنى مؤشر تقارب وتباع المتوسطات المتحركة، أما السفلي فيمثل منحنى مؤشر القوة النسبية، وسيتم تحليل كل مؤشر حسب طريقة عمله وفق الآتي:

¹ يمكن الحصول على جدول الأسعار الذي يلخص أداء السهم لبنك القدس للتنمية من برنامج تكرتشارت ترند بعد ربطه بالانترنت.

أولاً: تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) بينك القدس للتنمية (فلسطين): بمتابعة الرسم بالشكل (04-07) نجد أن مؤشر RSI أظهر ثلاث إشارات (بيع، شراء، بيع) حيث:

نلاحظ من البيان وصول مؤشر RSI إلى مستوى يفوق 70% بتاريخ 2014/01/14 مما يدل على وجود حالة مغالاة في عمليات الشراء وبالتالي فإن الأسعار ستكون مرتفعة - كلما زاد الطلب زاد السعر - أي أنها إشارة مبكرة للبيع وبالفعل عند الرجوع إلى جدول الأسعار (الملحق 06) نجد أن السعر كان مساوياً لـ (1.04)، ثم انخفض في اليوم الموالي إلى (0.99).

ثم نلاحظ إشارة شراء عند نزول مؤشر RSI إلى ما دون مستوى 30% بتاريخ 2014/07/20، وفعلاً فقد كانت الأسعار عند هذا التاريخ مساوية لـ (0.82) ثم أخذت بعده في الارتفاع.

كما نلاحظ وصول مؤشر RSI مرة أخرى إلى مستوى يفوق 70% في الفترة بين 2014/12/04 - 2014/12/21، وهي منطقة تدل على تواجد عمليات شراء مفرطة، وبذلك فهي تعتبر مناسبة للقيام بعمليات البيع، وعند متابعة جدول الأسعار نجد أن الأسعار كانت مرتفعة فعلاً حيث تراوحت بين (1) و (1.02) ثم بدأت في الانخفاض بعد تاريخ 2014/12/21، فقد نزلت إلى (0.98) في 2014/12/24 مع مواصلة النزول. وهو ما يعطي مصداقية نسبية لهذا المؤشر.

ثانياً: تحليل مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) بينك القدس للتنمية (فلسطين):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل (04-07) أن هناك تقاطع بين الماكد وخط إشارته بتاريخ 2014/03/04 من الأسفل إلى الأعلى وبنفس التاريخ من الأعلى إلى أسفل بمعنى أن الماكد لمس خط إشارته ثم نزل منه ليبدل هذا على إشارة البيع، وبالعودة إلى جدول الأسعار (الملحق 06) نجد أن إشارة البيع كانت صحيحة إذ كانت الأسعار بتاريخ 2014/03/04 تساوي (1) ثم انخفضت بعده إلى (0.99) ثم إلى (0.96).

نلاحظ أيضاً إشارتي بيع أخرتين ظهرت بتقاطع الماكد مع خط إشارته بنفس الطريقة السابقة، وذلك بتاريخ 2014/03/12، والأخرى بتاريخ 2014/04/02، وبالرجوع إلى جدول الأسعار نجد أن الإشارتين صحيحتين، إذ أن الإشارة الأولى كان السعر عندها مساوياً لـ (1.01) ثم انخفض بعدها إلى (0.97)، أما السعر في الإشارة الثانية كان مساوياً لـ (1) وانخفض بعدها إلى (0.93).

كما يمكن ملاحظة من الرسم البياني أن هناك إشارة شراء، ظهرت بتقاطع الماكد مع خط إشارته من الأسفل إلى أعلى بتاريخ 2014/08/05، وبالعودة إلى جدول الأسعار نجد أن السعر عند تلك الإشارة كان مساوياً لـ (0.86) وبالفعل لقد ارتفع في اليوم الموالي إلى (0.89).

وهناك إشارة شراء أخرى ظهرت بتقاطع الماكد مع خط إشارته بتاريخ 2014/10/22 حيث لمس الماكد خط إشارته ثم واصل ارتفاعه، وقد كانت هذه الإشارة صحيحة إذ بتتبع الأسعار بالجدول نجد السعر بتاريخ 2014/10/22 يقدر بـ(0.87) ثم ارتفع في اليوم الموالي إلى (0.9) وواصل ارتفاعه بعدها.

ثم نجد تقاطع آخر للماكد مع خط إشارته من الأعلى إلى أسفل ليبدل على إشارة البيع بتاريخ 2014/12/19، وبالفعل فالإشارة كانت صادقة، حيث كان السعر عندها يساوي (0.98) ثم انخفض في اليوم الموالي إلى (0.97) وواصل الانخفاض.

ثالثاً: تحليل الجمع بين مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة بينك القدس للتممية(فلسطين):

نلاحظ من خلال البيان بالشكل(04-07) (الدوائر الملونة بالبيان) وكذا من التحليلات السابقة أن مؤشر الماكد إشارته متأخرة مقارنة بمؤشر القوة النسبية. وهي نفس النتائج التي تم ملاحظتها في التحليلات السابقة في كل من بنك الاتحاد، البنك الاستثماري، البنك الإسلامي الفلسطيني. فمثلاً عندما وصل السعر إلى أعلى مستوياته (1.04) بتاريخ 2014/01/14 ظهرت إشارة بالبيع في مؤشر القوة النسبية، بنما في مؤشر الماكد لم تظهر إلا بعد مدة من الزمن أي بتاريخ 2014/03/04 أين كان السعر مساوياً لل (1).

خلاصة الفصل الرابع:

إن عملية الاستثمار في الأسهم تتطلب الإلمام بالبيانات الاقتصادية للسهم المراد الاستثمار فيه، غير أن هذا وحده لا يكفي لتحقيق أفضل المكاسب، فالمستثمر الرشيد يسعى لتحقيق أكبر قدر ممكن من المكاسب بأقل التكاليف، ولهذا يتطلب الأمر بالإضافة إلى الإلمام بالبيانات الاقتصادية للسهم تحديد التوقيت المناسب للاستثمار فيه، والذي يمكن تحديده من خلال تطبيق مؤشرات التحليل الفني، وتتبع مؤشر السوق، ذلك أن ارتفاعه يؤدي إلى ارتفاع الأسعار بشكل عام بسبب الإقبال الكبير على الشراء، وانخفاضه يؤدي إلى الإقبال على البيع وبالتالي انخفاض الأسعار.

وقد حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في مجموعة من أسواق الأوراق المالية العربية، وهي سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودي، سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث قمنا في مرحلة أولى باستخدام مجموعة من مؤشرات التحليل الفني التي تمكننا من الحكم على مدى قدرة التحليل الفني في توقع الأسعار في المستقبل وبالتالي الحكم على دوره في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب، ومن بين هذه المؤشرات استخدمنا مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة، مؤشر قوة النسبية، ومن ثم حللنا المؤشرين بنفس الوقت.

بالنسبة لمؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد)، فبالرغم من أن عدد الإشارات (إشارات الشراء والبيع) التي يعطيها كثيرة وصحيحة إلا أنها ليست بالدقة الكافية التي يمكن الاعتماد عليها إذ أغلبها يكون فيها الربح المتولد عنها منخفض جدا والذي يمكن أن يتحول إلى خسارة إذا ما كانت عمليات الشراء والبيع أو الضرائب المفروضة كبيرة وذلك لتولد الإشارات خارج بداية ونهاية الدورات نحو الانخفاض أو الارتفاع، ومع هذا فقد أعطى إشارات جيدة عند بداية ونهاية تلك الدورات رغم كونها متأخرة نوعا ما مقارنة بمؤشر القوة النسبية، ولهذا من الأفضل عدم استخدام مؤشر الماكد وحده بل يجب استخدامه مع مؤشرات أخرى لتجنب الإشارات المضللة، كما تم في الدراسة فقد استخدم مع مؤشر القوة النسبية، وبهذا استخدمت نتائج مؤشر الماكد لتأكيد نتائج مؤشر القوة النسبية.

بينما مؤشر القوة النسبية فقد أعطى نتائج ممتازة كونه ولد إشارات صحيحة وفي الوقت المناسب حيث ولد إشارات البيع عند نهاية الدورات نحو الارتفاع، وإشارات شراء عند نهاية الدورات نحو الانخفاض.

أكدت هذه النتائج صحة مؤشرات التحليل الفني وعلى أن هذا الأخير له القدرة على تحديد الوقت المناسب للاستثمار في الأسهم، وبالتالي فالتحليل الفني يلعب دور جد هام في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم وترشيده، من خلال مساعدته في توقع اتجاهات الأسعار مستقبلا، ومن ثم اتخاذ قرار الشراء عند وصول الأسعار إلى أدنى مستوى لها، واتخاذ قرار البيع عند وصول الأسعار في أعلى مستوى لها. ولقد سجلنا هذه النتائج في كل من أسهم بنوك سوق عمان المالي، سوق الأسهم السعودية، سوق فلسطين للأوراق المالية، مما يدل أن التحليل الفني ليس حكرا على أسهم معينة أو أسواق معينة، بل يمكن تطبيقه على جميع الأسهم وفي أي سوق للأسهم.

الخاتمة العامة

يناح أمام المستثمرين في الأسواق المختلفة أنواع متعددة من الأصول الاستثمارية، والتي من الممكن أن تكون أصول استثمارية عينية كالسلع والعقارات ... وغيرها، كما قد تكون أصول استثمارية مالية والتي من أهمها الأوراق المالية. إذ يعتبر الاستثمار في تلك الأوراق من أهم أوجه الاقتصاديات الحديثة، ذلك لظهور ما يعرف بسوق الأوراق المالية والتي تمثل القناة التي يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض مالية إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي.

وتعتبر الأسهم أكثر الأوراق المالية المتداولة، حيث تشهد توجها كبيرا من قبل المستثمرين نحوها لما له من صفات ومميزات. وأهمية الأسهم لا تكمن في كونها تعطي حق الملكية في المنشأة المصدرة للسهم فقط، وإنما بسبب حجم العوائد التي تحققها مقارنة بغيرها من الأوراق المالية. إلا أن هذه العوائد تصحبها درجة عالية من المخاطر ما جعلها سلعة تستلزم الحذر عند اتخاذ قرار الاستثمار فيها، وحتى يكون القرار سليما ينبغي استخدام أحد الأساليب التي من شأنها المساعدة في عملية اتخاذ القرار، ونخص بالذكر التحليل الفني والذي من خلاله يمكن التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلا اعتمادا على البيانات التاريخية للأسعار، ومن ثم يمكن تحديد الوقت الملائم لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء أو البيع.

نتائج واختبار صحة الفرضيات:

وحسب ما توصلت إليه الدراسة فإن نتائج اختبار الفرضيات جاءت على النحو التالي:

1. يرتبط مفهوم سوق الأوراق المالية كغيرها من الأسواق بكونها المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل في سلعة معينة، وتتمثل السلعة التي يتم التعامل بها بسوق الأوراق المالية في الأوراق المالية المختلفة كالأسهم، السندات، الأسهم الممتازة، المشتقات المالية... وتعد الأوراق المالية طويلة الأجل خاصة الأسهم السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهو ما يعني صحة الفرضية الأولى.

2. تستند عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم على مجموعة من الأسس أو العناصر التي ينبغي على

المستثمر التوفيق بينها، والتي تتمثل في العائد المتوقع للاستثمار، ودرجة المخاطرة المتوقعة. إذ أن

الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة يبنى على أساس العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المتوقعة عن

كل بديل. بالإضافة إلى المدة الزمنية للاستثمار أي بتحديد فترة زمنية تتناسب مع العائد والمخاطرة

وأيضا تحديد الوقت المناسب للاستثمار، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

3. يقصد بالتحليل الفني هو عملية رصد معطيات الماضي للسوق (الأسعار التاريخية، حجم التداول، تاريخ

التداول، أعلى سعر، أدنى سعر...)، وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف اكتشاف نمط

لحركة الأسعار يمكن من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلا أي معرفة ما إذا كانت ستتجه نحو

الارتفاع أو نحو الانخفاض، وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري إما بالشراء إذا تم التنبؤ بأن الأسعار سترتفع مستقبلاً، والعكس في حالة البيع وهو ما يعني صحة الفرضية الثالثة.

4. تؤكد نتائج الدراسة التطبيقية صحة الفرضية الرابعة، يساعد التحليل الفني على اتخاذ القرار الاستثماري وترشيده، فمن خلال التحليلات في مختلف البنوك والأسواق محل الدراسة تبين أن النتائج المتوصل لها نفسها. حيث استطعنا التنبؤ بحركة سعر السهم سواء نحو الانخفاض أو نحو الارتفاع. وبالتالي تمكنا من الوصول إلى التوقيت المناسب لعملية الشراء والبيع، بحيث يتخذ قرار الشراء عند بداية الدورة نحو الارتفاع، ويتخذ قرار البيع عند بداية الدورة نحو الانخفاض، وبالتالي الحصول على أعلى عائد ناتج عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وبأقل التكاليف حيث أن استخدام التحليل الفني لا يتطلب تكاليف مرتفعة للبحث عن المعلومات وتحليلها من قبل المتخصصين فقط يكفي تتبع حركة الأسعار في الماضي.

نتائج الدراسة:

توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج نذكر منها:

1. تشكل سوق الأوراق المالية ركناً هاماً من أركان النظام التمويلي، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد والمجموعات وتمميته عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك من أجل تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساهم في تنمية الاقتصاد الوطني وتطوره، فالعلاقة مباشرة بين النمو الاقتصادي ونمو سوق الأوراق المالية.
2. يقصد بالكفاءة الكاملة عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم مما يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف. وعليه يطلق على السوق مفهوم الكفاءة الكاملة إذا توفرت مجموعة من الشروط مثل: أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت وبدون تكاليف، عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها، للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر،
3. تتمثل عوائد الأسهم في توزيعات الأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفروق بين سعر الشراء وسعر البيع.
4. للسهم ستة قيم تتمثل في: القيمة الاسمية والتي تكون مدونة على السهم، القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم التي تظهر في سجلات وقيود الشركة المصدرة له، القيمة عند التصفية: هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها، قيمة السهم حسب العائد: وتمثل القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يطمح بالحصول

عليه مقابل استثمار أمواله، القيمة السوقية وهي القيمة الناتجة عن تفاعل قوى العرض والطلب، القيمة الحالية (الحقيقية، العادلة) وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح، وإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية، فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية.

5. يؤدي التنوع في محفظة الأوراق المالية إلى تعظيم عائدها وتدنية خطرها أي تحسين العلاقة (عائد-خطر)، ويمكن أن يكون التنوع في الأوراق المالية المختلفة، كما يمكن أن يكون في أسواق مختلفة لنكون بصدد التنوع الدولي وهنا في هذا الأخير يجب توخي الحذر من جانب الضرائب المفروضة على غير المقيمين، إذ يمكن أن تكون الضرائب عائق لتعظيم العوائد.

6. يعد القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر وبأقل التكاليف، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل حيث تبدأ بتحديد المشكلة الاستثمارية، ثم تحديد البدائل المتاحة وتحليلها، وتنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ وفقا لأهداف المشروع الاستثماري.

7. لقد أثبت مؤشر القوة النسبية قدرته على اكتشاف تغير الاتجاه في أسعار الأسهم مبكرا في جميع الأسواق محل الدراسة مما يعطيه مصداقية أكبر من مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة الذي أظهر في جميع الأسواق قدرته على التنبؤ بالاتجاه هو الآخر لكن بإشارات متأخرة أي بعد تغير الاتجاه فعلا، إلا أن هذا لا ينفي أهمية هذا المؤشر، فلو لم يتم استخدام المؤشر لكان من الممكن القيام بعملية الشراء مثلا عندما كان السعر في أعلى مستوياته، فهو قد ساعد على اتخاذ القرار الصائب ولو بعوائد قليلة نوعا ما إذا ما قورن بمؤشر القوة النسبية.

8. أظهر مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة في مختلف الأسواق المدروسة مجموعة من الإشارات التي من الأفضل عدم العمل بها ليست لكونها خاطئة، لكن باعتبارها لم تبين تغير الاتجاه الرئيسي إلى أعلى أو إلى أسفل للاستفادة من الفروقات الكبيرة في الأسعار، وإنما كانت توضح التغيرات الحاصلة في الاتجاه الثانوي والتي تكون فيها العوائد قليلة، والتي من الممكن أن تتحول إلى خسارة إذا ما كانت عمولات البيع والشراء أكبر من العائد المتوقع في هذه الحالة. ولهذا من المستحسن تطبيق مؤشر آخر مع مؤشر تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة لتأكيد الإشارات.

التوصيات والمقترحات:

في ضوء ما خلصت إليه الدراسة نحاول اقتراح بعض التوصيات، والتي تتمثل في:

1. ينبغي على المستثمر الذي يرغب في تعظيم عوائده، وترشيد قراره الاستثماري، أن يستخدم التحليل الفني بعد أن يكون انتهى من التحليل الأساسي. إذ أن التحليل الفني وحده يحدد توقيت الشراء أو البيع للسهم لتحقيق عوائد رأسمالية ناتجة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع فقط، بينما التحليل الأساسي

فيحدد القيمة الحقيقية للسهم من خلال العوائد (الأرباح) التي سيحققها مستقبلاً، وبالتالي يحدد السهم الذي سيدير أكثر ربح، ولو تم استخدام هذا الأسلوب وحده فإنه يمكن الدخول أو الخروج من ذلك السهم في وقت غير مناسب، بينما الدمج بين التحليلين سيحدد السهم الأفضل للاستثمار فيه وفي الوقت المناسب، وبالتالي تحقيق عوائد أكثر.

2. ينبغي على المستثمر الذي يستخدم التحليل الفني أن لا يعتمد على مؤشر واحد، وإنما يفضل الاعتماد على أكثر من مؤشر لتأكيد إشارات البيع والشراء، وجعلها أكثر موثوقية ومصداقية.

3. على المستثمر أن يلم بأغلب المؤشرات الفنية والتعرف على كيفية استخدامها، ميزاتها، ونقاط ضعفها، للوقوف على أفضلها بالنسبة له.

4. ينبغي على المستثمر الذي يرغب في الاستثمار في الأسهم في أكثر من سوق الانتباه إلى معدل الضريبة المفروض على غير المقيمين، قبل الشروع في العمل بالإشارات المتولدة عن تطبيق مؤشرات التحليل الفني، لأنها قد تكون أكثر من العوائد التي سيحققها ما يجعل الربح يتحول إلى خسارة.

آفاق البحث:

تناول هذا البحث موضوع التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في مجموعة من الدول العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، إلا أن التحليل الفني حديثاً لم يعد يقتصر استخدامه على الأسهم بل قد بدأ تطبيقه في أسواق العقود المستقبلية وسوق العملات، وهو ما يفتح مجالاً للبحث في هذا الشأن. وبالتالي يمكن اقتراح مجموعة من المواضيع مثل:

- دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالعقود المستقبلية.
- دور التحليل الفني في التقليل من مخاطر الاستثمار في البنوك الإسلامية.
- التقليل من مخاطر الاستثمار في الأسهم عن طريق الجمع بين التحليل الأساسي والتحليل الفني.

قائمة المراجع

-المراجع باللغة العربية:

1-الكتب:

1. آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة (كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ج1، 2005)
2. آل شبيب دريد كامل ، إدارة المحافظ الاستثمارية،(دار المسيرة، الأردن، 2010)
3. آل شبيب دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري (دار اليازوري العلمية، الأردن، 2008)
4. أنطوان الناشف خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية (المؤسسة الحديثة للكتاب، ج2، لبنان، 2000)
5. برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية (دار الفاروق، مصر، 2006)
6. البرواري محمد شعبان إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية (دار الفكر، سوريا، 2001)
7. بسيوني عيد الأول عابدين محمد ، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة(دار الفكر الجامعي، مصر، 2007)
8. بن الضيف محمد عدنان ، مقومات الاستثمار(دار النفائس،الأردن، 2012)
9. البنا جلال ، ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية والبورصات والمشتقات (شركة الندى للطباعة، مصر، 2006)
10. بني هاني حسين، الأسواق المالية طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة(دائرة المكتبة الوطنية،الأردن، 2002)
11. التميمي أرشد فؤاد ، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات (دار اليازوري العلمية، الأردن، 2012)
12. جبار محفوظ ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية(سلسلة التعريف بالبورصة، مصر، ج1، 2002)
13. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية(سلسلة التعريف بالبورصة، ج2، 2002)
14. الحاج علي توفيق ، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية (دار الاعصار العلمي، الأردن، 2012)

15. حردان طاهر ، أساسيات الاستثمار (دار البداية، دار المستقبل، الأردن، 1997)
16. حماد طارق عبد العال ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2000)
17. حماد طارق عبد العال ، دليل التعامل في البورصة (الدار الجامعي، مصر، 2007)
18. حماد طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2005)
19. حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم (المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012)
20. الحناوي محمد صالح ، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية(المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007)
21. الحناوي مصطفى محمد، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر(المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007)
22. حنفي عبد الغفار ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2003-2004)
23. حنفي عبد الغفار ، رسمية قرياقس، أسواق المال وتمويل المشروعات (الدار الجامعية، مصر، 2005)
24. حنفي عبد الغفار، قرياقس سمية، البورصات والمؤسسات المالية (الدار الجامعية، مصر، 2002)
25. خريوش حسني علي ، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية(بورصة الأسهم والسندات المالية) (دار زهران، الأردن، 2013)
26. الخطيب محمد محمود ، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهم (دار الحامد، الأردن، 2010)
27. ديقيدسون ألكسندر ، المضاربة في البورصة (دار الفاروق، مصر، 2006)
28. رمضان زياد ، مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي) (دار وائل للنشر، الأردن، 2005، 3)
29. رمضان زياد ، مروان شموط، الأسواق المالية (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007)
30. زويل محمود أمين ، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها(دار الوفاء، مصر، 2000)
31. سويلم محمد علي ، أدوات الاستثمار في البورصة دراسة مقارنة (دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2013)

32. السبسي صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية (دار الوسام، لبنان، 1998)
33. شطناوي زكريا سلامة عيسى ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي (دار النفائس، الأردن، 2009)
34. الشمري ناظم محمد نوري ، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي (دار وائل، الأردن، 1999)
35. شمعون شمعون، البورصة (دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998)
36. شموط مروان ، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008)
37. الصيرفي محمد ، البورصات (دار الفكر الجامعي، مصر، 2008)
38. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008)
39. الطوابي محمد أحمد حلمي ، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي (دار الفكر الجامعي، مصر، 2011)
40. عبد الجواد محمد عوض، علي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة أسهم، سندات، أوراق مالية (دار الحامد، الأردن، 2006)
41. عبد الحميد عبد المطلب ، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية (الدار الجامعية، مصر، 2006)
42. عبد الرحيم محمد ابراهيم ، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي (مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008)
43. عبد العزيز سمير محمد ، اقتصاديات الاستثمار - التمويل - التحليل المالي (مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 1997)
44. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية (دار الكتاب الحديث، مصر، 2010)
45. عبد النبي محمد أحمد ، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي (زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009)

46. العبد جلال ابراهيم ، تحليل وتقييم الأوراق المالية (الدار الجامعية، مصر، 2003)
47. عجام هيثم ، التمويل الدولي (دار زهران ،الأردن، 2006)
48. العدوى محمد شكري الجميل ، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية (دار الفكر الجامعي، مصر، 2012)
49. العريبي عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) (دار الرضا، سوريا، 2002)
50. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) (دار أسامة، الأردن، 2007)
51. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية (دار الكتب والوثائق العمومية، مصر، 2010)
52. عصران جلال عصران، تقييم ظاءاء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية:مدخل مقارن (دار التعليم الجامعي، مصر، 2010)
53. عطون مروان ، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) (ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، ج1، 2003)
54. فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية (فهد عبد الله الحويمان، الرياض، ط2، 2006)
55. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية (دار وائل، الأردن، 2008)
56. قرياقص رسمية ، أسواق المال (أسواق-رأس المال- المؤسسات)(الدار الجامعية، مصر، 1999)
57. كداوي طلال ، تقييم القرارات الاستثمارية (دار اليازوري العلمية، الأردن، 2008)
58. لطفى أحمد محمد أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية (دار الفكر الجامعي، مصر، 2008)
59. معراج هواري، عباس بهناس، أحمد مجدل، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية (دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013)
60. ملاك وسام ، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، (دار المنهل اللبناني، لبنان، 2003)
61. منصوري الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية (دار الراية، الأردن، 2012)
62. المهيلمى عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية (شركة البلاغ للطباعة، مصر، ط6، 2004)

63. الموسوي منعم زمير ، بحوث العمليات مدخل علمي لاتخاذ القرارات (دار وائل للنشر، الأردن، 2009)
64. ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل (مجذ المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، لبنان، 2012)
65. نبيه نسرين عبد الحميد ، البورصة(ماهيتها-تاريخها-مستقبلها-ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)(المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012)
66. النجار فريد ، أسواق المال والمؤسسات المالية (الدار الجامعية، مصر، 2009)
67. هندي منير ابراهيم ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) (منشأة المعارف، مصر، 2008)
68. هندي منير ابراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال (المكتب العربي الحديث، مصر، 2009)
69. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية (دار صفاء، الأردن، 2003)
70. يوسف محمد ياسين، البورصة"عمليات البورصة-تنازع القوانين-اختصاص المحاكم"(منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2004)
- 2- أطروحات الدكتوراه:
71. بن حاسين بن عمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012-2013
72. بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005_2006
73. زيطاري سامية ، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004
74. شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011-2012

75. لطرش سميرة ، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010
76. مريمت عديلة ، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2009-2010
- 3-رسائل الماجستير:**
77. أبو الضيف ناهض خضر ، أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011
78. البحيصي عصام محمد ، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الادارية دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة في فلسطين، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006
79. بلجبلية سمية ، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006 ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010
80. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008
81. بن خروف جليلة ، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات دراسة حالة المؤسسة الوطني لانجاز القنوات 2005/2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2008-2009
82. بن عزوز عبد الرحمان ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012

83. بن مالك عمار ، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011
84. بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007
85. بوطكوك نهى، دراسة تحليلية واستشرافية للنظام المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل والاستشراف الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2008-2009
86. بوعاملي ياسين ، الخوصصة ودور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغاربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، التحليل والاستشراف الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009-2010
87. جابو سليم ، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001 و2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2011-2012
88. جمعة خالد عبد الرحمن يونس، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011
89. حجاج محمد الهاشمي ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2007-2009، مذكرة ماجستير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2011-2012
90. الحمود غدير بنت سعد ، العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الادارية، جامعة الملك سعود، السعودية، 2010

91. الداوي خيرة ، تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012
92. الدويبي محسن سميرة ، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق دراسة حالة بنك BNP، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم لتجارية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006
93. الراوي خالد وهيب، الاستثمار (مفاهيم-تحليل استراتيجي)(دار المسيرة، الأردن، 1999)
94. سرارمة مريم ، دور المشتقات المالية وتقنية للتوريق في أزمة 2008"دراسة تحليلية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011_2012
95. سكيك طارق فايز، أثر التقارير المالية المرحلية على سعر السهم وحجم التداول، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية، غزة
96. سلطان حسن ، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006 ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010
97. سمور نبيل خليل طه ، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مذكرة ماجستير إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007
98. سودة زاهرة يونس محمد، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006
99. شرابي عماد الدين، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالإعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على 20 مؤسسة مدرجة في CAC40 ؛ مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية ، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011
100. صديقي صيفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011-2012،

101. عبد الدايم سمير حسن ، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ، تخصص محاسبة وتمويل ، كلية التجارة ، الجامعة الاسلامية، غزة، 2010
102. غزال محمد ، دور الصكوك الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات الأعمال والتجارة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013
103. الفالوجي محمد يوسف عنتر ، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند السوق الضعيف دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق 2004-2005، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، قسم المحاسبة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية غزة
104. مسعودي حسام ، واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2009)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012
105. مناع فاتح ، دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008
106. نصار خالد محمد ، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية (دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الاسلامية غزة، 2006
- 4- **بحوث الملتقيات أو المؤتمرات:**
107. تسعديت بوسبعين، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومات المحاسبية، ملتقى دولي تحت: عنوان إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، بجامعة العقيد أكلي محند، البويرة
108. حشايشي سليمة ، التقييم العادل لمخار الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009

109. حطاب سامي، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المال والسلع، أبو ظبي، 2007
110. خميسي بن رجم محمد، المنتجات المالية المشتقة أدوات مستحثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 20-21 أكتوبر 2009
111. مركز البحوث والدراسات، السوق المالية السعودية الواقع والمأمول، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، 2005.
- 5-المجلات:**
112. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-
2010
113. بن حاسين بن اعمر، جديدين لحسين، بن بوزيان محمد، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد2، سنة 2012
114. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، 2004
115. تاج الدين ميادة صلاح الدين، الشكرجي بشار ذنون محمد، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 89، سنة 2008
116. جبار محفوظ، اختيار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004 دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007
117. سويبي هوارى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007
118. شرابي عماد الدين، موساوي عبد النور، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني دراسة تطبيقية على أسهم 20 شركة مدرجة في CAC 40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة منتوري قسنطينة، العدد6، 2010

119. الشكرجي بشار ذنون، تاج الدين ميادة صلاح الدين، سليمان فتحي محمد، التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج العربي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010
120. الشوبكي يونس عليان، أثر المعلومات المحاسبية التي خضعت للمراجعة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 28، بغداد، 2011
121. الغزالي عيسى محمد، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، سنة 2004
122. قبلان حسين، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 2011، 11
123. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 7، 2009-2010

6-مراجع إلكترونية:

- http://ar.wikipedia.org/wiki.124
- http://www.ase.com.jo/ar.125
- http://www.baj.com.sa/ar.126
- http://www.bankalatihad.com/ar.127
- http://www.fxnewstoday.ae.128
- http://www.investbank.jo/ar.129
- http://www.pex.ps.130
- http://www.qudsbank.ps.131
- http://www.tadawul.com.sa.132
- http://www.tickerchart.com/m/w.133
- https://www.onecard.net .134
- https://www.riyadbank.com/ar .135

7- مواقع على شبكة الانترنت:

136. بديوي محمد ابراهيم، تداول الأسهم، على الموقع الالكتروني:

www.sandroses.com/myBooks2/Stock_trading2.pdf تاريخ التصفح 2015/01/09

137. بلحسن فيصل، عبو هدة، مخاطر المشتقات المالية، على الموقع: iefpdia.com/arab/wp-

content/uploads/2010/11/مخاطر-المشتقات-المالية-بلحسن-فيصل-و-عبو-هدة-و-عبو-عمر.pdf ،
تصفح يوم 2014/05/30

138. تكثرشارت، دليل تكثرشارت للتحليل الفني، على الموقع:

http://www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf تاريخ التصفح: 2014/05/20

139. شريف حسن علي، دليل المستثمر الصغير لإستثمار أمواله في البورصة، على الموقع

الالكتروني: http://www.al3ez.net/vb/archive/index.php/t-6136.html ، تاريخ التصفح
2015/01/25.

140. عبد العزيز أحمد صلاح، التحليل الفني ميسرا، ترجمة كتاب جون مرفي، على الموقع الالكتروني:

www.alamelmal.com/vb/.../116_1266555426.pdf

141. فاروق رفيق التهموني، فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية (دراسة مقارنة بين

أنواع مؤشرات السوق من 2003 - 2007)، على الموقع:

بحث-د-فاروق-التهموني/9084/media/http://www.kantakji.com/ ، تاريخ
التصفح: 2015/01/28.

142. ماجد محمد قاروب، دور صناع السوق، على الموقع:

http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/000.pdf ، تاريخ

التصفح: 2015/01/21.

143. مركز التعليم المفتوح، نظرية إدارة المحافظ المالية، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع

الالكتروني: http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20(1).pdf ، تاريخ الزيارة 2012.12.23، على
الساعة 10:30.

-المراجع باللغات الأجنبية:

144. J.Welles Wilder, New Concepts in Technical Trading Systems (Hunter

Publishing Company, U.S.A, 1978)

- James Chen, Essentials of Technical Analysis for Financial Markets (John Wiley & Sons, INC, U.S.A, 1971) .145
- John J Murphy, Technical Analysis of the financial markets (institute of finance, london, 1999) .146
- Leigh Stevens, Essential Technical Analysis Tools And Techniques To spot market trends (John Wiley & sons, INS, U.S.A, 2002) .147
- P.Conso, La gestion financière de l'entreprise (Edition Dunod, deuxième édition, paris, 1989) .148
- Robert Edwards, Technical Analysis of stock trend(by taylor & francis grouo, London,2007) .149
- Shelagh, Heffernan, Modern banking in theory and practice(published by John Wiley & sons Ltd, new york, 1996) .150

الملاحق

الملحق (01): جدول يلخص أداء السهم لبنك الاتحاد لسنة 2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
1,500	1.8	1.8	1.8	1.8	04-01-2015
3,401	1.8	1.8	1.82	1.8	31-12-2014
1,428	1.8	1.8	1.83	1.83	30-12-2014
14,241	1.83	1.82	1.83	1.83	29-12-2014
255	1.83	1.83	1.83	1.83	28-12-2014
6,203	1.82	1.82	1.83	1.82	24-12-2014
100	1.82	1.82	1.82	1.82	23-12-2014
2,290	1.81	1.81	1.81	1.81	22-12-2014
5,473	1.8	1.79	1.8	1.8	21-12-2014
524	1.79	1.78	1.79	1.78	18-12-2014
9,250	1.78	1.78	1.8	1.8	17-12-2014
4,080	1.8	1.8	1.8	1.8	16-12-2014
25,350	1.8	1.79	1.81	1.79	15-12-2014
750	1.79	1.79	1.8	1.8	14-12-2014
30,102	1.79	1.78	1.79	1.79	11-12-2014
4,568	1.8	1.79	1.8	1.8	10-12-2014
2,264	1.8	1.78	1.8	1.78	09-12-2014
5,950	1.8	1.8	1.8	1.8	08-12-2014
4,075	1.82	1.79	1.83	1.83	07-12-2014
2,500	1.8	1.8	1.8	1.8	03-12-2014
370	1.82	1.79	1.82	1.79	02-12-2014
6,365	1.76	1.76	1.76	1.76	01-12-2014
6,799	1.76	1.76	1.8	1.78	30-11-2014
13,888	1.76	1.75	1.76	1.76	27-11-2014
250	1.75	1.75	1.75	1.75	26-11-2014
1,750	1.76	1.75	1.76	1.75	25-11-2014
12,792	1.75	1.75	1.76	1.75	24-11-2014
3,894	1.75	1.75	1.76	1.76	23-11-2014
656	1.78	1.77	1.78	1.77	20-11-2014
1,515	1.79	1.76	1.79	1.77	19-11-2014
15,565	1.75	1.75	1.76	1.76	18-11-2014
50	1.78	1.77	1.78	1.77	17-11-2014
75,500	1.75	1.75	1.76	1.76	16-11-2014
6,396	1.8	1.76	1.8	1.76	13-11-2014
2,956	1.78	1.77	1.78	1.78	12-11-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
3,520	1.77	1.76	1.79	1.76	11-11-2014
1,700	1.78	1.76	1.78	1.76	10-11-2014
7,516	1.77	1.77	1.78	1.78	09-11-2014
800	1.78	1.78	1.78	1.78	06-11-2014
200	1.78	1.78	1.78	1.78	05-11-2014
9,168	1.79	1.77	1.79	1.77	03-11-2014
4,030	1.76	1.75	1.77	1.77	30-10-2014
6,806	1.77	1.77	1.79	1.77	29-10-2014
6,800	1.77	1.75	1.78	1.78	28-10-2014
29,890	1.77	1.72	1.77	1.72	27-10-2014
19,829	1.71	1.71	1.72	1.72	26-10-2014
30,237	1.72	1.69	1.72	1.69	23-10-2014
70,322	1.68	1.67	1.68	1.67	22-10-2014
10,000	1.67	1.67	1.67	1.67	21-10-2014
22,700	1.67	1.67	1.67	1.67	20-10-2014
1,000	1.67	1.67	1.67	1.67	19-10-2014
701	1.67	1.66	1.67	1.66	15-10-2014
600	1.67	1.67	1.67	1.67	14-10-2014
5,300	1.66	1.66	1.66	1.66	12-10-2014
14,000	1.66	1.66	1.66	1.66	09-10-2014
300	1.68	1.68	1.68	1.68	08-10-2014
15,258	1.66	1.66	1.67	1.67	02-10-2014
2,603	1.67	1.67	1.68	1.67	01-10-2014
3,665	1.67	1.67	1.68	1.68	30-09-2014
635	1.68	1.68	1.68	1.68	29-09-2014
25,735	1.68	1.68	1.68	1.68	25-09-2014
1,965	1.68	1.68	1.68	1.68	24-09-2014
4,535	1.68	1.68	1.68	1.68	23-09-2014
2,500	1.68	1.67	1.68	1.67	22-09-2014
102,000	1.67	1.67	1.67	1.67	21-09-2014
11,035	1.68	1.68	1.68	1.68	18-09-2014
20,916	1.68	1.68	1.69	1.69	17-09-2014
1,949	1.69	1.67	1.69	1.68	16-09-2014
20,862	1.68	1.67	1.68	1.67	15-09-2014
17,164	1.69	1.69	1.69	1.69	14-09-2014
500	1.69	1.68	1.69	1.69	11-09-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
4,959	1.66	1.65	1.69	1.67	09-09-2014
514	1.67	1.67	1.67	1.67	08-09-2014
500	1.69	1.69	1.69	1.69	07-09-2014
4,166	1.68	1.67	1.68	1.68	04-09-2014
13,546	1.68	1.68	1.69	1.69	03-09-2014
1,750	1.67	1.67	1.68	1.68	02-09-2014
1,316	1.69	1.66	1.69	1.67	01-09-2014
10,019	1.67	1.65	1.7	1.65	31-08-2014
2,300	1.65	1.65	1.65	1.65	28-08-2014
17,100	1.64	1.61	1.64	1.64	27-08-2014
60	1.62	1.62	1.62	1.62	26-08-2014
14,753	1.64	1.61	1.64	1.61	25-08-2014
5,300	1.64	1.61	1.64	1.61	24-08-2014
500	1.64	1.64	1.64	1.64	21-08-2014
1,500	1.62	1.62	1.62	1.62	20-08-2014
343	1.61	1.61	1.61	1.61	19-08-2014
9,903	1.63	1.63	1.64	1.63	18-08-2014
7,598	1.63	1.63	1.64	1.64	17-08-2014
56,366	1.64	1.63	1.64	1.63	14-08-2014
9,137	1.63	1.63	1.64	1.63	13-08-2014
19,500	1.63	1.63	1.63	1.63	12-08-2014
11,525	1.62	1.62	1.64	1.64	11-08-2014
18,050	1.63	1.63	1.64	1.64	10-08-2014
8,600	1.64	1.63	1.64	1.64	07-08-2014
11,483	1.63	1.63	1.64	1.63	06-08-2014
9,000	1.63	1.63	1.63	1.63	05-08-2014
10,761	1.63	1.63	1.64	1.64	04-08-2014
1,260	1.62	1.62	1.63	1.63	03-08-2014
23,350	1.64	1.62	1.64	1.62	27-07-2014
4,500	1.6	1.6	1.62	1.62	24-07-2014
17,500	1.6	1.59	1.6	1.59	23-07-2014
2,089	1.58	1.58	1.58	1.58	22-07-2014
2,645	1.57	1.57	1.58	1.57	20-07-2014
6,154	1.59	1.59	1.59	1.59	16-07-2014
420	1.58	1.58	1.58	1.58	15-07-2014
2,835	1.57	1.57	1.57	1.57	14-07-2014
12,246	1.59	1.59	1.59	1.59	13-07-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
4,238	1.59	1.59	1.6	1.59	10-07-2014
9,250	1.59	1.59	1.59	1.59	09-07-2014
2,000	1.59	1.58	1.59	1.58	08-07-2014
10,794	1.58	1.57	1.58	1.57	06-07-2014
1,992	1.57	1.57	1.57	1.57	03-07-2014
8,286	1.58	1.57	1.58	1.57	02-07-2014
4,996	1.59	1.56	1.59	1.56	30-06-2014
2,000	1.56	1.56	1.56	1.56	29-06-2014
7,000	1.55	1.55	1.55	1.55	25-06-2014
2,230	1.54	1.54	1.54	1.54	24-06-2014
13,088	1.54	1.54	1.55	1.55	23-06-2014
3,213	1.56	1.55	1.57	1.55	22-06-2014
8,270	1.57	1.57	1.58	1.57	19-06-2014
1,500	1.57	1.57	1.57	1.57	18-06-2014
6,956	1.58	1.57	1.58	1.58	17-06-2014
11,218	1.57	1.56	1.57	1.56	16-06-2014
6,510	1.59	1.57	1.59	1.57	15-06-2014
7,054	1.57	1.57	1.57	1.57	12-06-2014
4,118	1.57	1.57	1.57	1.57	11-06-2014
1,199	1.59	1.56	1.59	1.57	10-06-2014
15,570	1.57	1.56	1.58	1.56	09-06-2014
2,011	1.57	1.56	1.57	1.57	08-06-2014
39,386	1.56	1.56	1.57	1.56	05-06-2014
58,627	1.56	1.56	1.57	1.57	04-06-2014
16,000	1.57	1.57	1.58	1.58	03-06-2014
30,200	1.58	1.57	1.59	1.58	02-06-2014
5,005	1.59	1.59	1.59	1.59	01-06-2014
41,795	1.57	1.56	1.58	1.57	29-05-2014
16,050	1.57	1.57	1.59	1.57	28-05-2014
5,250	1.61	1.58	1.61	1.58	27-05-2014
12,131	1.58	1.57	1.58	1.58	26-05-2014
14,805	1.6	1.6	1.62	1.61	22-05-2014
1,669	1.58	1.58	1.58	1.58	21-05-2014
30,000	1.59	1.59	1.59	1.59	20-05-2014
6,546	1.58	1.58	1.6	1.6	19-05-2014
3,000	1.6	1.6	1.61	1.61	18-05-2014
16,000	1.61	1.61	1.61	1.61	15-05-2014
22,500	1.61	1.59	1.63	1.61	14-05-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
9,191	1.61	1.61	1.63	1.63	13-05-2014
12,033	1.62	1.62	1.64	1.64	11-05-2014
42,576	1.63	1.63	1.63	1.63	08-05-2014
75,189	1.63	1.6	1.63	1.6	07-05-2014
40,000	1.59	1.59	1.59	1.59	06-05-2014
4,500	1.59	1.59	1.6	1.6	05-05-2014
80,700	1.59	1.59	1.65	1.64	04-05-2014
223,300	1.63	1.56	1.63	1.59	30-04-2014
7,550	1.6	1.57	1.6	1.58	29-04-2014
1,262	1.68	1.56	1.68	1.56	28-04-2014
12,132	1.66	1.66	1.7	1.68	24-04-2014
16,200	1.64	1.64	1.66	1.66	23-04-2014
28,100	1.65	1.64	1.66	1.66	22-04-2014
7,270	1.67	1.67	1.7	1.7	21-04-2014
7,052	1.7	1.68	1.7	1.68	17-04-2014
1,000	1.69	1.69	1.69	1.69	16-04-2014
18,950	1.69	1.68	1.7	1.7	15-04-2014
2,000	1.73	1.71	1.73	1.72	14-04-2014
9,935	1.74	1.74	1.74	1.74	10-04-2014
17,560	1.75	1.73	1.77	1.73	09-04-2014
13,419	1.73	1.71	1.73	1.73	08-04-2014
20,050	1.77	1.66	1.77	1.74	07-04-2014
1,319	1.79	1.73	1.79	1.73	06-04-2014
1,987	1.75	1.75	1.76	1.76	03-04-2014
76,689	1.8	1.78	1.8	1.78	02-04-2014
11,336	1.75	1.75	1.8	1.8	01-04-2014
16,539	1.78	1.78	1.81	1.81	31-03-2014
17,362	1.78	1.78	1.83	1.8	30-03-2014
2,700	1.79	1.79	1.8	1.8	27-03-2014
8,803	1.81	1.8	1.81	1.8	25-03-2014
172,426	1.8	1.8	1.82	1.8	24-03-2014
1,026	1.8	1.8	1.8	1.8	23-03-2014
82,269	1.82	1.8	1.87	1.8	20-03-2014
454	1.8	1.8	1.81	1.8	19-03-2014
100	1.83	1.83	1.83	1.83	18-03-2014
498	1.78	1.78	1.79	1.79	17-03-2014
785	1.8	1.8	1.84	1.84	16-03-2014
6,010	1.86	1.8	1.86	1.8	12-03-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
3,210	1.82	1.8	1.82	1.81	11-03-2014
1,179,245	1.83	1.78	1.85	1.82	10-03-2014
3,500	1.78	1.78	1.78	1.78	09-03-2014
18,500	1.79	1.79	1.8	1.8	06-03-2014
4,001	1.8	1.8	1.84	1.8	05-03-2014
8,300	1.8	1.8	1.88	1.86	04-03-2014
83,300	1.85	1.7	1.85	1.73	03-03-2014
4,400	1.73	1.73	1.76	1.76	02-03-2014
30,000	1.8	1.79	1.8	1.79	26-02-2014
3,600	1.76	1.76	1.77	1.77	25-02-2014
15,817	1.75	1.75	1.78	1.78	24-02-2014
9,500	1.79	1.79	1.8	1.8	23-02-2014
4,078	1.79	1.79	1.79	1.79	20-02-2014
14,872	1.8	1.79	1.8	1.8	19-02-2014
12,781	1.81	1.78	1.81	1.78	18-02-2014
4,574	1.78	1.78	1.79	1.79	17-02-2014
6,305	1.81	1.8	1.81	1.8	16-02-2014
3,872	1.82	1.81	1.82	1.82	13-02-2014
50	1.83	1.83	1.83	1.83	12-02-2014
6,139	1.84	1.78	1.85	1.85	11-02-2014
4,000	1.81	1.81	1.82	1.81	10-02-2014
2,750	1.84	1.81	1.86	1.81	09-02-2014
15,100	1.81	1.81	1.85	1.85	06-02-2014
4,500	1.85	1.85	1.85	1.85	05-02-2014
5,450	1.84	1.84	1.84	1.84	04-02-2014
42,873	1.86	1.85	1.89	1.86	03-02-2014
755	1.88	1.87	1.88	1.87	02-02-2014
25,324	1.87	1.85	1.87	1.85	30-01-2014
35,011	1.87	1.84	1.89	1.85	29-01-2014
72,893	1.87	1.85	1.94	1.94	28-01-2014
32,055	1.95	1.93	1.96	1.94	27-01-2014
69,299	1.94	1.94	1.99	1.96	26-01-2014
193,246	2	1.96	2.01	1.98	23-01-2014
126,967	1.96	1.85	1.97	1.87	22-01-2014
60,261	1.87	1.84	1.91	1.85	21-01-2014
26,615	1.83	1.8	1.83	1.82	20-01-2014
177,099	1.81	1.75	1.84	1.76	19-01-2014
16,831	1.78	1.73	1.78	1.78	16-01-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
28,108	1.78	1.76	1.84	1.79	15-01-2014
13,729	1.79	1.79	1.8	1.8	14-01-2014
3,287	1.8	1.8	1.86	1.81	13-01-2014
33,528	1.83	1.76	1.85	1.83	09-01-2014
42,775	1.83	1.83	1.87	1.86	08-01-2014
264,662	1.89	1.87	1.95	1.9	07-01-2014
152,184	1.88	1.82	1.94	1.83	06-01-2014
112,444	1.81	1.7	1.81	1.7	05-01-2014
70,462	1.69	1.65	1.7	1.65	02-01-2014
476,287	1.65	1.63	1.66	1.63	31-12-2013

الملحق (02): جدول يلخص أداء السهم للبنك الاستثماري لسنة 2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
18,140	1.22	1.2	1.25	1.23	31-12-2014
17,150	1.24	1.24	1.25	1.25	30-12-2014
10,800	1.24	1.24	1.26	1.26	29-12-2014
4,559	1.27	1.26	1.27	1.27	28-12-2014
15,072	1.26	1.26	1.26	1.26	24-12-2014
6,369	1.26	1.25	1.26	1.26	23-12-2014
3,050	1.27	1.27	1.3	1.3	22-12-2014
72,728	1.27	1.27	1.28	1.28	21-12-2014
1,700	1.27	1.27	1.28	1.28	18-12-2014
1,725	1.26	1.26	1.28	1.28	17-12-2014
1,400	1.26	1.26	1.27	1.27	16-12-2014
400	1.28	1.28	1.29	1.29	15-12-2014
200	1.29	1.29	1.3	1.3	14-12-2014
4,934	1.29	1.25	1.29	1.26	11-12-2014
1,661	1.28	1.26	1.28	1.27	10-12-2014
19,550	1.26	1.26	1.29	1.28	09-12-2014
8,753	1.28	1.28	1.31	1.31	08-12-2014
5,707	1.31	1.28	1.32	1.31	07-12-2014
4,970	1.31	1.28	1.31	1.29	04-12-2014
15,935	1.3	1.28	1.32	1.3	03-12-2014
4,900	1.3	1.27	1.3	1.27	02-12-2014
9,400	1.3	1.26	1.31	1.31	01-12-2014
1,940	1.32	1.27	1.32	1.27	27-11-2014
2,200	1.28	1.28	1.29	1.29	26-11-2014
3,905	1.27	1.27	1.3	1.3	25-11-2014
200	1.3	1.3	1.3	1.3	24-11-2014
19,032	1.31	1.26	1.33	1.26	23-11-2014
8,400	1.24	1.24	1.26	1.26	20-11-2014
1,478	1.27	1.26	1.28	1.28	19-11-2014
11,232	1.26	1.26	1.29	1.29	18-11-2014
14,235	1.27	1.26	1.27	1.27	16-11-2014
3,408	1.27	1.26	1.3	1.26	13-11-2014
2,500	1.27	1.26	1.28	1.28	12-11-2014
2,375	1.27	1.27	1.31	1.27	11-11-2014
50	1.31	1.31	1.31	1.31	10-11-2014
1,632	1.26	1.26	1.29	1.29	09-11-2014
4,205	1.33	1.3	1.33	1.31	06-11-2014
4,600	1.33	1.3	1.33	1.3	05-11-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
1,125	1.3	1.29	1.3	1.29	04-11-2014
3,970	1.25	1.25	1.28	1.28	03-11-2014
2,600	1.28	1.25	1.28	1.25	02-11-2014
2,100	1.29	1.26	1.29	1.27	30-10-2014
125	1.28	1.28	1.28	1.28	29-10-2014
11,292	1.26	1.26	1.27	1.27	28-10-2014
1,320	1.29	1.29	1.3	1.3	27-10-2014
6,564	1.3	1.3	1.31	1.31	26-10-2014
652	1.3	1.3	1.3	1.3	23-10-2014
336	1.3	1.27	1.3	1.27	22-10-2014
11,500	1.27	1.27	1.29	1.29	21-10-2014
773	1.3	1.3	1.3	1.3	20-10-2014
150	1.3	1.3	1.3	1.3	19-10-2014
700	1.31	1.31	1.31	1.31	16-10-2014
149	1.31	1.3	1.31	1.3	15-10-2014
100	1.31	1.31	1.31	1.31	14-10-2014
275	1.3	1.3	1.3	1.3	13-10-2014
1,754	1.3	1.27	1.32	1.3	12-10-2014
4,583	1.28	1.28	1.3	1.3	09-10-2014
8,894	1.3	1.3	1.34	1.34	08-10-2014
2,000	1.35	1.33	1.35	1.33	02-10-2014
601	1.33	1.32	1.33	1.32	01-10-2014
126	1.34	1.32	1.34	1.32	30-09-2014
750	1.32	1.32	1.34	1.34	29-09-2014
9,450	1.32	1.32	1.35	1.35	28-09-2014
19,000	1.33	1.32	1.35	1.35	25-09-2014
1,500	1.35	1.35	1.35	1.35	24-09-2014
1,200	1.35	1.35	1.35	1.35	23-09-2014
326	1.35	1.35	1.35	1.35	22-09-2014
2,150	1.35	1.35	1.35	1.35	21-09-2014
2,000	1.35	1.33	1.35	1.33	18-09-2014
55,456	1.35	1.31	1.36	1.36	17-09-2014
1,189	1.36	1.36	1.36	1.36	16-09-2014
112	1.4	1.36	1.4	1.36	15-09-2014
100	1.4	1.4	1.4	1.4	11-09-2014
1,288	1.36	1.36	1.36	1.36	10-09-2014
3,057	1.36	1.36	1.36	1.36	08-09-2014
1,300	1.4	1.37	1.4	1.37	04-09-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
4,482	1.37	1.37	1.37	1.37	03-09-2014
2,000	1.37	1.37	1.37	1.37	02-09-2014
1,800	1.4	1.37	1.4	1.38	01-09-2014
200	1.38	1.38	1.38	1.38	31-08-2014
500	1.38	1.38	1.38	1.38	28-08-2014
3,600	1.38	1.36	1.38	1.37	27-08-2014
7,685	1.36	1.35	1.38	1.38	26-08-2014
3,209	1.39	1.34	1.39	1.38	25-08-2014
25	1.38	1.38	1.38	1.38	24-08-2014
200	1.38	1.38	1.39	1.39	21-08-2014
6,216	1.35	1.35	1.38	1.38	20-08-2014
50	1.42	1.42	1.42	1.42	19-08-2014
3,117	1.36	1.36	1.4	1.36	18-08-2014
500	1.36	1.36	1.37	1.36	14-08-2014
3,245	1.37	1.36	1.41	1.38	13-08-2014
15,025	1.38	1.38	1.42	1.42	11-08-2014
15,035	1.39	1.39	1.4	1.4	10-08-2014
400	1.43	1.43	1.43	1.43	07-08-2014
2,050	1.44	1.39	1.44	1.4	04-08-2014
810	1.44	1.38	1.44	1.38	03-08-2014
650	1.44	1.4	1.44	1.4	27-07-2014
200	1.4	1.4	1.4	1.4	24-07-2014
1,400	1.38	1.38	1.39	1.39	22-07-2014
1,350	1.4	1.4	1.42	1.42	21-07-2014
1,100	1.45	1.43	1.45	1.43	17-07-2014
51	1.45	1.38	1.45	1.38	16-07-2014
100	1.45	1.45	1.45	1.45	15-07-2014
310	1.38	1.38	1.46	1.4	13-07-2014
1,150	1.4	1.4	1.4	1.4	10-07-2014
4,450	1.44	1.43	1.44	1.44	09-07-2014
500	1.44	1.44	1.44	1.44	08-07-2014
9,897	1.46	1.42	1.46	1.43	07-07-2014
2,706	1.43	1.38	1.43	1.38	03-07-2014
2,786	1.45	1.39	1.45	1.39	01-07-2014
1,650	1.39	1.39	1.4	1.4	30-06-2014
7,774	1.42	1.42	1.49	1.43	29-06-2014
15,300	1.45	1.45	1.49	1.49	26-06-2014
4,683	1.48	1.43	1.48	1.44	25-06-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
5,565	1.46	1.41	1.46	1.45	24-06-2014
4,800	1.47	1.35	1.47	1.41	23-06-2014
11,213	1.41	1.39	1.48	1.39	22-06-2014
10,000	1.38	1.38	1.38	1.38	19-06-2014
9,492	1.39	1.38	1.4	1.38	18-06-2014
11,310	1.37	1.35	1.37	1.35	17-06-2014
7,987	1.33	1.31	1.33	1.31	16-06-2014
4,061	1.32	1.3	1.34	1.31	15-06-2014
700	1.31	1.31	1.32	1.31	12-06-2014
15,338	1.32	1.31	1.32	1.31	11-06-2014
25,372	1.35	1.35	1.35	1.35	09-06-2014
26,222	1.32	1.3	1.34	1.34	08-06-2014
2,435	1.35	1.32	1.35	1.33	05-06-2014
4,100	1.36	1.3	1.36	1.32	04-06-2014
50	1.36	1.36	1.37	1.37	03-06-2014
1,085	1.38	1.35	1.38	1.35	02-06-2014
50	1.34	1.34	1.35	1.35	01-06-2014
8,321	1.32	1.3	1.32	1.32	29-05-2014
10,150	1.33	1.33	1.33	1.33	28-05-2014
734	1.33	1.33	1.33	1.33	26-05-2014
20,000	1.34	1.33	1.35	1.34	22-05-2014
3,266	1.35	1.34	1.38	1.34	21-05-2014
250	1.34	1.34	1.34	1.34	20-05-2014
2,250	1.34	1.34	1.35	1.34	19-05-2014
1,050	1.4	1.38	1.4	1.38	18-05-2014
13,047	1.39	1.31	1.39	1.32	15-05-2014
5,200	1.33	1.33	1.33	1.33	14-05-2014
4,925	1.33	1.33	1.33	1.33	13-05-2014
7,100	1.33	1.33	1.36	1.36	12-05-2014
4,430	1.36	1.36	1.39	1.37	11-05-2014
27,134	1.4	1.3	1.4	1.34	08-05-2014
543	1.37	1.34	1.39	1.39	07-05-2014
948	1.4	1.32	1.4	1.35	06-05-2014
1,400	1.38	1.38	1.39	1.39	05-05-2014
1,102	1.38	1.38	1.5	1.5	04-05-2014
4,100	1.48	1.44	1.48	1.45	29-04-2014
7,920	1.43	1.39	1.45	1.45	28-04-2014
550	1.45	1.45	1.47	1.47	27-04-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
11,345	1.5	1.5	1.51	1.51	24-04-2014
5,000	1.52	1.47	1.52	1.47	23-04-2014
250	1.45	1.45	1.48	1.48	22-04-2014
2,376	1.48	1.48	1.49	1.49	21-04-2014
350	1.48	1.41	1.49	1.41	20-04-2014
9,676	1.47	1.43	1.49	1.44	17-04-2014
2,477	1.54	1.52	1.54	1.52	09-04-2014
12,400	1.5	1.5	1.55	1.5	08-04-2014
15,291	1.47	1.46	1.48	1.47	03-04-2014
3,604	1.49	1.47	1.49	1.47	02-04-2014
500	1.47	1.47	1.47	1.47	01-04-2014
175,528	1.5	1.46	1.56	1.56	30-03-2014
29,250	1.48	1.48	1.48	1.48	27-03-2014
2,010	1.47	1.45	1.47	1.47	26-03-2014
1,250	1.48	1.46	1.48	1.46	25-03-2014
33,200	1.43	1.43	1.5	1.48	20-03-2014
2,100	1.48	1.47	1.48	1.48	19-03-2014
4,000	1.48	1.48	1.49	1.49	18-03-2014
8,800	1.5	1.5	1.53	1.5	17-03-2014
4,428	1.5	1.5	1.51	1.5	16-03-2014
12,490	1.55	1.51	1.55	1.53	13-03-2014
24,391	1.54	1.52	1.58	1.57	12-03-2014
3,000	1.57	1.56	1.59	1.59	11-03-2014
1,000	1.59	1.59	1.59	1.59	10-03-2014
100	1.6	1.6	1.6	1.6	09-03-2014
92,410	1.6	1.52	1.6	1.53	06-03-2014
40,900	1.51	1.51	1.58	1.56	05-03-2014
5,500	1.59	1.58	1.61	1.61	04-03-2014
11,050	1.63	1.59	1.65	1.61	03-03-2014
28,698	1.65	1.65	1.65	1.65	02-03-2014
33,552	1.66	1.62	1.69	1.62	27-02-2014
167,051	1.65	1.65	1.68	1.67	26-02-2014
15,500	1.65	1.65	1.69	1.68	25-02-2014
105,150	1.69	1.64	1.69	1.65	24-02-2014
139,984	1.65	1.62	1.7	1.62	23-02-2014
172,826	1.61	1.47	1.62	1.52	20-02-2014
14,526	1.51	1.5	1.52	1.5	19-02-2014
56,206	1.51	1.46	1.51	1.46	18-02-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
3,600	1.46	1.45	1.47	1.45	17-02-2014
40,255	1.47	1.47	1.53	1.51	16-02-2014
276,730	1.5	1.44	1.54	1.44	13-02-2014
93,746	1.44	1.4	1.44	1.4	12-02-2014
32,950	1.38	1.37	1.41	1.41	11-02-2014
271,501	1.43	1.4	1.45	1.41	10-02-2014
7,990	1.42	1.39	1.43	1.4	09-02-2014
253,385	1.4	1.32	1.4	1.32	06-02-2014
17,268	1.31	1.31	1.33	1.31	05-02-2014
2,500	1.3	1.3	1.3	1.3	04-02-2014
6,000	1.31	1.31	1.31	1.31	03-02-2014
39,520	1.33	1.3	1.33	1.32	02-02-2014
10,000	1.31	1.31	1.31	1.31	30-01-2014
10,000	1.3	1.3	1.3	1.3	29-01-2014
37,188	1.32	1.32	1.34	1.34	28-01-2014
9,000	1.32	1.32	1.32	1.32	27-01-2014
27,800	1.34	1.34	1.39	1.39	26-01-2014
23,703	1.35	1.35	1.37	1.35	23-01-2014
2,547	1.33	1.33	1.35	1.35	22-01-2014
411,260	1.36	1.3	1.38	1.31	21-01-2014
10,100	1.3	1.27	1.3	1.3	20-01-2014
4,023	1.32	1.3	1.32	1.3	19-01-2014
897	1.3	1.29	1.3	1.3	16-01-2014
4,849	1.31	1.3	1.33	1.3	15-01-2014
21,144	1.3	1.3	1.3	1.3	14-01-2014
8,050	1.33	1.3	1.33	1.3	13-01-2014
78,383	1.3	1.3	1.35	1.33	09-01-2014
22,810	1.33	1.31	1.35	1.31	08-01-2014
102,674	1.31	1.26	1.32	1.26	07-01-2014
40,817	1.23	1.22	1.23	1.22	06-01-2014
32,900	1.21	1.21	1.22	1.22	05-01-2014
5,000	1.22	1.22	1.22	1.22	02-01-2014

الملحق (03): جدول يلخص أداء السهم لبنك الرياض لسنة 2014

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-12-31	17.35	17.4	16.8	16.99	2,643,535
2014-12-30	17.3	17.7	17.05	17.15	2,471,637
2014-12-29	18.15	18.25	18.05	18.12	1,865,903
2014-12-28	18.1	18.25	18.1	18.1	1,414,767
2014-12-25	17.75	18.4	17.5	18.17	3,624,234
2014-12-24	17.25	18	17.15	17.84	1,822,928
2014-12-23	17.15	17.3	17.1	17.19	427,461
2014-12-22	17.35	17.5	17.1	17.27	1,584,140
2014-12-21	17.85	18.1	16.9	17.4	2,074,671
2014-12-18	17.3	17.3	16.7	17.23	9,299,116
2014-12-17	15.05	15.85	14.95	15.73	3,720,270
2014-12-16	15.8	15.8	14.75	14.81	4,396,785
2014-12-15	16.75	16.75	15.95	16.04	2,052,769
2014-12-14	16.5	16.65	16.2	16.33	2,281,372
2014-12-11	16.8	17.05	16.15	16.97	3,964,455
2014-12-10	17.2	17.3	16.9	16.95	1,141,490
2014-12-09	17.3	17.3	17	17.2	2,018,423
2014-12-08	17.7	17.7	17.4	17.41	1,275,629
2014-12-07	17.8	17.9	17.65	17.7	2,293,925
2014-12-04	17.95	18	17.85	17.9	2,739,128
2014-12-03	17.9	18	17.85	17.9	296,753
2014-12-02	18	18.1	17.85	17.86	1,111,273
2014-12-01	17.25	18	17.25	17.85	1,474,586
2014-11-30	17.95	18	17.7	17.95	1,654,038
2014-11-27	18.35	18.55	17.85	18.36	982,249
2014-11-26	18.65	18.65	18.25	18.44	1,653,584
2014-11-25	18.7	18.8	18.6	18.68	959,872
2014-11-24	18.8	18.85	18.65	18.75	595,801
2014-11-23	18.75	18.95	18.7	18.72	1,298,767
2014-11-20	18.7	18.75	18.65	18.72	284,383
2014-11-19	18.75	18.75	18.6	18.66	743,000
2014-11-18	18.55	18.9	18.55	18.73	1,174,884
2014-11-17	18.7	18.7	18.45	18.55	1,016,580
2014-11-16	18.9	18.9	18.6	18.73	1,159,032
2014-11-13	19.15	19.15	18.85	18.88	1,067,216
2014-11-12	19.25	19.35	19.05	19.15	2,122,910
2014-11-11	19.05	19.35	19	19.15	3,641,064
2014-11-10	18.8	19.1	18.7	19.05	4,786,517

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-11-09	19.25	19.25	18.55	18.77	1,561,907
2014-11-06	19	19	18.6	18.7	1,602,628
2014-11-05	19.35	19.35	18.45	18.76	1,748,689
2014-11-04	19.85	19.85	19.3	19.4	929,549
2014-11-03	19.9	20	19.75	19.9	720,044
2014-11-02	19.05	20.05	19.0	19.01	1,269,052
2014-10-30	19.8	19.8	19.6	19.7	735,901
2014-10-29	19.95	20.1	19.8	19.82	528,742
2014-10-28	20.1	20.1	19.75	19.91	708,552
2014-10-27	20.55	20.55	20.1	20.14	1,338,032
2014-10-26	20.2	20.5	20.1	20.47	1,134,320
2014-10-23	20.2	20.2	19.9	20.14	1,028,811
2014-10-22	20.2	20.55	19.85	20.33	1,160,267
2014-10-21	19.75	20.2	19.65	20.16	2,477,746
2014-10-20	19	19.6	18.95	19.45	1,999,478
2014-10-19	18.95	19.15	18.8	18.87	2,404,330
2014-10-16	18.8	18.8	18.05	18.13	3,365,550
2014-10-15	19.75	19.75	19.1	19.17	1,720,683
2014-10-14	20	20	19.7	19.81	1,191,517
2014-10-13	19.7	20.15	19.7	20.08	1,635,732
2014-10-12	20.5	20.5	19.6	19.7	3,291,285
2014-10-02	20.9	21	20.75	20.99	1,225,498
2014-10-01	21.2	21.2	20.9	21.02	1,298,840
2014-09-30	20.8	21.15	20.75	21.11	1,579,267
2014-09-29	20.45	20.75	20.45	20.75	601,230
2014-09-28	20.9	20.9	20.45	20.47	1,108,265
2014-09-25	20.75	21.25	20.75	20.84	874,317
2014-09-24	21.4	21.4	20.5	20.64	1,852,820
2014-09-22	21.6	21.6	21.3	21.39	1,138,692
2014-09-21	21.7	21.8	21.55	21.59	1,140,195
2014-09-18	21.7	21.75	21.55	21.6	469,326
2014-09-17	21.5	21.7	21.45	21.69	921,426
2014-09-16	21.3	21.45	21.25	21.38	483,778
2014-09-15	21.5	21.6	21.25	21.27	1,644,860
2014-09-14	21.65	21.65	21.5	21.5	2,509,161
2014-09-11	21.95	21.95	21.6	21.64	2,184,995
2014-09-10	22.15	22.15	21.9	21.97	1,903,344
2014-09-09	22.3	22.3	22	22.17	3,047,506

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-09-08	22.25	22.3	22.15	22.24	1,137,149
2014-09-07	22.2	22.35	21.95	22.17	2,334,045
2014-09-04	22.75	22.8	22.1	22.14	3,879,101
2014-09-03	22.8	22.95	22.75	22.79	1,825,427
2014-09-02	23.2	23.2	22.8	22.89	1,665,978
2014-09-01	23.45	23.45	23.15	23.22	1,168,075
2014-08-31	23.5	23.55	23.3	23.34	1,421,808
2014-08-28	23.45	23.65	23.4	23.45	1,662,785
2014-08-27	23.35	23.45	23.2	23.36	2,288,194
2014-08-26	23.3	23.75	22.8	23.28	3,003,914
2014-08-25	23.15	24.3	22.75	23.22	7,514,305
2014-08-24	21.95	22.8	21.9	22.72	3,885,274
2014-08-21	21.85	21.95	21.8	21.82	1,738,248
2014-08-20	20.9	21.8	20.9	21.76	4,868,384
2014-08-19	20.5	20.9	20.5	20.86	2,074,784
2014-08-18	20.4	20.6	20.35	20.5	1,881,066
2014-08-17	20.2	20.45	20.2	20.42	1,181,228
2014-08-14	20.2	20.3	20.2	20.29	498,397
2014-08-13	20.25	20.35	20.15	20.22	1,180,469
2014-08-12	20.3	20.35	20.2	20.3	753,790
2014-08-11	20.4	20.4	20.2	20.3	1,010,026
2014-08-10	20.5	20.6	20.3	20.37	2,139,813
2014-08-07	20.25	20.5	20.2	20.42	2,085,668
2014-08-06	20.35	20.4	20.1	20.25	1,859,634
2014-08-05	19.75	20.3	19.75	20.27	5,727,910
2014-08-04	19.2	19.8	19.1	19.76	3,515,188
2014-08-03	19.1	19.3	19.05	19.13	1,573,747
2014-07-24	18.9	19.25	18.85	19.1	5,134,816
2014-07-23	18.35	18.9	18.35	18.78	5,404,271
2014-07-22	18	18.4	18	18.36	3,745,755
2014-07-21	18	18.1	17.9	18.04	1,124,960
2014-07-20	18.2	18.2	17.95	17.96	537,006
2014-07-17	18.2	18.2	18.1	18.14	478,468
2014-07-16	18.2	18.25	18.1	18.16	640,168
2014-07-15	18.25	18.25	18.1	18.15	499,546
2014-07-14	18.25	18.3	18.2	18.25	266,166
2014-07-13	18.4	18.4	18.25	18.28	348,711
2014-07-10	18.45	18.45	18.35	18.4	464,920

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-07-09	18.4	18.45	18.25	18.45	928,689
2014-07-08	18.45	18.5	18.4	18.42	386,133
2014-07-07	18.35	18.6	18.35	18.43	1,062,760
2014-07-06	18.2	18.35	18.2	18.35	948,722
2014-07-03	17.9	18.3	17.8	18.25	2,091,328
2014-07-02	17.8	17.9	17.8	17.9	1,057,639
2014-07-01	17.8	17.9	17.65	17.8	1,064,693
2014-06-30	17.75	18	17.75	17.95	2,397,631
2014-06-29	17.7	17.7	17.6	17.7	489,770
2014-06-26	17.85	17.85	17.7	17.8	528,163
2014-06-25	17.9	17.95	17.75	17.81	1,074,575
2014-06-24	17.95	17.95	17.75	17.89	1,079,062
2014-06-23	18	18	17.8	17.94	626,491
2014-06-22	17.9	18	17.9	18	917,203
2014-06-19	17.95	18	17.85	17.87	562,831
2014-06-18	18	18.05	17.85	17.94	956,169
2014-06-17	18	18.1	17.9	17.93	1,439,373
2014-06-16	18.2	18.2	17.9	17.95	1,692,507
2014-06-15	18.5	18.5	17.95	18.24	1,939,565
2014-06-12	18.55	18.55	18.45	18.48	1,012,928
2014-06-11	18.6	18.6	18.55	18.59	565,719
2014-06-10	18.7	18.7	18.55	18.6	1,098,288
2014-06-09	18.7	18.7	18.55	18.64	650,688
2014-06-08	18.75	18.8	18.5	18.65	1,833,267
2014-06-05	18.8	18.85	18.75	18.76	1,624,009
2014-06-04	18.9	18.9	18.75	18.85	1,566,977
2014-06-03	18.95	19	18.9	18.92	1,529,014
2014-06-02	18.9	18.95	18.8	18.94	2,831,155
2014-06-01	18.8	18.95	18.8	18.84	4,031,705
2014-05-29	18.7	18.9	18.65	18.7	6,299,036
2014-05-28	18.7	18.8	18.5	18.62	4,892,075
2014-05-27	18.5	18.7	18.25	18.62	6,031,379
2014-05-26	18.45	18.6	18.45	18.46	3,720,112
2014-05-25	18.4	18.5	18.3	18.365	2,190,102
2014-05-22	18.4	18.4	18.3	18.355	1,582,648
2014-05-21	18.4	18.45	18.3	18.36	1,407,540
2014-05-20	18.35	18.45	18.3	18.395	1,553,606
2014-05-19	18.45	18.45	18.25	18.355	2,323,676

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-05-18	18.4	18.75	18.35	18.425	2,670,640
2014-05-15	18.4	18.45	18.3	18.385	1,161,680
2014-05-14	18.5	18.55	18.35	18.45	1,343,208
2014-05-13	18.5	18.6	18.5	18.505	1,077,632
2014-05-12	18.5	18.6	18.45	18.535	1,005,164
2014-05-11	18.8	18.8	18.45	18.505	2,281,272
2014-05-08	18.4	18.9	18.4	18.735	6,338,436
2014-05-07	17.8	18.45	17.8	18.355	4,281,738
2014-05-06	17.5	17.9	17.5	17.845	5,066,604
2014-05-05	17.5	17.55	17.45	17.525	1,992,476
2014-05-04	17.55	17.6	17.45	17.485	2,644,540
2014-05-01	17.4	17.5	17.4	17.49	759,076
2014-04-30	17.35	17.5	17.35	17.485	1,251,038
2014-04-29	17.45	17.45	17.3	17.325	1,798,586
2014-04-28	17.45	17.5	17.4	17.44	2,089,314
2014-04-27	17.45	17.5	17.4	17.47	1,390,290
2014-04-24	17.45	17.5	17.4	17.5	670,324
2014-04-23	17.5	17.55	17.4	17.45	1,918,184
2014-04-22	17.5	17.55	17.4	17.46	1,582,346
2014-04-21	17.55	17.55	17.5	17.51	1,913,814
2014-04-20	17.55	17.6	17.45	17.56	1,452,032
2014-04-17	17.45	17.55	17.4	17.52	1,512,848
2014-04-16	17.5	17.5	17.4	17.445	1,457,828
2014-04-15	17.5	17.55	17.4	17.5	1,704,216
2014-04-14	17.5	17.5	17.45	17.5	1,986,534
2014-04-13	17.5	17.55	17.4	17.5	1,393,494
2014-04-10	17.6	17.6	17.5	17.55	1,206,776
2014-04-09	17.55	17.65	17.5	17.6	2,681,744
2014-04-08	17.6	17.6	17.5	17.6	1,470,658
2014-04-07	17.65	17.65	17.45	17.55	2,264,718
2014-04-06	17.6	17.65	17.55	17.6	3,444,036
2014-04-03	17.4	17.6	17.4	17.55	3,623,192
2014-04-02	17.4	17.45	17.35	17.4	1,564,094
2014-04-01	17.45	17.45	17.35	17.4	1,958,540
2014-03-31	17.65	17.65	17.35	17.45	3,513,226
2014-03-30	17.6	17.65	17.5	17.65	2,358,158
2014-03-27	17.55	17.6	17.5	17.55	1,885,966
2014-03-26	17.55	17.7	17.55	17.55	1,584,996

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-03-25	17.75	17.75	17.5	17.6	2,310,326
2014-03-24	17.55	17.75	17.5	17.75	2,166,868
2014-03-23	17.45	17.55	17.3	17.5	1,603,112
2014-03-20	17.75	17.8	17.5	17.5	1,756,110
2014-03-19	17.75	18	17.75	17.8	955,684
2014-03-18	17.9	17.9	17.75	17.8	1,564,894
2014-03-17	17.9	17.95	17.8	17.85	1,138,942
2014-03-16	18	18.05	17.9	17.95	1,958,008
2014-03-13	18	18.1	17.95	18.05	1,580,612
2014-03-12	18.2	18.2	17.95	18.05	2,961,036
2014-03-11	18.35	18.35	18.15	18.2	2,353,922
2014-03-10	18.7	18.7	18.6	18.65	2,773,940
2014-03-09	18.75	18.8	18.65	18.75	2,784,632
2014-03-06	18.65	18.75	18.6	18.7	2,054,982
2014-03-05	18.65	18.75	18.6	18.6	3,211,924
2014-03-04	18.65	18.7	18.55	18.6	1,765,094
2014-03-03	18.65	18.75	18.55	18.65	1,662,938
2014-03-02	18.85	18.9	18.75	18.8	1,689,916
2014-02-27	18.9	19	18.85	18.9	1,361,238
2014-02-26	19	19	18.85	18.9	872,472
2014-02-25	18.65	19	18.5	18.95	6,127,194
2014-02-24	18.75	18.75	18.55	18.6	2,820,556
2014-02-23	18.7	18.9	18.65	18.75	2,497,652
2014-02-20	18.75	18.75	18.45	18.55	2,897,480
2014-02-19	18.7	18.85	18.6	18.7	1,386,460
2014-02-18	18.75	18.75	18.55	18.7	1,657,096
2014-02-17	18.5	18.6	18.45	18.55	1,613,506
2014-02-16	18.5	18.55	18.45	18.55	1,796,174
2014-02-13	18.4	18.55	18.35	18.45	2,294,568
2014-02-12	18.3	18.5	18.3	18.4	1,851,510
2014-02-11	18.2	18.3	18.1	18.3	2,585,274
2014-02-10	18.2	18.3	18.05	18.25	1,353,928
2014-02-09	18.15	18.25	18	18.2	3,363,450
2014-02-06	18.2	18.2	17.9	18.1	4,177,916
2014-02-05	18.45	18.55	18	18.3	5,653,940
2014-02-04	18.35	18.6	18.3	18.5	2,878,944
2014-02-03	18.85	18.85	18.6	18.65	3,325,610
2014-02-02	19.25	19.25	18.75	18.9	9,120,164

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-01-30	17.95	18.45	17.9	18.4	17,257,032
2014-01-29	16.85	16.95	16.85	16.85	1,648,478
2014-01-28	16.85	17	16.85	16.85	2,400,308
2014-01-27	16.8	16.9	16.8	16.8	3,102,800
2014-01-26	16.6	16.9	16.55	16.85	1,045,308
2014-01-23	16.6	16.9	16.6	16.8	2,373,868
2014-01-22	16.45	16.65	16.45	16.6	904,586
2014-01-21	16.55	16.55	16.35	16.5	514,970
2014-01-20	16.7	16.7	16.5	16.55	1,724,990
2014-01-19	16.75	16.75	16.5	16.7	1,089,702
2014-01-16	16.75	16.8	16.7	16.75	1,048,768
2014-01-15	16.6	16.85	16.6	16.75	811,222
2014-01-14	16.95	17	16	16.8	4,223,152
2014-01-13	15.9	17.05	15.9	16.85	4,891,700
2014-01-12	15.55	16.1	15.35	16.1	3,130,226
2014-01-09	15.35	15.6	15.3	15.5	3,278,772
2014-01-08	15.15	15.35	15.15	15.2	1,249,214
2014-01-07	15.4	15.4	15.05	15.2	1,873,676
2014-01-06	14.9	15.05	14.85	15	1,298,562
2014-01-05	15	15	14.75	14.95	778,492
2014-01-02	14.8	15	14.65	14.95	2,138,070
2014-01-01	14.55	14.85	14.55	14.85	440,932

الملحق (04): جدول يلخص أداء السهم لبنك الجزيرة لسنة 2014

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-12-31	28.7	29	27.1	27.79	3,505,374
2014-12-30	28.5	29	27.8	28.51	2,905,420
2014-12-29	30	30.2	29.4	29.52	4,353,153
2014-12-28	30.1	30.4	29.6	30	3,895,495
2014-12-25	29.6	30.5	29.3	30.04	5,599,030
2014-12-24	29.3	30.2	29.2	29.26	3,815,296
2014-12-23	29	29.6	28.9	29.01	1,956,251
2014-12-22	29.2	29.5	28.5	29.15	3,104,706
2014-12-21	31	31.2	28.5	29.3	5,382,942
2014-12-18	29	30.5	28.8	30.11	5,630,134
2014-12-17	26.4	28	26.1	27.89	2,991,866
2014-12-16	26.9	26.9	25	26.11	8,633,504
2014-12-15	28.8	28.8	27.6	27.71	2,507,934
2014-12-14	27.1	28.3	27.1	28.05	4,289,040
2014-12-11	27.3	28.6	27	28.44	1,751,038
2014-12-10	29.1	29.6	27.9	28.36	1,630,309
2014-12-09	29	29.2	28.1	29.07	3,555,926
2014-12-08	30.8	30.8	29.8	29.89	2,745,259
2014-12-07	29.8	31	29.4	30.85	2,690,511
2014-12-04	29	29.7	28.8	29.63	1,724,267
2014-12-03	28.3	28.8	28.2	28.74	737,132
2014-12-02	28.7	29	28.2	28.4	1,617,559
2014-12-01	27.6	28.8	27.5	28.32	1,459,931
2014-11-30	26.9	27.8	26.2	27.61	1,329,652
2014-11-27	28	28.6	27.6	28.44	932,506
2014-11-26	28.3	28.5	27.6	28.32	1,554,842
2014-11-25	28.7	28.9	28.3	28.76	1,511,476
2014-11-24	29.7	29.7	29	29.05	1,998,192
2014-11-23	29.6	30	29.4	29.6	1,790,569
2014-11-20	29	29.3	29	29.26	891,501
2014-11-19	29.2	29.2	28.9	29.01	1,224,907
2014-11-18	29.3	29.7	28.9	29.07	1,885,789
2014-11-17	30.4	30.4	28.6	29.05	2,268,746
2014-11-16	31	31.1	30.4	30.48	1,154,934
2014-11-13	31.8	31.8	30.9	31.08	3,694,152
2014-11-12	32.7	32.9	31.8	31.97	4,740,093
2014-11-11	31.3	32.4	31.2	32.1	6,681,712

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-11-10	31.3	31.5	31	31.4	1,165,139
2014-11-09	31.2	31.6	31	31.22	1,195,448
2014-11-06	30.5	31.1	30.4	30.96	1,574,107
2014-11-05	30.2	30.7	29.2	30.39	2,114,827
2014-11-04	31.5	31.8	30.4	30.7	1,909,161
2014-11-03	31.6	32	31.6	31.98	1,821,572
2014-11-02	31.8	32	31.5	31.61	1,273,547
2014-10-30	31.2	31.3	30.6	31.26	1,362,962
2014-10-29	31.8	32	31.2	31.29	2,256,068
2014-10-28	31.5	31.8	31.2	31.51	1,957,052
2014-10-27	31.7	32.1	31.4	31.7	2,517,508
2014-10-26	30.5	31.8	30	31.73	3,452,367
2014-10-23	30.3	30.4	29.8	30.29	1,956,045
2014-10-22	30.3	31.3	30.3	30.6	4,840,646
2014-10-21	28.8	30.4	28.6	30.08	4,901,658
2014-10-20	28.3	28.9	28.3	28.8	3,633,474
2014-10-19	28.4	29	27.7	28.11	4,246,123
2014-10-16	27.9	28.4	26	26.95	6,723,056
2014-10-15	28.3	29.3	28.3	28.62	8,670,505
2014-10-14	32	32.1	30.3	30.81	7,747,236
2014-10-13	32.4	33	31.7	32.44	7,455,479
2014-10-12	34.3	34.6	32.3	32.3	5,182,351
2014-10-02	35.4	36	35.2	35.84	3,848,379
2014-10-01	35.8	35.8	35.4	35.54	1,166,725
2014-09-30	35.1	36.1	35	35.87	3,698,147
2014-09-29	34.3	35.2	34.1	35.09	1,723,135
2014-09-28	34.8	34.8	33.6	34.2	3,146,220
2014-09-25	35.5	35.8	34.7	34.74	4,013,948
2014-09-24	34.8	35.4	34.7	35.28	3,455,761
2014-09-22	35.2	35.5	34.7	35	2,501,043
2014-09-21	36.2	36.3	35.4	35.53	1,723,305
2014-09-18	37	37	36	36.17	3,979,943
2014-09-17	37	37.7	36.8	36.93	3,462,816
2014-09-16	37.4	37.7	36.9	37.01	1,522,382
2014-09-15	38.2	38.4	37.2	37.49	1,391,025
2014-09-14	38	38.9	37.9	38.02	1,225,829
2014-09-11	38.5	39.3	38	38.26	1,515,238
2014-09-10	38.6	38.9	38.2	38.67	1,569,910

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-09-09	38	38.9	38	38.53	2,975,370
2014-09-08	37.2	37.6	36.9	37.46	1,870,727
2014-09-07	37	37.3	36.9	37.25	1,694,779
2014-09-04	36.7	37	36.5	36.9	1,588,183
2014-09-03	37	37.2	36.8	36.95	940,246
2014-09-02	37.3	37.4	36.9	37	651,263
2014-09-01	37.3	37.4	36.9	37.38	596,232
2014-08-31	36.9	37.3	36.8	37.23	555,369
2014-08-28	37.2	37.4	36.7	36.79	593,478
2014-08-27	37.7	37.8	37.1	37.29	839,980
2014-08-26	37	37.6	36.7	37.42	1,447,801
2014-08-25	36.9	38.3	36.4	36.86	7,217,812
2014-08-24	35.5	37.2	35.4	36.78	6,890,906
2014-08-21	35.1	35.5	35	35.24	2,023,371
2014-08-20	34.7	35.1	34.6	34.98	1,762,419
2014-08-19	34.5	34.8	34.5	34.69	567,385
2014-08-18	34.9	35	34.6	34.67	1,657,004
2014-08-17	35	35	34.8	34.91	1,491,010
2014-08-14	35.1	35.2	34.9	34.99	452,706
2014-08-13	35.2	35.4	35	35.05	491,034
2014-08-12	35.1	35.3	35	35.14	444,096
2014-08-11	35.7	36	35	35.17	1,899,372
2014-08-10	36.3	36.4	35.7	35.93	1,332,312
2014-08-07	35.6	36.6	35.6	35.73	1,137,370
2014-08-06	35.8	36.3	35.4	35.53	771,678
2014-08-05	35.4	36.4	35.3	36.14	1,170,996
2014-08-04	34.4	35.8	34.3	35.53	1,704,929
2014-08-03	34	34.5	33.7	34.4	1,331,282
2014-07-24	32.8	33.7	32.7	33.6	1,202,792
2014-07-23	32.6	33.1	32.4	32.86	1,424,543
2014-07-22	31.3	32.8	31.3	32.55	3,135,320
2014-07-21	30.9	31.1	30.7	30.79	614,905
2014-07-20	31	31.2	30.4	30.7	1,253,367
2014-07-17	31.6	32	30.7	31.17	2,298,088
2014-07-16	32.6	32.9	32.4	32.6	435,076
2014-07-15	33.2	33.2	32.5	32.61	1,013,924
2014-07-14	32.4	33.2	32.3	32.99	1,415,712
2014-07-13	32.1	32.5	31.9	32.38	751,949

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-07-10	31.9	32.3	31.8	32.02	1,325,836
2014-07-09	31.6	32.2	31.6	31.82	951,614
2014-07-08	31.7	31.9	31.5	31.7	651,956
2014-07-07	31.4	31.9	31.2	31.81	1,050,989
2014-07-06	31.3	31.7	31.2	31.51	562,498
2014-07-03	31.2	31.4	31	31.29	804,831
2014-07-02	30.8	31.4	30.8	31.19	593,160
2014-07-01	30.6	30.8	30.5	30.77	314,068
2014-06-30	30.6	30.9	30.3	30.58	657,021
2014-06-29	30.6	30.8	30.3	30.6	432,525
2014-06-26	31	31.1	30.8	30.9	455,953
2014-06-25	30.9	31.2	30.8	31.17	562,114
2014-06-24	30.6	30.9	30.4	30.83	680,865
2014-06-23	31	31	30.2	30.94	614,730
2014-06-22	31.7	32.1	30.8	31.26	1,423,893
2014-06-19	31.3	31.9	31.3	31.8	1,328,372
2014-06-18	30.5	31.5	30.4	31.3	1,334,535
2014-06-17	30.1	30.6	29.8	30.46	2,566,097
2014-06-16	30.4	30.5	29.6	30	777,537
2014-06-15	30.6	30.7	29.8	30.3	947,644
2014-06-12	31.3	31.3	30.7	30.83	1,000,504
2014-06-11	31.9	32	30.9	31.14	2,204,224
2014-06-10	31.6	32	31.4	31.86	1,496,869
2014-06-09	31.7	31.7	31.4	31.62	606,462
2014-06-08	32.1	32.3	31.2	31.68	1,847,739
2014-06-05	32.3	32.5	32.1	32.14	1,013,472
2014-06-04	32.1	32.6	31.8	32.46	1,581,824
2014-06-03	32.3	32.3	31.8	32.01	1,000,408
2014-06-02	32.3	32.5	32.2	32.3	811,570
2014-06-01	32.3	32.4	32.2	32.22	1,122,515
2014-05-29	31.8	32.4	31.7	32.16	2,266,215
2014-05-28	32	32	31.6	31.71	1,058,064
2014-05-27	32.1	32.2	31.9	32	1,482,883
2014-05-26	31.9	32.2	31.9	32.1	1,271,477
2014-05-25	31.9	32.2	31.6	31.94	2,013,859
2014-05-22	32.1	32.5	32	32.17	1,798,774
2014-05-21	31.3	32.2	31.3	31.96	1,638,294
2014-05-20	32.25565	32.25565	31.73055	31.88058	1,357,452

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-05-19	32.48069	32.48069	31.88058	32.19564	2,282,037
2014-05-18	32.78074	32.78074	32.33066	32.41317	1,742,176
2014-05-15	32.48069	32.85575	32.10562	32.5707	2,519,027
2014-05-14	32.33066	32.48069	32.18063	32.40567	1,504,181
2014-05-13	32.40567	32.48069	32.18063	32.33066	1,339,071
2014-05-12	32.40567	32.70572	32.18063	32.38317	2,517,145
2014-05-11	31.28047	32.5557	31.28047	32.33816	5,089,458
2014-05-08	31.28047	31.35549	31.13045	31.20546	955,345
2014-05-07	30.98042	31.35549	30.8304	31.28047	1,424,228
2014-05-06	31.20546	31.35549	30.90541	31.04793	1,971,896
2014-05-05	30.60536	31.13045	30.53034	31.07794	2,319,871
2014-05-04	30.23029	30.75538	30.08026	30.49284	2,392,392
2014-05-01	30.00525	30.15528	29.93024	30.11027	1,014,377
2014-04-30	30.15528	30.23029	29.93024	29.96024	1,393,285
2014-04-29	30.38032	30.53034	30.00525	30.08026	2,348,177
2014-04-28	30.15528	30.38032	30.08026	30.3053	690,692
2014-04-27	30.23029	30.38032	30.08026	30.16278	768,561
2014-04-24	30.53034	30.60536	30.15528	30.2828	1,332,945
2014-04-23	30.3053	30.60536	30.23029	30.50034	1,576,339
2014-04-22	30.23029	30.3053	30.08026	30.23029	689,975
2014-04-21	30.38032	30.45533	30.15528	30.17778	1,913,921
2014-04-20	30.3053	30.60536	30.23029	30.2828	1,693,322
2014-04-17	31.20546	31.20546	30.23029	30.37282	1,999,603
2014-04-16	31.50551	31.65554	31.05544	31.25047	3,010,622
2014-04-15	31.88058	31.95559	31.58053	31.77556	1,424,804
2014-04-14	31.88058	32.10562	31.73055	31.73055	1,103,427
2014-04-13	31.95559	32.48069	31.58053	31.72305	1,330,536
2014-04-10	31.80557	32.78074	31.50551	32.25565	1,806,674
2014-04-09	31.73055	31.88058	31.4305	31.73055	1,232,800
2014-04-08	31.65554	32.03061	31.50551	31.88058	1,356,822
2014-04-07	32.10562	32.10562	31.4305	31.58053	1,226,613
2014-04-06	32.25565	32.5557	31.80557	32.10562	1,399,632
2014-04-03	31.88058	32.63071	31.4305	32.10562	6,691,111
2014-04-02	31.28047	31.65554	31.28047	31.4305	846,801
2014-04-01	31.50551	31.50551	31.20546	31.4305	549,845
2014-03-31	30.90541	31.50551	30.8304	31.35549	1,210,251
2014-03-30	30.90541	31.05544	30.60536	30.8304	876,181
2014-03-27	31.28047	31.28047	30.75538	30.90541	1,065,416

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-03-26	31.35549	31.4305	31.20546	31.28047	594,257
2014-03-25	31.50551	31.65554	31.20546	31.50551	678,960
2014-03-24	31.58053	31.65554	31.20546	31.58053	1,008,971
2014-03-23	31.05544	31.50551	30.98042	31.50551	1,890,928
2014-03-20	31.05544	31.28047	30.75538	30.90541	1,239,848
2014-03-19	31.50551	31.65554	30.98042	31.20546	1,434,593
2014-03-18	31.20546	31.80557	31.05544	31.73055	3,579,205
2014-03-17	32.25565	32.33066	30.90541	30.98042	2,740,207
2014-03-16	31.95559	32.93076	31.88058	32.18063	3,630,310
2014-03-13	31.50551	33.00578	31.20546	32.25565	7,073,370
2014-03-12	30.45533	31.65554	30.23029	31.58053	7,384,105
2014-03-11	30.45533	30.75538	30.3053	30.68037	1,642,454
2014-03-10	29.93024	30.90541	29.7052	30.53034	5,079,114
2014-03-09	29.78021	30.23029	29.7052	30.00525	3,326,323
2014-03-06	29.78021	30.23029	29.63019	30.00525	8,219,157
2014-03-05	28.88005	29.93024	28.20494	29.78021	10,524,030
2014-03-04	28.65502	28.95507	28.58	28.88005	2,537,133
2014-03-03	28.73003	28.88005	28.27995	28.65502	4,153,349
2014-03-02	29.48016	29.48016	28.50499	28.73003	4,877,799
2014-02-27	29.33013	29.63019	28.95507	29.40515	6,262,078
2014-02-26	27.9799	29.48016	27.90488	29.25512	9,247,777
2014-02-25	27.75486	27.9799	27.60483	27.90488	1,121,656
2014-02-24	27.75486	28.05491	27.67984	27.67984	1,765,840
2014-02-23	27.90488	27.90488	27.60483	27.82987	1,294,257
2014-02-20	27.82987	28.05491	27.75486	27.82987	903,906
2014-02-19	27.90488	27.90488	27.67984	27.82987	913,641
2014-02-18	27.90488	28.12992	27.82987	27.90488	945,181
2014-02-17	28.05491	28.27995	27.75486	27.90488	1,397,562
2014-02-16	28.35496	28.50499	27.90488	28.05491	1,111,892
2014-02-13	28.35496	28.73003	28.20494	28.35496	1,467,019
2014-02-12	27.75486	28.42998	27.75486	28.27995	2,741,193
2014-02-11	27.90488	27.90488	27.52982	27.67984	1,699,922
2014-02-10	28.42998	28.42998	27.67984	27.90488	3,182,729
2014-02-09	29.40515	29.48016	28.35496	28.50499	3,270,204
2014-02-06	29.10509	29.55517	28.95507	29.25512	2,981,351
2014-02-05	28.65502	29.25512	28.42998	29.18011	3,812,761
2014-02-04	28.05491	29.03008	28.05491	28.73003	1,598,362
2014-02-03	28.88005	28.95507	28.50499	28.73003	1,322,910

التاريخ	فتح	أعلى	أدنى	إغلاق	الكمية
2014-02-02	29.33013	29.7052	29.03008	29.03008	3,279,894
2014-01-30	28.20494	29.78021	28.05491	29.48016	6,828,729
2014-01-29	27.75486	28.12992	27.60483	27.9799	2,981,705
2014-01-28	27.15475	27.37979	26.8547	27.15475	1,704,056
2014-01-27	27.15475	27.30478	26.92971	27.00473	1,208,523
2014-01-26	27.37979	27.67984	27.15475	27.30478	1,240,000
2014-01-23	27.90488	28.05491	27.75486	27.90488	600,959
2014-01-22	26.92971	27.82987	26.8547	27.75486	1,478,193
2014-01-21	27.07974	27.15475	26.62966	26.92971	802,787
2014-01-20	27.07974	27.45481	26.92971	27.07974	799,136
2014-01-19	27.00473	27.15475	26.77969	27.00473	714,927
2014-01-16	27.90488	27.9799	27.22977	27.22977	1,224,502
2014-01-15	28.12992	28.42998	27.82987	27.90488	882,238
2014-01-14	28.50499	28.65502	28.12992	28.35496	1,626,406
2014-01-13	28.50499	28.95507	28.35496	28.95507	1,030,865
2014-01-12	28.58	28.65502	28.42998	28.58	345,735
2014-01-09	28.65502	28.80504	28.42998	28.58	963,465
2014-01-08	28.73003	28.95507	28.58	28.65502	810,831
2014-01-07	28.88005	29.10509	28.58	28.73003	1,253,455
2014-01-06	28.65502	29.18011	28.65502	29.10509	766,524
2014-01-05	28.58	29.10509	28.58	28.95507	1,256,236
2014-01-02	28.80504	28.80504	28.50499	28.58	416,603
2014-01-01	28.27995	28.88005	28.20494	28.88005	793,138

الملحق (05): جدول يلخص أداء السهم للبنك الإسلامي الفلسطيني لسنة 2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
2,000	1.21	1.21	1.21	1.21	31-12-2014
2,531	1.21	1.21	1.22	1.22	29-12-2014
221	1.22	1.22	1.22	1.22	28-12-2014
3,039	1.22	1.22	1.23	1.22	23-12-2014
3,917	1.22	1.2	1.25	1.2	22-12-2014
529	1.2	1.2	1.22	1.22	15-12-2014
188,000	1.22	1.2	1.22	1.2	14-12-2014
6,081	1.2	1.2	1.22	1.22	11-12-2014
8,000	1.22	1.2	1.22	1.2	09-12-2014
2,172	1.2	1.2	1.2	1.2	08-12-2014
6,000	1.2	1.2	1.22	1.22	07-12-2014
1,124	1.22	1.22	1.22	1.22	04-12-2014
500	1.22	1.22	1.22	1.22	02-12-2014
100	1.22	1.22	1.23	1.23	01-12-2014
15,876	1.23	1.23	1.28	1.28	30-11-2014
50	1.28	1.22	1.28	1.22	27-11-2014
2,272	1.22	1.22	1.24	1.24	25-11-2014
11,495	1.24	1.23	1.24	1.23	24-11-2014
134	1.23	1.23	1.24	1.24	23-11-2014
15,177	1.24	1.24	1.28	1.28	20-11-2014
194	1.28	1.24	1.28	1.24	19-11-2014
80	1.24	1.24	1.25	1.25	16-11-2014
2,066	1.25	1.25	1.25	1.25	12-11-2014
7,525	1.25	1.25	1.27	1.27	10-11-2014
55,430	1.27	1.27	1.3	1.3	09-11-2014
1,000	1.3	1.27	1.3	1.27	04-11-2014
759	1.27	1.27	1.3	1.3	28-10-2014
20,378	1.3	1.3	1.31	1.31	23-10-2014
245,074	1.31	1.26	1.31	1.26	21-10-2014
145	1.26	1.26	1.28	1.28	20-10-2014
393	1.28	1.27	1.28	1.27	15-10-2014
16,297	1.27	1.27	1.27	1.27	13-10-2014
1,086	1.27	1.27	1.27	1.27	08-10-2014
3,000	1.27	1.27	1.3	1.3	30-09-2014
55	1.3	1.27	1.3	1.27	29-09-2014
1,600	1.27	1.27	1.27	1.27	28-09-2014
1,000	1.27	1.27	1.27	1.27	25-09-2014
792	1.27	1.25	1.27	1.25	24-09-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
907,770	1.25	1.25	1.28	1.27	23-09-2014
2,120	1.27	1.27	1.31	1.31	21-09-2014
542	1.31	1.31	1.31	1.31	17-09-2014
5,531	1.31	1.31	1.35	1.35	16-09-2014
2,000	1.35	1.33	1.35	1.33	15-09-2014
415	1.33	1.3	1.33	1.3	14-09-2014
542	1.3	1.3	1.31	1.31	10-09-2014
11,797	1.31	1.29	1.31	1.29	09-09-2014
4,700	1.29	1.26	1.29	1.26	08-09-2014
300	1.26	1.25	1.26	1.25	07-09-2014
2,250	1.25	1.25	1.26	1.25	04-09-2014
9,415	1.25	1.22	1.25	1.22	03-09-2014
673	1.22	1.22	1.22	1.22	02-09-2014
700	1.22	1.22	1.22	1.22	01-09-2014
2,886	1.22	1.22	1.23	1.23	31-08-2014
170	1.23	1.23	1.23	1.23	27-08-2014
30,000	1.23	1.23	1.24	1.24	25-08-2014
7,000	1.24	1.21	1.24	1.21	24-08-2014
2,000	1.21	1.21	1.21	1.21	21-08-2014
28	1.21	1.21	1.21	1.21	19-08-2014
420	1.21	1.21	1.23	1.21	17-08-2014
8,000	1.21	1.2	1.21	1.2	14-08-2014
1,629	1.2	1.2	1.23	1.2	07-08-2014
542	1.2	1.2	1.2	1.2	06-08-2014
15,105	1.2	1.19	1.2	1.19	05-08-2014
52,600	1.19	1.17	1.19	1.17	03-08-2014
3,081	1.17	1.17	1.18	1.17	23-07-2014
9,000	1.17	1.17	1.18	1.18	17-07-2014
34,250	1.18	1.18	1.22	1.21	16-07-2014
1,213	1.21	1.2	1.21	1.2	07-07-2014
15,955	1.2	1.2	1.21	1.2	06-07-2014
100	1.2	1.2	1.2	1.2	03-07-2014
20,000	1.2	1.2	1.23	1.23	30-06-2014
400	1.23	1.2	1.23	1.2	26-06-2014
13,305	1.2	1.2	1.2	1.2	25-06-2014
653	1.2	1.2	1.22	1.22	24-06-2014
1,611	1.22	1.22	1.23	1.23	18-06-2014
80,000	1.23	1.23	1.23	1.23	16-06-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
265	1.23	1.23	1.25	1.25	15-06-2014
5,388	1.25	1.2	1.25	1.21	05-06-2014
42	1.21	1.2	1.21	1.2	03-06-2014
271	1.2	1.2	1.2	1.2	02-06-2014
10,202	1.2	1.17	1.24	1.17	29-05-2014
10,487	1.17	1.16	1.17	1.16	28-05-2014
2,202	1.16	1.16	1.2	1.2	25-05-2014
1,619	1.2	1.2	1.2	1.2	22-05-2014
50	1.2	1.2	1.2	1.2	21-05-2014
3,912	1.2	1.2	1.23	1.2	20-05-2014
217	1.2	1.2	1.2	1.2	19-05-2014
7,500	1.2	1.2	1.23	1.23	15-05-2014
1,000	1.23	1.23	1.24	1.24	14-05-2014
1,000	1.24	1.24	1.24	1.24	12-05-2014
251,311	1.24	1.16	1.24	1.2	11-05-2014
87,243	1.2	1.18	1.2	1.2	08-05-2014
5,100	1.2	1.2	1.2	1.2	07-05-2014
14,789	1.2	1.2	1.2	1.2	06-05-2014
29,736	1.2	1.2	1.2	1.2	05-05-2014
6,811	1.2	1.2	1.2	1.2	04-05-2014
62,400	1.2	1.2	1.23	1.23	30-04-2014
250	1.23	1.2	1.23	1.2	29-04-2014
403	1.2	1.2	1.2	1.2	28-04-2014
10,000	1.2	1.15	1.2	1.15	27-04-2014
606	1.15	1.15	1.2	1.2	24-04-2014
542	1.2	1.2	1.2	1.2	23-04-2014
868	1.2	1.2	1.26	1.26	22-04-2014
64	1.26	1.2	1.26	1.2	21-04-2014
1,307	1.2	1.2	1.21	1.21	20-04-2014
19,460	1.21	1.2	1.27	1.27	17-04-2014
4,017	1.27	1.27	1.32	1.32	15-04-2014
1,379	1.32	1.26	1.32	1.26	14-04-2014
1,000	1.26	1.26	1.34	1.28	13-04-2014
200	1.28	1.28	1.3	1.3	10-04-2014
150	1.3	1.3	1.31	1.31	09-04-2014
1,722	1.31	1.31	1.35	1.35	08-04-2014
3,450	1.35	1.34	1.35	1.34	07-04-2014
145	1.34	1.34	1.39	1.39	01-04-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
178,000	1.39	1.34	1.39	1.34	31-03-2014
2,124	1.34	1.34	1.35	1.34	30-03-2014
500	1.34	1.33	1.34	1.33	26-03-2014
1,000	1.33	1.32	1.33	1.32	24-03-2014
1,086	1.32	1.32	1.34	1.34	23-03-2014
1,556	1.34	1.33	1.34	1.33	20-03-2014
325	1.33	1.33	1.33	1.33	19-03-2014
5,982	1.33	1.32	1.36	1.36	16-03-2014
450,000	1.36	1.36	1.36	1.36	13-03-2014
3,259	1.36	1.36	1.4	1.4	12-03-2014
11,000	1.4	1.4	1.42	1.42	11-03-2014
11,170	1.42	1.42	1.43	1.43	10-03-2014
17,185	1.43	1.43	1.44	1.44	09-03-2014
3,692	1.44	1.44	1.46	1.46	06-03-2014
1,817	1.46	1.44	1.47	1.47	04-03-2014
500	1.47	1.47	1.47	1.47	02-03-2014
542	1.47	1.47	1.5	1.5	25-02-2014
160,958	1.5	1.5	1.54	1.5	24-02-2014
86,000	1.5	1.48	1.51	1.5	23-02-2014
231	1.5	1.5	1.5	1.5	20-02-2014
2,475	1.5	1.5	1.5	1.5	19-02-2014
152,982	1.5	1.5	1.5	1.5	18-02-2014
774	1.5	1.5	1.5	1.5	17-02-2014
11,500	1.5	1.5	1.5	1.5	13-02-2014
12,219	1.5	1.5	1.5	1.5	12-02-2014
57,694	1.5	1.45	1.51	1.48	11-02-2014
4,395	1.48	1.42	1.49	1.49	10-02-2014
17,397	1.49	1.49	1.5	1.5	09-02-2014
814	1.5	1.5	1.5	1.5	06-02-2014
500	1.5	1.5	1.5	1.5	05-02-2014
710,570	1.5	1.47	1.5	1.47	04-02-2014
300,000	1.47	1.47	1.5	1.5	03-02-2014
1,017,804	1.5	1.47	1.5	1.47	02-02-2014
2,283	1.47	1.46	1.5	1.5	30-01-2014
30,000	1.5	1.48	1.5	1.49	28-01-2014
5,700	1.49	1.46	1.5	1.5	27-01-2014
10,000	1.5	1.45	1.5	1.45	26-01-2014
3,000	1.45	1.45	1.45	1.45	23-01-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
1,000	1.45	1.45	1.5	1.5	22-01-2014
38,796	1.5	1.49	1.5	1.49	21-01-2014
2,000	1.49	1.49	1.5	1.49	20-01-2014
1,830	1.49	1.49	1.53	1.53	19-01-2014
102	1.53	1.5	1.53	1.5	16-01-2014
3,500	1.5	1.5	1.51	1.51	15-01-2014
4,594	1.51	1.5	1.51	1.5	14-01-2014
140,000	1.5	1.5	1.51	1.51	12-01-2014
16,181	1.51	1.5	1.51	1.5	09-01-2014
1,979	1.5	1.5	1.55	1.55	08-01-2014
100	1.55	1.5	1.55	1.5	06-01-2014
382,264	1.5	1.5	1.54	1.54	02-01-2014

الملحق (06): جدول يلخص أداء السهم لبنك القدس للتنمية والاستثمار لسنة 2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
35,700	0.97	0.96	0.98	0.98	31-12-2014
25,000	0.98	0.98	0.98	0.98	29-12-2014
17,128	0.98	0.98	1.02	1.02	24-12-2014
210	1.02	1.02	1.02	1.02	21-12-2014
12,200	1.02	1	1.02	1.02	17-12-2014
7,200	1.02	1	1.04	1.04	15-12-2014
1,638	1.04	1.02	1.04	1.02	10-12-2014
4,000	1.02	1	1.02	1.02	09-12-2014
2,300	1.02	1	1.02	1	08-12-2014
14,600	1	0.94	1	0.96	04-12-2014
2,000	0.96	0.94	0.96	0.94	03-12-2014
3,500	0.94	0.94	0.94	0.94	02-12-2014
1,100	0.94	0.94	0.95	0.95	30-11-2014
5,500	0.95	0.94	0.95	0.94	27-11-2014
5,000	0.94	0.93	0.94	0.93	25-11-2014
11,300	0.93	0.92	0.94	0.94	24-11-2014
1,000	0.94	0.92	0.94	0.92	23-11-2014
3,556	0.92	0.9	0.92	0.9	20-11-2014
2,504	0.9	0.9	0.91	0.9	19-11-2014
3,000	0.9	0.9	0.9	0.9	18-11-2014
2,000	0.9	0.9	0.91	0.91	13-11-2014
8,244	0.91	0.91	0.92	0.92	12-11-2014
3,000	0.92	0.92	0.92	0.92	11-11-2014
2,000	0.92	0.91	0.92	0.91	02-11-2014
100	0.91	0.9	0.91	0.9	30-10-2014
155,735	0.9	0.9	0.9	0.9	28-10-2014
33,000	0.9	0.9	0.91	0.9	27-10-2014
20,500	0.9	0.87	0.9	0.87	26-10-2014
2,600	0.87	0.87	0.88	0.88	22-10-2014
500	0.88	0.88	0.88	0.88	21-10-2014
3,500	0.88	0.88	0.89	0.89	20-10-2014
3,500	0.89	0.89	0.89	0.89	19-10-2014
5,500	0.89	0.89	0.89	0.89	15-10-2014
3,500	0.89	0.89	0.89	0.89	14-10-2014
500	0.89	0.89	0.9	0.9	13-10-2014
4,000	0.9	0.88	0.9	0.88	09-10-2014
22,298	0.88	0.88	0.9	0.9	30-09-2014
1,100	0.9	0.9	0.9	0.9	29-09-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
2,000	0.9	0.9	0.9	0.9	22-09-2014
2,100	0.9	0.88	0.9	0.9	10-09-2014
6,000	0.9	0.89	0.9	0.9	07-09-2014
852,616	0.9	0.86	0.9	0.89	26-08-2014
100	0.89	0.85	0.89	0.85	24-08-2014
11,250	0.85	0.85	0.88	0.88	20-08-2014
2,800	0.88	0.88	0.89	0.89	19-08-2014
1,000	0.89	0.89	0.89	0.89	17-08-2014
14,000	0.89	0.87	0.89	0.89	14-08-2014
600	0.89	0.85	0.89	0.89	11-08-2014
100	0.89	0.86	0.89	0.86	06-08-2014
1,850	0.86	0.85	0.86	0.85	05-08-2014
10,500	0.85	0.84	0.85	0.84	04-08-2014
2,150	0.84	0.8	0.84	0.84	24-07-2014
300	0.84	0.82	0.84	0.82	22-07-2014
500	0.82	0.82	0.84	0.84	20-07-2014
20,100	0.84	0.81	0.85	0.85	14-07-2014
650	0.85	0.82	0.85	0.84	06-07-2014
1,200	0.84	0.84	0.84	0.84	26-06-2014
3,700	0.84	0.84	0.88	0.88	25-06-2014
1,100	0.88	0.86	0.9	0.9	23-06-2014
3,750	0.9	0.88	0.92	0.92	18-06-2014
2,100	0.92	0.88	0.92	0.9	17-06-2014
31,500	0.9	0.9	0.9	0.9	04-06-2014
62,000	0.9	0.9	0.9	0.9	03-06-2014
41,009	0.9	0.9	0.93	0.93	02-06-2014
3,000	0.93	0.91	0.93	0.92	01-06-2014
3,000	0.92	0.92	0.95	0.95	27-05-2014
110	0.95	0.95	0.99	0.99	22-05-2014
12,550	0.99	0.93	0.99	0.97	13-05-2014
9,700	0.97	0.92	0.97	0.93	12-05-2014
1,000	0.93	0.93	0.97	0.97	08-05-2014
2,500	0.97	0.93	0.97	0.97	30-04-2014
8,600	0.97	0.94	0.97	0.97	23-04-2014
600	0.97	0.94	0.98	0.98	22-04-2014
6,500	0.98	0.92	0.98	0.93	08-04-2014
1,000	0.93	0.93	1	1	07-04-2014
5,600	1	0.93	1	1	02-04-2014

الكمية	إغلاق	أدنى	أعلى	فتح	التاريخ
8,000	1	0.93	1	1	01-04-2014
3,100	1	0.97	1	1	25-03-2014
5,200	1	0.97	1	0.97	23-03-2014
250	0.97	0.95	1.01	1.01	20-03-2014
1,101,120	1.01	0.99	1.01	1	12-03-2014
14,010	1	0.96	1	0.96	10-03-2014
6,094	0.96	0.96	0.99	0.99	09-03-2014
18,700	0.99	0.99	1	1	06-03-2014
2,500	1	1	1	1	04-03-2014
5,000	1	1	1	1	03-03-2014
7,906	1	1	1	1	02-03-2014
37,400	1	0.99	1	0.99	27-02-2014
300	0.99	0.99	0.99	0.99	26-02-2014
1,000	0.99	0.99	1	1	25-02-2014
4,000	1	1	1	1	24-02-2014
1,400	1	1	1	1	23-02-2014
12,000	1	0.99	1	0.99	20-02-2014
8,500	0.99	0.99	1	0.99	18-02-2014
500	0.99	0.99	0.99	0.99	17-02-2014
11,099	0.99	0.99	0.99	0.99	13-02-2014
8,000	0.99	0.99	0.99	0.99	10-02-2014
119,600	0.99	0.99	1	0.99	05-02-2014
7,000	0.99	0.99	1	1	04-02-2014
8,700	1	1	1	1	03-02-2014
10,800	1	0.99	1	0.99	02-02-2014
1,200	0.99	0.98	0.99	0.99	30-01-2014
12,880	0.99	0.99	1	0.99	29-01-2014
14,201	0.99	0.99	1	1	27-01-2014
250	1	0.99	1	0.99	26-01-2014
1,799	0.99	0.99	1	1	23-01-2014
20,201	1	1	1.01	1.01	22-01-2014
100	1.01	1	1.01	1	21-01-2014
11,500	1	0.98	1	0.98	20-01-2014
8,390	0.98	0.98	1	0.99	19-01-2014
12,500	0.99	0.99	1.04	1.04	15-01-2014
200	1.04	1	1.04	1	14-01-2014
10,000	1	1	1	1	12-01-2014
3,000	1	1	1	1	09-01-2014