



أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الإستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية: تخصص أسواق مالية وبورصات

إشراف الأستاذ الدكتور

- عبد الله غالم

إعداد الطالب

- عقبة خضير

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
د/عمر قريد	أستاذ محاضر(أ)	جامعة بسكرة	رئيسا
أ.د/ عبد الله غالم	أستاذ	جامعة بسكرة	مشرفا ومقررا
د/ لحسن دردوري	أستاذ محاضر(أ)	جامعة بسكرة	ممتحنا
د/رضا الزهواني	أستاذ محاضر(أ)	جامعة الوادي	ممتحنا
د/علي العبسي	أستاذ محاضر(أ)	جامعة الوادي	ممتحنا
د/سمير بوغافية	أستاذ محاضر(أ)	جامعة برج بوعرييج	ممتحنا

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

ملخص

تلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها بمثابة المرآة التي ينعكس عليها اقتصاديات الدول لما تقدمه من خدمات مالية ذات طبيعة خاصة، وتعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.

وفي هذا الإطار يعد السوق الأوراق المالية للدوحة من أهم الأسواق المالية العربية من حيث مؤشر سوق الأوراق المالية وقيمة عوائد أسهم الشركات في القطاعات الاقتصادية. وتركز الدراسة على أهمية مؤشر السوق وحجم التداول في سوق الدوحة خلال الفترة الممتدة من 2014/01/01 إلى 2017/12/31، أي بتقدير 202 مشاهدة.

حيث تتمحور إشكالية الدراسة حول مساهمة أدوات التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الإستثماري للأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال 2014-2017. وذلك باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، كما تم استخدام الأسلوب القياسي من خلال استخدام النماذج الإحصائية والرياضية. وقد توصلت الدراسة إلى نتائج هامة أبرزها:

- تشكل سوق الأوراق المالية ركنا هاما من أركان نظام التمويل فهي تعمل على تشجيع الادخار لدى الأفراد والمجموعات وتنميته عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية.

- من خلال مؤشرات التحليل الفني المستخدمة في الدراسة استنتجنا أن التحليل الفني يقدم إشارات أو نقاط دخول وخروج واضحة، مما يساعد المستثمر والمحلل في تحديد توقيت اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

- إن التحليل الأساسي للأسهم يساعد في اتخاذ القرار الاستثماري فهو لا يقدم إشارات أو نقاط دخول واضحة مثل التحليل الفني، ولكن بدلا عن هذا فهو يعطي الفرصة، في صورة فرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للشركة، والمحلل الأساسي يهدف لتقديم مجموعة من الأسهم التي لها قيمة عالية جدا، مقارنة بسعر سوقي منخفض جدا، وهنا تكون الفرصة من وجهة نظر التحليل الأساسي.

- **الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، التحليل الأساسي، التحليل الفني، القرار الاستثماري، استثمار في الأسهم، المؤشرات المالية.

Abstract:

The stock market has an important role in economic life, which makes its presence as a mirror that reflects the countries' economies because of the financial services they provide of a special nature. The stock market is one of the most important mechanisms for collecting and directing financial resources and employing them in investment projects.

In this context, the Doha Stock Exchange in the State of Qatar is considered as one of the most important Arab financial markets in terms of the stock market index and the value of the returns on companies' shares in the economic sectors. The study focuses on the importance of the market index and trading volume in the Doha market during the period from 01/01/2014 to 12/31/2017, i.e. 202 views.

The problem of this study revolves around the contribution of technical and fundamental analysis tools in determining the investment decision for shares in the Doha Securities Market during 2014-2017, using the descriptive and analytical approach, and the standard method was used through the use of statistical and mathematical models.

By the end of the study, we reached the following important results:

- The stock market constitutes an important pillar of the financing system, it encourages and develops savings among individuals and groups by investing in securities.

- Through the technical analysis indicators used in the study, we concluded that technical analysis provides clear signals or entry and exit points, which helps the investor and analyst in determining the timing of appropriate investment decisions.

-The fundamental analysis of stocks helps in making an investment decision but it does not provide clear signals or entry points such as technical analysis, instead of this it gives the opportunity, in the form of a difference between the market value and the fair value of the company, and the primary analysis which aims to present a group of shares that have Very high value, compared to a very low market price, and here is the opportunity from a fundamental analysis point of view.

Key words: *stock market, fundamental analysis, technical analysis, investment decision, investment in stocks, financial indicators..*

شكر وعرفان

في هذا المقام العلمي أتقدم بالشكر الجزيل ووافر العرفان والتقدير

والاحترام إلى أساتذتي الفاضل المشرف:

الدكتور خاتم عبد الله الأشرافه على هذا العمل، فله كل الشكر والاعتراف بالجميل

على صبره بتقدمه كل النصائح والتوجيهات وتحمله

معي طيلة انجاز هذا البحث.

كما أتقدم بالشكر والامتنان إلى لجنة المناقشة على قبولها قراءة ومناقشة المنزكرة، وإلى

كل الأساتذة الذين تكلمت عليهم والذين ساعدوني بتسرية النصائح والتوجيهات

الأستاذ محمد بن عبد الله

أهدي هذا العمل العلمي المتواضع إليك:

إليك أرواح النوالدين، رحمه الله عليهم

وإليك إخوتي وأخواتي

وزملائي في الدراسة

روح شهداء الأمة العربية والإسلامية

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	ملخص
	شكر وعرهان
	إهداء
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
	المقدمة
ب	الإشكالية
ب	أسباب اختيار الموضوع
ج	أهداف الدراسة
ج	أهمية الدراسة
ج	حدود الدراسة
د	منهج وأدوات الدراسة
د	الدراسات السابقة
هـ	هيكال الدراسة
	الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية
22	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
22	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
31	المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية
34	المطلب الثالث: المتطلبات الأساسية لسوق الأوراق المالية
36	المطلب الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية
38	المطلب الخامس: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية
50	المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية
50	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية مفهومها وخصائصها وأنواعها
54	المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

57	المطلب الثالث: مستويات وصيغ كفاءة سوق الأوراق المالية
60	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على كفاءة سوق الأوراق المالية
65	المبحث الثالث: المؤشرات المالية في سوق الأوراق المالية
65	المطلب الأول: ماهية المؤشرات المالية
68	المطلب الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات
70	المطلب الثالث: طرق وكيفية بناء المؤشرات المالية
74	المطلب الثالث: أهم المؤشرات المالية العالمية والعربية
	الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم
83	المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية
83	المطلب الأول: ماهية الاستثمار
89	المطلب الثاني: تصنيفات الاستثمار
93	المطلب الثالث: العوامل المحددة للاستثمار في سوق الأوراق المالية
96	المطلب الرابع: أسس الاستثمار في سوق الأوراق المالية
104	المبحث الثاني: اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية
104	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للقرار الاستثماري
110	المطلب الثاني: ماهية اتخاذ القرار الاستثماري
114	المطلب الثالث: المقومات والمبادئ الأساسية في اتخاذ القرار الاستثماري
118	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري
123	المبحث الثالث: تقييم واختيار الاستثمار في الأسهم في سوق الأوراق المالية
123	المطلب الأول: الأسهم في سوق الأوراق المالية
126	المطلب الثاني: أنواع الأسهم والاتجاهات الحديثة
132	المطلب الثالث: تقييم الأسهم في سوق الأوراق المالية
135	المطلب الرابع: المحفظة الاستثمارية
140	المطلب الخامس: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
145	المبحث الرابع: استراتيجيات الاستثمار في الأسهم
145	المطلب الأول: إستراتيجيات السمة الواحدة للاستثمار في السهم المفرد

150	المطلب الثاني: استراتيجيات الاستثمار في الأسهم في السمات المتعددة
152	المطلب الثالث: استراتيجيات الاستثمار في المحفظة في ظل الاعتراف بكفاءة السوق
154	المطلب الرابع: الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق
	الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية
160	المبحث الأول: مدخل التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية
160	المطلب الأول: ماهية التحليل الأساسي
163	المطلب الثاني: افتراضات ومدخل التحليل الأساسي
166	المطلب الثالث: التحليل الأساسي ونقاط القوة والمزايا والعيوب
170	المبحث الثاني: مراحل منهج التحليل الأساسي
170	المطلب الأول: تحليل بيئة النشاط الاقتصادي
176	المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة
183	المطلب الثالث: تحليل ظروف الشركة
193	المبحث الثالث: مدخل التحليل الفني في سوق الأوراق المالية
193	المطلب الأول: ماهية التحليل الفني في سوق الأوراق المالية
199	المطلب الثاني: فلسفة وافتراضات وفروع التحليل الفني
203	المطلب الثالث: تقييم التحليل الفني للأسواق المالية
208	المطلب الرابع: النظريات المفسرة للتحليل الفني
221	المبحث الرابع: أدوات التحليل الفني في سوق الأوراق المالية
221	المطلب الأول: الرسوم البيانية
225	المطلب الثاني: الشموع اليابانية
238	المطلب الثالث: المؤشرات الفنية
	الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية
258	المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية
258	المطلب الأول: الأساس التنظيمي لسوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية
267	المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية
270	المطلب الثالث: تقييم سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية

274	المبحث الثاني: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الأساسي
274	المطلب الأول: التحليل القطاعي في سوق الأوراق المالية
285	المطلب الثاني: تحليل الشركات لاختيار المحفظة المثلى
298	المبحث الثالث: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الفني
298	المطلب الأول: تحديد واختيار الأسهم باستخدام مؤشر التقارب والتباعد ومؤشر القوة النسبية
311	المطلب الثاني: تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك
321	الخاتمة
325	المراجع
339	الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	الموضوع	الرقم
30	شكل يوضح مكونات سوق الأوراق المالية	(1-1)
169	شكل يوضح منهجية ومراحل التحليل الفني	(3-1)
172	شكل يوضح مراحل دورة الأعمال	(3-2)
202	شكل يوضح النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد	(3-3)
209	شكل يوضح نظرية داو	(3-4)
218	شكل يوضح الأنماط الثمانية لموجات إليوت	(3-5)
222	شكل يوضح كيفية رسم خريطة النقط والشكل	(3-6)
224	شكل يوضح رسم تفصيلي لأحد الأعمدة البيانية	(3-7)
226	شكل يوضح الشمعة اليابانية	(3-8)
228	شكل يوضح أنواع الشموع الفردية	(3-9)
230	شكل يوضح نموذج شمعة دوجي	(3-10)
232	شكل يوضح نموذج نجمة دوجي الصباحي والمسائي	(3-11)
233	شكل يوضح نموذج نجمتي الصباح والمساء	(3-12)
234	شكل يوضح نموذج ثقب الحلي والسحب لإكامة السوداء	(3-13)
235	شكل يوضح نموذج الطفل المتشرد	(3-14)
236	شكل يوضح نموذج الجنود الهارين الثلاثة الإيجابي والسلبي	(3-15)
237	شكل يوضح نموذج الخطوط المتوازية البيضاء	(3-16)
237	شكل يوضح نموذج المسحة	(3-17)
243	شكل يوضح التشبع في الشراء والبيع	(3-18)
244	شكل يوضح أماكن التشبع في الشراء والبيع	(3-19)
252	شكل يوضح أشكال اتجاه الأسعار	(3-20)
253	شكل يوضح خط الاتجاه وقناة السعرية	(3-21)
271	شكل يوضح تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)	(4-1)
273	شكل يوضح تطور القيمة السوقية للأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2017)	(4-2)

279	شكل يوضح مناطق اتخاذ القبول والرفض لاختبار دارين واتسون DW	(4-3)
298	شكل يوضح تطبيق مؤشر التقارب والتباعد ومؤشر القوة النسبية على منحني حركة سعر السهم بنك قطر خلال الفترة (2014/01/01- /2015/06/01)	(4-4)
303	شكل يوضح تطبيق مؤشر التقارب والتباعد ومؤشر القوة النسبية على منحني حركة سعر السهم بنك قطر خلال الفترة (2015/06/01- /2016/12/01).	(4-5)
307	شكل يوضح تطبيق مؤشر التقارب والتباعد ومؤشر القوة النسبية على منحني حركة سعر السهم بنك قطر خلال الفترة (2016/12/01- /2017/12/30).	(4-6)
311	شكل يوضح تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحني حركة سعر سهم بنك قطر خلال الفترة (2014/01/01-2015/08/01).	(4-7)
314	شكل يوضح تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحني حركة سعر سهم بنك قطر خلال الفترة (2015/08/01-2016/11/01).	(4-8)
316	شكل يوضح تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحني حركة سعر سهم بنك قطر خلال الفترة (2016/11/01-2017/12/31).	(4-9)

فهرس الجداول

الصفحة	الموضوع	الرقم
87	جدول يوضح الفرق بين المضاربة والاستثمار والمقامرة	(2-1)
206	جدول يبين الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	(3-1)
277	جدول يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية	(4-1)
279	جدول يوضح اختبار الارتباط التسلسلي للأخطاء	(4-2)
280	جدول يوضح نتائج الارتباط بين متغيرات النموذج	(4-3)
282	جدول نتائج متوسطات متغيرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية مقارنة بمتوسطات السوق	(4-4)
283	جدول يوضح العائد والمخاطرة للمحافظ الاستثمارية والعائد المعدل بالمخاطرة	(4-5)
288	جدول يوضح عرض شامل لتحليل مدخلات عينة الدراسة للفترة (2014-2017).	(4-6)
291	جدول يوضح معدل العائد المتحقق ومعامل بيتا ومعدل الفائدة على أذونات الخزينة ومعدل ترينور لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2017)	(4-7)
294	جدول يوضح تحديد معدل القطع والأسهم المرشحة للمحفظة المثلى	(4-8)
279	جدول يوضح الوزن الاستثماري لكل سهم داخل المحفظة الاستثمارية المثلى	(4-9)

المقدمة

مقدمة:

إن دراسة أسواق الأوراق المالية أصبحت من الموضوعات الهامة والتي تحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية، وذلك نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها الأسواق المالية، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية، ومن هذا المنطلق فإن أسواق الأوراق المالية تعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق رأس المال والتي تشكل جانبا هاما من جوانب نشاط السوق المالية بمفهومها الواسع، حيث تلعب دورا أساسيا في تنظيم وتطوير أساليب التمويل للاستثمارات، وتوفيرها بالأحجام المطلوبة، وبالتالي تمكين الاقتصاد من النمو بمعدلات مرتفعة بشكل مستمر مما يسمح بتحسين مستواه .

إن الاستثمار في سوق الأوراق المالية محفوظ بمخاطر عدة، ومما يزيد من صعوبة تقدير هذه المخاطر تنوع الخيارات المتاحة أمام المستثمر، فاتخاذ القرار الاستثماري الخاطئ تنتج عنه خسائر كبيرة للمستثمر، لذلك يلجأ المستثمرين إلى مناهج مختلفة من أجل محاولة التنبؤ بمستقبل أسعار الأسهم، فالاستثمار في هذه السوق يعد فنا وعلم له أصوله وقواعده يستوجب على المستثمرين معرفتها وانتقائها، لذلك تعتبر عملية تحليل وتقييم الأوراق المالية خطوة أساسية وعملية بالغة الأهمية تنطوي على سلسلة من التحاليل والدراسات تساعد المستثمر على اتخاذ قرارات الشراء أو البيع.

ومن أجل جعل عملية الاستثمار في الأوراق المالية المقبولة في تحقيق جدواها للمستثمر، والابتعاد عن عفوية الاستثمار لا بد من وإن يستند المستثمر قراره بشيء من العقلانية الاستثمارية من خلال ربط قراره بالورقة المالية، وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي أو تحليلا لذات الورقة المالية ومتابعة حوكمة سعرها خلال الفترة القادمة والتنبؤ بتلك الحركة المستقبلية وهو ما يعرف بالتحليل الفني.

وبالتالي سوف نحاول في هذه الدراسة دراسة أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، حيث سنقوم بدراسة تحليلية لعينة من سوق الدوحة للأوراق المالية، وتأسيسا على تقدم طرحنا الإشكالية الآتية:

I - الإشكالية:

كيف تساهم أدوات التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2017؟

II - الأسئلة الفرعية:

- 1- ما هي القضايا الأساسية التي تتعلق بسوق الأوراق المالية؟
- 2- ما مدى القدرة على التنبؤ لمؤشرات التحليل الفني؟
- 3- كيف يتخذ المستثمر قرار الاستثمار في الأسهم باعتماد على التحليل الأساسي؟
- 4- ما هي العناصر التي تؤثر على القرار الاستثماري في الأسهم؟

III - الفرضيات:

- 1- يتم في سوق الأوراق المالية التعامل بالأوراق المالية (أسهم وسندات) ويتم تحديد السعر وفقا لقانون الطلب والعرض.
- 2- يستند التحليل الفني على مجموعة فروض تختلف عن ما تقوم عليه المداخل الأخرى ويمتلك مجموعة من المؤشرات يختلف حسابه من مؤشر إلى آخر تساعد في اتخاذ قرار التداول.
- 3- يؤدي استخدام أدوات التحليل الأساسي إلى تحديد القرار الاستثماري من قبل المستثمرين.
- 4- تؤثر عائدات الأسهم والمخاطر على القرار الاستثماري في الأسهم.

IV - أسباب اختيار الموضوع:

- 1- السعي إلى التحكم في التقنيات والأدوات المالية والتحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية.
- 2- ارتباط الموضوع بمجال تخصصي وهو الأسواق المالية والبورصات.
- 3- يعتبر التحليل الفني والأساسي العمود الفقري للاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- 4- تعتبر سوق الدوحة للأوراق المالية من الأسواق العربية النشطة.

V- أهداف الدراسة:

- 1- محاولة الإحاطة بكافة الجوانب المتعلقة بأسواق الأوراق المالية نظرا للدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في تمويل الاقتصاد وتوفير الموارد المالية للمشاريع الاستثمارية، والتعرف على المستجدات التي طرأت على هيكلها وأدواتها وانعكست بالتالي على نشاطها وأدائها والتي زادت من فعاليتها.
- 2- التعرف على العملية الاستثمارية ومحدداتها وعوائدها ومخاطرها في سوق الأوراق المالية .
- 3- التعرف على الاختبارات والنماذج الإحصائية المتعلقة بالتحليل الأساسي وكذلك الأدوات ومؤشرات التحليل الفني وكيفية استخدامها.
- 4- التعرف على طرق تقييم الأسهم المدرجة في البورصة وأهم العوامل المسببة لتذبذباتها الحادة.

VI- أهمية الدراسة:

- بما أن التحليل الفني يعتبر أداة مهمة لدعم قرار الاستثمار ليس في الأسهم فحسب بل فيما يتعلق بالقيم المنقولة عموما ذلك لأنه يضيف طبعا علميا عن القرارات الاستثمارية، وتكمن أهمية البحث فيما يلي:
- 1- تنبع أهمية الأسواق المالية من خلال الدور التي تقوم به وهو تعبئة المدخرات وتوظيفها من خلال الاستثمار، وكذلك تعتبر أداة فعالة في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال التأثير في مختلف جوانب الاقتصاد.
 - 2- يستمد الموضوع أهميته من الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، والمساهمة في تمويل الاقتصاد وإتاحة فرص للاستثمار وتحقيق عوائد مالية.
 - 3- تأتي أهمية البحث من أهمية تحديد القرار الاستثماري بالنسبة للمستثمرين وخاصة صغار المستثمرين لتفادي مخاطر الاستثمار منها ما يتعلق بالمضاربات من قبل كبار المستثمرين واحتكارهم للمعلومة، إذ توجب علينا الإلمام بمداخل التحليل الفني ومؤشراته، بالإضافة إلى التحليل الفني.
 - 4- للبحث أهمية في إبراز آلية تحركات أسعار الأسهم وأنماطها والمداخل التي أثارت العديد من الآراء حول سلوك المستثمرين تجاه هذه التحركات.

VII- حدود الدراسة:

- تتمثل الحدود الزمانية للدراسة في مؤشر سوق الأوراق المالية، وقيمة عوائد أسهم الشركات في القطاعات الاقتصادية (بنوك والمؤسسات المالية، التأمين، الخدمات، الصناعة)، وهذا خلال الفترة الممتدة من 2014/01/01 إلى 2017/12/31 أي بتقدير 202 مشاهدة.

أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الدوحة للأوراق المالية والتي تعتبر من أهم الأسواق المالية العربية الواعدة من حيث مؤشر السوق، وحجم التداول، الرسمة البورصية، التنظيم، وتقتصر هذه الدراسة على إبراز أهمية التحليل الفني والأساسي في المساهمة في اتخاذ القرار الاستثماري في الأسهم في سوق قطر للأوراق المالية.

VIII- منهج وأدوات الدراسة:

نظرا لطبيعة البحث وبغية تأكيد وإبراز تطلعات الدراسة، اعتمدنا على جملة من المناهج والدراسات الاقتصادية والمالية حيث تم توظيف كل منهج كلما دعت الحاجة البحثية لذلك.

وبشكل عام تم استخدام الأسلوب الوصفي التحليلي وهذا في الفصل الأول والثاني والثالث، من أجل مراجعة المادة العلمية المستقاة من مختلف المراجع والدوريات العلمية المتخصصة في مجال الأسواق المالية، كما تم استخدام الأسلوب القياسي وهذا في الفصل الرابع الخاص بالدراسة التطبيقية (استخدام النماذج الإحصائية والرياضية).

IX- الدراسات السابقة:

1- دراسة دعاء نعمان الحسيني، جامعة بغداد، تناولت الدراسة قياس نمط التباينات في سلوك مؤشرات أسواق رأس المال بيان أثر هذا التباين في تحديد أفضل قيمة يمكن أن يتنبأ بها المستثمر، وتم ذلك من خلال بعض المعالجات الكمية للمقارنات بين الأدوات التنبؤية التي تم استخدامها في البحث لتحديد الأداء الأدق، الأمر الذي سهل التعامل مع تلك الأداة وبالتالي سينعكس على القرار الاستثماري والتمويلي.

2- *Ahmed. S. Wafia, Hassan Hassanb, Adel Mabrouk* (2015): التحليل الأساسي مقابل التحليل

الفني في البورصة المصرية - دراسة تطبيقية، هدفت هذه الدراسة إلى محاولة الإجابة عن السؤال التالي أي من أساليب التحليل، أي التحليل الفني أو التحليل الأساسي له مصداقية أكبر في التنبؤ بقيمة (الأسعار والعوائد) للسهم؟، ولتحقيق هذا الهدف، استخدمت الدراسة تحليل السلاسل المقطعية المجمعة والسلاسل الزمنية. في هذه الورقة، حيث طبقت الدراسة على عينة تحكيم تتكون من (37) شركة غير مالية مدرجة في الأسواق المالية المصرية (البورصة المصرية EGX) والتي تمثل أكثر الشركات نشاطاً في البورصة خلال الفترة (1998 - 2009) أي الفترات السنوية، تشير النتائج إلى وجود فرق كبير بين نتائج التحليل الفني والتحليل الأساسي فيما يتعلق بقيمة (أسعار وعوائد) الحصة في البورصة لصالح طريقة التحليل الفني، وهذا نتيجة لخصائص السوق المصرية التي لا تتسم

بالكفاءة المالية، والاختلاف في التقارير والبيانات المالية، بالإضافة إلى تأثير الجوانب غير الاقتصادية. تتوافق هذه النتيجة مع بعض الدراسات التي تم تطبيقها في الأسواق المالية الناشئة.

3- سالم صلاح راهي الحسنواوي، صلاح عبد الحسن خماط، 2013، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق:

تناولت الدراسة التنبؤ بسلوك أسعار الأسهم قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام بعض مؤشرات التحليل الفني حيث توصلت الدراسة إلى وجود الدلالة الإحصائية في إمكانية الاعتماد على هذه المؤشرات في عملية التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم لشركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لموائمتها لظروف البيئة العراقية.

4- Venkatesh, C. K. and Ganesh, L (2011): التحليل الأساسي كطريقة تقييم الأسهم مقارنة مع

التحليل الفني، توضح هذه المقالة نتائج مسح استبيان في يونيو / يوليو 2010 على استخدام التحليل الأساسي والفني من قبل السماسرة (مديري الصناديق في سوق الأوراق المالية الهندية) لتشكيل توقعاتهم لتحركات أسعار الأسهم، وتكشف نتائج البحث أن أكثر من 85 في المائة يعتمد المائة من المجهيين على التحليل الأساسي والفني للتنبؤ بالمستقبل تحركات الأسعار في آفاق زمنية مختلفة، في آفاق أقصر هناك انحراف نحو الاعتماد على التحليل الفني في مقابل التحليل الأساسي، لكن الانحراف ينحرف بثبات مع مراعاة طول الأفق ليتم تمديدها، يعتبر التحليل الفني أكثر فائدة قليلاً في التنبؤ بالاتجاهات منه التحليل الأساسي، ولكن التحليل الأساسي هو أكثر فائدة بشكل كبير مع وقت طويل المواقف في السوق.

X- هيكل البحث:

تتمثل خطة البحث فيما يلي:

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لدور التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري لسوق قطر للأوراق

المالية.

الفصل الأول:

الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- **المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية**
- **المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية**
- **المبحث الثالث: المؤشرات المالية في سوق الأوراق المالية**

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي ودعم عملية التنمية الاقتصادية في البلد، وكما تعتبر الأسواق المالية وسيلة لتمويل المنظمات والشركات وتعتبر أيضا من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول التي تعتمد على نظام الاقتصاد المختلط.

حيث تلعب الأسواق المالية دورا هاما في تدفق الأموال من الوحدات ذات الفوائض المالية إلى الوحدات ذات العجزات المالية، وتعبئة هذه المدخرات وإعادة توظيفها بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية والتي بدورها تعود بالفائدة على المجتمع بأسره، وتتوافر الفائض لدى الأفراد ورغبتهم في استثمارها لتحقيق الربح بتوظيفها في الأسواق المالية، وكما لها دورا هاما في تعبئة الموارد والمدخرات وتمهيتها للاستثمار ، والأسواق المالية هي الوسيلة الوحيدة للاستخدام الأمثل للموارد، ولتوضيح كل هذه المفاهيم قسمنا الفصل إلى مباحث كما يلي :

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: المؤشرات المالية في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

إن نشأة سوق الأوراق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول، فهي تعتبر الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد، حيث تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويشير الواقع إلى أن الأسواق المالية تلعب دوراً مهماً في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

أولاً: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية:

ترجع كلمة بورصة (Bourse) إلى مصدرين أولهما إلى اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه فان دي بورص (van den Bourse) وكان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (Brouges)، حيث كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع في التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

أما الثاني فهو اسم فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس (Trois Bourse)، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع¹.

ويعتبر المؤرخون أن عام 1339 هو تاريخ أول ظهور لمفهوم البورصة، " وتعود البدايات الأولى للظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرف باسم البورصات،² وذلك عند نشأة وتأسيس الشركات المساهمة الكبرى وتقسيم رأسمالها إلى حصص متساوية سميت بالأشهم في القرن السادس عشر والسابع عشر وقامت هذه الشركات من الإقراض من الناس عن طريق أدوات الدين المعروفة اليوم بالسندات، وبعد ذلك نشأت الحروب بين الدول، الأمر الذي أعوزهم للإقراض من الشعوب والمؤسسات أيضاً بهذه

1 - صلاح الدين حسن السيسي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014، ص121.

2 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008، ص2.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

الأدوات ، وكان التداول بهذه الأدوات عندما ظهرت ويتم في البورصات التي يتداول فيها السلع والأوراق التجارية، ولم يكن بينها خط فاصل ثم انشقت بعد ذلك ليتم التداول على الأوراق المالية في المقاهي وقارعة الطريق. وبعدها تأسست أول مرة بورصة الأوراق المالية في لندن عام 1773م، وتأسست بورصة باريس عام 1808م، ثم بورصة نيويورك عام 1821م، ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في العالم¹.

وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تحتلظ فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد، هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

وفي القرن العشرين غدت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية، وبمرور الزمن يزداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق، وسرعان ما تظهر الحيل ويتم التلاعب من أجل الحصول على المال والإثراء السريع، وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالاً طائلة، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم الأمر الذي اقتضى تدخل الحكومات لتنظيم هذه الأسواق لحماية الاقتصاد الوطني وتأمين مصالح صغار المساهمين وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة².

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من التعاريف التي حظيت بها سوق الأوراق المالية، ومن بين هذه التعاريف نذكر منها:

تُعرف سوق الأوراق المالية" بأنها عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو زيادته ، تمامًا مثل أي نظام آخر ، إذ يحقق هذا النظام الأهداف المرجوة منه إذا استخدم في خلق مشاريع اقتصادية ذات جدوى اقتصادية مرتفعة ، ويمكن أن يكون هذا النظام (السوق) ضارًا للغاية إذا استخدم في غير ذلك أو لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم والسندات ذات الأسعار غير العادلة ، وسوق الأوراق المالية الكفاءة يساهم فيها المتعاملون بمختلف شرائحهم ، ويتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال بيع أو شراء بين

1 - محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص32.

2 - مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009، ص12

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

مختلف القطاعات الاقتصادية وغيرها في المجتمع الهادف تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة.¹

وتعرف أيضا " بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو الشركات ووسائل الاتصال"².

كما تعرف الأسواق المالية " بأنه الآلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي"³.

وفي تعريف آخر " بأنها شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي"⁴.

وتعرف أيضا: " بأنه ذلك السوق الذي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية كالأسهم والسندات بيعا وشراء، ويتحدد السر فيها بناء على حجم المعروض منها ومدى الإقبال على شرائها فيما يعرف بآليات العرض والطلب، ويطلق على هذا السعر سعر السوق"⁵.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص النقاط التالية عن سوق الأوراق المالية:

- سوق الأوراق المالية عبارة نظام يسهر على تنظيم وإدارة مشاريع استثمارية تهدف لتحقيق الأرباح والتنمية الاقتصادية وذلك من خلال توجيه المدخرات نحو الاستثمار.
- سوق الأوراق المالية يمثل ذلك المجال الذي يتم فيه انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

1 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار المسيرة، عمان، 2012، ص36.

2 - عصام حسين، مرجع سابق، 2008، ص17.

3 - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص06.

4 - P. Conso, *La gestion financière de l'entreprise, Edition Dunod deuxième édition, 1998, Tome 2, p 387.*

5 - أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الإسكندرية، دار نشر الثقافة، 2008، ص15.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- يعتبر سوق الأوراق المالية مصدرا للشركات لزيادة رأس مالها والحصول على رأس مال إضافي وتنويع مصادر التمويل بالنسبة لها، ومن خلال هذا السوق يتم تحديد قيمة الشركة عن طريق قانون العرض والطلب.
- يعتبر سوق الأوراق المالية مركز تجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات مع إمكانية تحويلها بسرعة إلى سيولة، كما أن إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر العام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل.

ثانيا: التركيب البنوي لسوق الأوراق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما: الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية.

- 1- الأسواق الحاضرة:** هي السوق التي تتداول فيها أوراق مالية طويلة الأجل، يتم تسليمها واستلامها فور إتمام الصفقة، أي تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن فور الانتهاء من إتمام الصفقة¹، وتنقسم إلى قسمين: السوق الأولي والسوق الثانوي

1-1- السوق الأولية: وقد يشمل الإصدار الجديد والمتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة، ويمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة والعاملة من خلال الاكتتاب العام أو إصدار السندات بغرض زيادة مواردها المالية، ويعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية من حيث²:

- يمثل أداة الوصل والوساطة بين جمهور المستثمرين المتوقعين لشراء الورقة المالية من الجهة التي قررت إصدارها.
- يقوم بنك الاستثمار بتمويل شراء الإصدار بهدف إعادة بيعه للجمهور.
- يقوم بنك الاستثمار بتسويق الأوراق المالية المصدرة من الشركات في رأس المال الأولي، نظرا لمعرفته الواسعة بالأوضاع داخل السوق.

1 - محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 341 .

2 - صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014، ص 74.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

حيث يوجد هناك نوعين من الاكتتاب عند طرح الأوراق المالية في السوق الأولى¹: الاكتتاب العام والاكتتاب الخاص، **الاكتتاب العام**؛ يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لمجموع المستثمرين في السوق، و**الاكتتاب الخاص (المغلق)**؛ يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين.

وتنقسم السوق الأولية إلى نوعين² :

- **سوق التمويل المباشر**: التي تتعامل في جميع الأوراق الأولية التي تصدرها الشركات ذات العجز المالي وتسوقها مباشرة دون تدخل الوسطاء الماليين.

- **سوق التمويل غير المباشر**: ويقصد بها تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين، ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية.

1-2- السوق الثانوية : هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها بعبارة أخرى السوق الثانوي هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولى يستمد فاعليته من السوق الثانوي³، حيث يمكن للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية للشركات والمؤسسات من تحويلها إلى نقدية بسهولة ويسر نسبياً، ويتحقق ذلك من خلال وجود سوق ثانوي قوي ومتطور لرأس المال، ويكون له أهمية مزدوجة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية، والمكتتبين في تلك الأوراق، كما يلي⁴:

- **بالنسبة للمنشآت المصدرة**: سعر الورقة المالية سوف يتحدد وفقاً للمعلومات المتاحة عنها وبالتالي فإن أي إصدار إضافي للمنشأة مستقبلاً سوف يتم في السوق الأولى بسعر قريب جداً من السعر الذي تباع به في السوق الثانوي، ويتم تحديد تكلفة الأموال للمنشآت التي تتداول أوراقها من خلال السوق الثانوي، فكلما زادت أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوي كلما زادت حصيلة الإصدارات الجديدة في السوق الأولى وانخفضت تكلفة الأموال وزادت القيمة السوقية للمنشأة ككل، والعكس صحيح.

1 - حريزي رايح، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر، ص144.

2 - محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، ط2، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2009، ص254.

3 - حسين بن هاني، الأسواق المالية : طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة، دار الكندي، ط01، الأردن، 2002، ص16.

4 - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص146.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- بالنسبة للمكتسبين: السوق الثانوي يمارس دورا جوهريا في تخصيص وتوجيه الموارد المتاحة لهم، فهم عندما يشترون أسهم منشأة معينة يضحون بقيمة مشترياتهم الحالية في سبيل الحصول على عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن المنشآت التي تتوافر لها فرص استثمارية ويعلم بها المتعاملون في السوق، سوف يتوافر لها فرصا جيدة وملائمة لإصدار أسهم جديدة، وزيادة إقبال الأفراد على الاكتتاب في أسهم منشأة يعد بمثابة شهادة أمان وضممان للمقترضين، مما يزيد من قدرة المنشأة على الاقتراض بشروط سهلة وميسرة نسبيا.

ويختلف السوق الثانوي عن السوق الأولي من حيث¹:

- مفتوح لعدد أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولي.

- أن التعامل فيه مفتوح على مدار السنة عكس الاكتتاب الأول الذي تحدد مدته.

- تتعدد فيه المعاملات بيعا وشراء، بينما يكون اتجاه التعامل في السوق الأولي بيعا واحدا، وشراء واحدا.

وتنقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة.

1-2-1- السوق المنظمة : يُطلق على هذه السوق ببورصة الأوراق المالية، وتتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى

التعامل في الأوراق المالية ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق،² ويحدد نظام أو قانون السوق المالي شروط إدراج الشركات في هذه الأسواق ويدير عمليات التبادل الوسيطاء الماليون العاملون في السوق، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على إدراج الشركات في البورصة، وتختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى، وعلى العموم تتضمن هذه الشروط أن يكون التأسيس استنادا إلى قانون الشركات، وأن تكون الشركة قادرة على إثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول إصداراتها من قبل المستثمرين، وغيرها من الشروط التي تهدف إلى حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول فيها³.

1-2-2- السوق غير المنظمة: السوق غير منظمة هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكلية

تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء المالية المنتشرة جغرافيا ضمن حدود السوق ويتداول بها الأوراق غير المدرجة في السوق المنظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.

1 - حريزي رايح، نفس المرجع، ص 144.

2 - أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص 24.

3 - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 252.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

ويطلق عليها أيضا السوق غير الرسمية، والمعاملات التي تتم في هذه السوق بعاملات المنضدة، وفيها يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال السريعة كالخطوط الهاتفية وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة، التي تربط بين المتعاملين، وغالبا ما ينظم المتعاملين في السوق غير المنظمة بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية، ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسمسرة¹.

إن الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق وغير المقيدة في السوق المنظمة (البورصة) هي أوراق مالية لا تتوفر بها شروط الإدراج في السوق المنتظم، وفي الغالب تعود لشركات صغيرة الحجم محلية و التي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد العائلة، ولكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة معروفة تفضل الإدراج في السوق الموازية (غير المنظمة) على رغم امتلاكها شروط الإدراج في السوق المنظمة، و ذلك تجنبا للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات².

وتوجد العديد من الفوائد والوظائف التي تقدمها السوق غير المنظمة للمتعاملين والمتمثلة فيما يلي³:

- بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فمن المتعارف عليه أن بعض المتقدمة نجد فيها أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت السمسرة أو السماسرة في بيع الأوراق المالية المصدرة، وهذه وظيفة من وظائف السوق الأولية.
- تقوم السوق غير المنظمة بتسييل الأوراق المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وبسرعة فائقة، وهذا يتعدى حدوده في السوق المنظمة بالسعر المناسب إذا ما كانت مقيدة في السوق.
- كما توفر السوق غير المنظمة للمتعاملين بها سهولة وسرعة تسييل الأوراق المالية بحيث تتفوق على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافسا لها.
- يحقق السمسار في السوق غير المنظمة هامش ربح مرتفع.

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوقين وهما: السوق الثالثة والسوق الرابعة

1 - بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 117.
2 - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن، 2010، ص 103.
3 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 80.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

أ- **السوق الثالثة:** تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة، بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة)، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، ونجد أنه من حق بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها¹. ومؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة لبيع وشراء الأوراق المالية بكميات ومبالغ كبيرة، وبذلك فهي تنافس المتخصصين في السوق المنظمة وتستعين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبعض المصارف بهذه المؤسسات في السوق الثالثة، والهدف من وراء خلق هذه السوق هو رغبة السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة².

ب- **السوق الرابعة:** يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، ووجدت هذه الأسواق لحد من العملات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، وسمة هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنتظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق³.

2- **الأسواق المستقبلية:** وهي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات وإبرامها دون تسليم أو استلام للمنتجات المتعاقد عليها أو لأثمانها، حيث لا يتم التسليم إلا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقا، كما تسمح العقود الآجلة للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل (سلع، سندات دين، عملات صعبة، أسهم، مؤشرات البورصة)، ويكون الهدف إما الحد من المخاطرة، وإما المضاربة على تغيرات الأسعار.

وتعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات)، وهنا عندما تبدو أسعاره هذه المشتقات رخيصة مثلا مقارنة

1 - حريزي رايح، مرجع سابق، ص 150.

2 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، ط2، الأردن، 2007، ص 245.

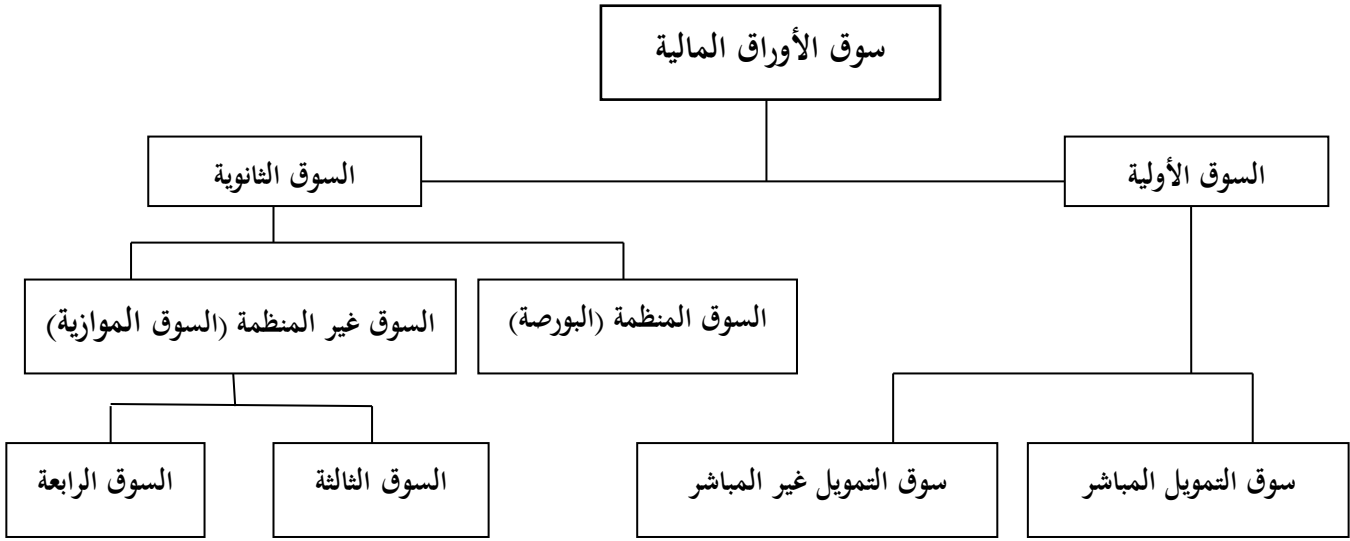
3 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 125.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات كفرصة استثمارية بديلة، وإن هناك عدة أنواع معروفة من المشتقات، نذكر منها: - عقود الخيارات - الحقوق المتداولة - عقود المستقبل - المقايضات¹.

والشكل التالي يوضح تقسيمات سوق الأوراق المالية حسب تصنيف الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.

الشكل رقم (1-1): يوضح مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: رمضان زياد وشموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2007، ص 83.

1 - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 66.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

تتميز الأسواق المالية بمميزات متعددة، ولها وظائف كثيرة.

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية

يتمتع سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص والمتمثلة فيما يلي¹:

- 1- سوق الأوراق المالية هي سوق منتظمة، وذلك بفضل الشروط والقيود القانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك ففي معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- 2- التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.
- 3- نظراً للمرونة التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- 4- أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.
- 5- الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات الضارة بالمستثمر والمجتمع.

ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

1 - طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009، ص 35.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

1- تنمية الادخار: تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يقوموا بشراء أوراق مالية على قدر أموالهم، مما يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمارات الملائمة (سواء الأسهم أو السندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار¹.

2- المساهمة في معدل النمو الاقتصادي: من الواضح أن من بين الأهداف الاقتصادية التي تنشدها كل المجتمعات هي الوصول إلى نمو اقتصادي فعلي، ويمكن للأسواق المالية أن تساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي للبلدان من خلال الإسهام في زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني، وذلك حيث يعمل سوق الأوراق المالية على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام وتجميع صغار المدخرين والذين عادة لا يستطيعون القيام باستثمارات كبيرة وذلك لصغر حجم مدخراتهم، بالإضافة إلى عدم معرفتهم الجيدة بالفرص الاستثمارية المتاحة والمجدية، فشرائهم للأوراق المالية يعمل على زيادة رأس المال للشركات والمؤسسات الاستثمارية وبالتالي الزيادة في معدل نمو الاستثمار، وزيادة معدلات التشغيل وهذا يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي².

3- تحقيق أسعار عادلة ومعلنة للأوراق المالية: الأصل أن تكون أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة هي أسعار عادلة، بمعنى أن تكون القيم السوقية للأوراق المالية تساوي القيم الحقيقية لها، وذلك من خلال العرض والطلب ومحدداته الحقيقية المرتكزة على المعلومات التي تفصح عنها الشركات من حيث (متانة مراكزها المالية، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وتمويل استثماراتها، وتحقيق أرباح مناسبة في المستقبل)، بحيث يكون التعامل في أسهم هذه الشركة مبنيًا على حسابات دقيقة، وتكون الأسعار الناتجة عن ذلك مبررة من الناحية الاقتصادية، والبورصة تتيح هذه الخدمة وتعلنها بوسائل الإفصاح على جمهور المستثمرين، وهذا ما يفيد جميع الجهات ذات العلاقة (الشركات، البنوك، المستثمرين، الدولة)³.

1 - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 27.

2 - مختار حميدة، المخصصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، 2013، ص 110.

3 - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 43.

4- مؤشر للاقتصاد الوطني : تعمل سوق الأوراق المالية كمرآة للاقتصاد الوطني في غالب الأحيان، وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتؤثر هذه القوى بالحالة الاقتصادية، فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي يعد من المؤشرات السابقة للأحداث باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلا، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس الوضع الاقتصادي الذي سيسوده وبالتالي يساعد رسميا السياسة الاقتصادية من اتخاذ التدابير الصحيحة، كما تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية¹.

5- تحويل الانتظار: إن بورصة الأوراق المالية كسوق ثانية هي جزء لا يتجزأ من السوق المالية وهي شقها الثاني، فلا نجاح للسوق الأولي التي بها يتم التوصل للفوائض المالية، إلا بما تقدمه البورصة من وظيفة إمكانية تسهيل أصولهم المالية دون المساس بالأصول الحقيقية، ولولا ما يعلمه المدخرون من إمكانية تسهيل أصولهم المالية لما أقبلوا على الاستثمار في السوق المالية، لأنهم لا يحتملون الانتظار إلى نهاية آجال استثماراتهم، وبعضها كالأسهم قد لا تنتهي بالتصفية عند أجل محدد، الأمر الذي يمكن أن يؤول إلى فشل عملية حشد المدخرات وتوظيفها، وبذلك فقدان أحد أهم الأدوات التراكم الرأسمالي، وهذا إنما يعني فشل خطط التنمية الاقتصادية حسب النظرية. وتعد هذه الوظيفة التي تقدمها بورصة الأوراق المالية، وهي إمكانية تحويل الأصول المالية إلى سيول عند الطلب، دون المساس بالأصول الحقيقية أو تعرضها للتصفية، وهي أهم وأبرز وظيفة تقدمها، وهي الوظيفة الأساس².

6- إمكانية تقييم الشركات والمشروعات بكفاءة: تعد سوق الأوراق المالية 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 المالي، وهو ما يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات³.

1 - محمد حسن عبد المجيد الحداد، الوساطة والسهمرة في سوق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2016، ص 169

2 - محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 42.

3 - محمد حسن عبد المجيد، مرجع سابق، ص 168.

7- **تقوية الائتمان الداخلي والخارجي:** حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية، ويمكن تسيلها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها¹.

المطلب الثالث: المتطلبات الأساسية لسوق الأوراق المالية

إن إقامة سوق للأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير وإنشاء عدد من المتطلبات والشروط التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق، كما أن وجود سوق فعال للأوراق المالية يتطلب توافر هذه الشروط، ومن أهمها نذكر ما يلي²:

أولاً: الوعي الادخاري والاستثماري:

إن المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس الأموال وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ثانياً: كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية :

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

ثالثاً: توفر المؤسسات المالية الوسيطة:

1 - نفسه، ص 165.

2 - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 33.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دور في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن ثم تحقيق تقارب بين العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

رابعاً: هيكل مؤسسي فعال ومتكامل :

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية " حكومية " تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

خامساً: نظام فعال للاتصالات :

إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقاً لآخر التطورات الثورية الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وانترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلاً عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

المطلب الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

أولاً: العمليات العاجلة: وهي العملية التي تنفذ عقودها من طرف البائع والمشتري، حيث أن كل منهما يلتزم بهذا التنفيذ، حيث يسلم البائع الأوراق المالية فوراً أو خلال فترة زمنية وجيزة جداً¹، وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أو السوق النقدية بأن يسدد فوراً ثمن الأسهم المشتراة أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها²، حيث يوجد في العمليات العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية³.

وتجرى هذه العمليات في الأسواق العاجلة مهما كانت كمية الأوراق المالية، ويعمد المتعاملون للتعامل الآجال للأسباب الآتية⁴:

- للاحتفاظ بها والاستفادة منها عند توزيع الأرباح.
- للمضاربة على ارتفاع أسعارها فيبيعونها عند تحسن أسعارها في السوق مع الملاحظة أن أسعار الأوراق المالية عادة ما تكون مرتفعة في الأسواق الآجلة مقارنة بأسعارها في السوق العاجلة.

ثانياً: العمليات الآجلة: وهي العملية التي يتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتهاموعد قادم، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين⁵، حيث أن أنظمة البورصة حددت واشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي لحين تنفيذ الصفقة نهائياً ويسمى هذا التأمين (تأمين التغطية)⁶، والعمليات الآجلة هي التي لا يتم فيها

1 - مختار حميدة، مرجع سابق، ص 93.

2 - صلاح الدين حسن السيسي مرجع سابق، ص 129.

3 - مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار الناشر، الجزائر، 2019، ص 67.

4 - مختار حميدة، مرجع سابق، ص 93.

5 - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 129.

6 - وليد صافي، أنس البكري، أسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ص 235.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تسوية مراكز البائع والمشتري فوراً وإنما بعد أجل معين يتفق عليه عند إجراء عمليات الصفقة ويقصد بهذا النوع المضاربة للاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تصل فيها العمليات قائمة دون تصفية، ويعتبر المشتري في العملية الآجلة مضارباً على الصعود، وإذا كان يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير، وهو يربح إذا ما تحققت توقعاته في هذا الشأن حلول موعد التصفية الذي يمكن عنده أن يبيع ما سبق وأن اشتراه، أما عن البائع فهو في هذه الحالة مضارباً على الهبوط حيث يتنبأ بانخفاض الأسعار عند حلول موعد التصفية ويشترى ما سبق أن باعه من قبل، فقد تحقق ربحاً إذا ما تحققت توقعاته في هذا الشأن¹.

حيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة إن تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة وأهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية²:

1- العمليات الباتة والقطعية أو عمليات بسيطة: يحدد تنفيذها بموعد ثابت موضوع الصفقة ولا يمكن الرجوع عن تنفيذ العملية إلا للمتعاملين في العمليات الباتة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

2- العمليات الآجلة بشرط التعويض: وهي العمليات التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تحليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقاً كتعويض، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة، وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى:

- العمليات الشرطية للمشتري: يجب إن يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي السعر، مقدار التعويض، أجل التصفية.

- العمليات الشرطية للبائع: في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازل عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقاً.

1 - مختار حميدة، مرجع سابق، ص 93.

2 - مصطفى كولار وآخرون، مرجع سابق، ص 69.

المطلب الخامس: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية

يمكن توضيح تنظيم وسير سوق الأوراق المالية من خلال تفصيل إدارة سوق الأوراق المالية، وطبيعة المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وتبيان قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية.

أولاً: إدارة سوق الأوراق المالية:

يختلف تنظيم إدارة سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى وذلك حسب الأنظمة الاقتصادية والسياسية لكل دولة، وسنحاول التركيز بشكل عام على بعض المبادئ والتنظيمات المتواجدة بشكل أساسي لدى معظم الأسواق العالمية، فيما يلي :

1- لجنة أو مجلس إدارة البورصة:

تكون مهمة لجنة البورصة الأساسية تنمية وتنظيم سوق الصكوك المالية والعمل على زيادة وحماية مصالح حاملي الأسهم والسندات المالية. وتهتم بالأعضاء والوسطاء والمشاركين في البورصة، وغالبا ما يوجد لها رئيس ومجموعة أعضاء يتراوح عدد الأعضاء بحسب كبر حجم البورصة، ويتم تحديدهم بناء على قرار من وزارة المالية، وتكون مدة اللجنة أربع سنوات في معظم البورصات¹.

2- اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:

تختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالبا ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة، وتكفل هذه اللجنة بحماية المدخرين وضمان حسن سير عمليات التداول وإصدار نشرات وبيانات ومعلومات عن التداولات، وعلى عكس الهيئة المنظمة فإن هذه اللجنة تهتم فقط بإدارة بورصة واحدة (الأسواق المنظمة)، ومن حق هذه اللجنة الاعتراض على إدراج أوراق مالية أو أدوات مالية داخلها، كما تمتلك هذه اللجنة الحق في توقيف الأعضاء في حال تجاوز القواعد كما يقوم مجلس إدارة البورصة بوضع النظام الخاص بالبورصة (النظام الداخلي للسوق)، ولا يحق لأي شخص أو مجموعة من الأشخاص فتح

1 - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص 229.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

بورصة، إلا أنه يحق ذلك للاتحادات المهنية والنقابات (غرف التجارة والصناعة وإتحاد المنتجين)¹. وتشكل الهيئة العليا للبورصة من²:

- **الجمعية العامة:** تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.
- **هيئة التحكيم:** تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.
- **مجلس التأديب:** يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقاً للقوانين والأنظمة القائمة.
- **مندوب الحكومة:** يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

ثانياً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية:

يتدخل في سوق الأوراق المالية العديد من الفاعلين الأساسيين الذين تختلف أدوارهم وطريقة عملهم في سوق الأوراق المالية.

1- طريقة التعامل في سوق الأوراق المالية:

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها أو مستوياتها من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسة، والتي تختلف باختلاف أهداف وتوقعات هؤلاء العملاء، فمنها ما يكون لأحسن سعر، ومنها ما يكون لأحسن سعر محدد

1 - هيثم عجم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 8 .

2 - فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، 2008، ص ص 60.

ومنها ما يكون عند أقل خسارة، أو على أساس البيع قصير الأجل، والذي يتمثل في قيام عميل باقتراض سهم من قبل عميل آخر، لبيعه في السوق، وعند انخفاض سعره يقوم بشرائه من السوق، وإعادته إلى المالك الأصلي، وهنا يتحقق مكسب للمقترض من خلال فرق الأسعار بين عملية البيع والشراء، ومكسب للمالك بنسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً¹، وبالطبع فإن السمسار يقوم بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسمياً من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها مسبقاً².

2- الفئات التي يقوم عليها السوق:

تتمثل الفئة التي يقوم عليها السوق في فئة المستثمرين، وفئة المصدرين، وفئة الوسطاء الماليين.

2-1- فئة المستثمرين: تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية، ويقصد بالأفراد الذين

تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر ضئيلة. حيث أن الغرض من الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح، وقد يأخذ هذا العائد شكل ربح رأسمالي ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بمبلغ يزيد عن سعر شرائه الأصلي، ويكون الربح الذي يتوقعه المستثمرون الحصول عليه في المستقبل عاملاً رئيسياً في القرارات التي يتخذونها للاكتتاب في إصدار ما دون غيره³.

2-2- فئة المصدرين: وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد والشركات التي يزيد مصاريفها

أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الاستثمار أو العجز لديها، بالاقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية⁴. أما بالنسبة للأفراد، فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث تتطلب في هذه الحالة أن

1 - فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص 60.

2 - عصام حسين، مرجع سابق، ص 90.

3 - بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، الجزائر، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير، 2012، ص 29.

4 - فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص 61.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض والمقترض وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض¹.

2-3- فئة الوسطاء الماليين: تقوم فئة الوسطاء الماليين في سوق الأوراق على فئة السماسرة وتابعيهم وتشتمل على السمسار - المندوب الرئيس - الوسيط.

2-3-1 السمسار: هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، ويعتبر أيضا مسؤول عن صحة كل عملية²، ويقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها³.

وينقسم السمسار أو شركات السمسرة إلى ثلاثة أنواع أو ثلاثة مجموعات هي: (سمسار الخدمات الكاملة - سمسار الخصم - سمسار الخصم المخفض)، والفرق بين هذه الأنواع يتمثل في مستوى الخدمة المقدمة، والعمولة التي يتحملها العميل، والفرق أن سمسار الخصم المخفض يقع على عاتقه فقط تنفيذ الأوامر وحماية حساب المستثمر سواء كان ذلك من خلال الاتصال التليفوني مع المستثمر أو من خلال موقع على شبكة الانترنت، أما السمسار الخدمات الكاملة فيقع على عاتقه تقديم الاستشارات بشأن أنواع الأوراق المالية واستراتيجيات الاستثمار المناسبة للمستثمر، وإعطاء نصائح بشأن الأوراق المالية التي يوصي بتجنبها، أما سمسار الخصم فتقع أعباءه ومسئولياته في منطقة وسط بين سمسار الخدمات المتكاملة، وسمسار الخصم المخفض⁴.

وللسمسار وظائف رئيسية تتمثل فيما يلي⁵:

- 1 - بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص31.
- 2 - مصطفى كولار وآخرون، مرجع سابق، ص 64.
- 3 - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل، 2009، ص35.
- 4 - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص ص 61-62.
- 5 - فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص 62.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- البيع والشراء لصالح العملاء مقابل عمولة محددة من قبل كل من البائع والمشتري
 - القيام بدور حلقة الوصل بين الشركة المصدرة وجمهور المكتتبين مقابل عمولة محددة وبموجب اتفاقية يتعهد فيها بتغطية كل أو بعض الإصدار الجديدة.
 - ترويج الإصدارات الجديدة دون الالتزام بتغطية أو شراء جزء من الإصدارات وبيعها للمستثمرين.
 - تقديم الاستشارات والإشراف على الاستثمارات لدى العميل، وحسب ما تقره الاتفاقية المبرمة بينهما.
- 2-3-2 المندوب الرئيس:** وهو من مساعدي السمسار مهمته تنفيذ الأوامر في المقصورة، وهو يعمل بأجر ولحساب السمسار ولا يجوز أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ولحسابه وتحت مسؤوليته، ويجب إن تتوفر فيه شروط معينة لي يمارس مهامه، ويحظر عليه تحت طائلة التوقيف عن العمل أو شطب اسمه من أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار أو يعمل لحسابه الخاص¹.

2-3-3 الوسيط: وهو أيضا من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار، حيث يتلقى أوامر البورصة من العميل ويبلغها للسمسار الذي يعمل لديه وهو مسؤول أمام السمسار عن جميع العمليات المعقودة بواسطته بنسبة حصته التي لا تتجاوز نصف قيمة السمسرة عن العمليات المعقودة بواسطته.

ثالثا: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية:

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين. لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

1- الأوامر (Orders): هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على

1 - عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث القاهرة، 2010، ص36.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر¹.

ويمكن تقسيم هذه الأوامر إلى:

1-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (Price Limit of Orders):

تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، ومن عيوبه أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة، حتى وإن كان سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا، قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

- **أوامر السوق:** يُستدل من هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه حاليا، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغييرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق².

- **الأوامر المحددة:** في الأوامر المحددة يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية محدودة ومعينة من الأوراق المالية بسعر محدد فلا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئ هذا الأمر قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن

1 - أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، 1997، ص 60 .

2 - عصام حسين، مرجع سابق، ص 88.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

يكون هذا الأمر يومياً أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغائه¹.

- **الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:** بمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من السمسار أن يبيع أو يشتري له عدد معيناً من الأوراق المالية بسعر الفتح (السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل في السوق)، أو سعر الإقفال (السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول قبيل إقفال السوق)².

1-2 الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، تتراوح مدة الأمر بين يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً وتشمل ما يلي:³

- **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

- **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

- **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** لا يحدد فترة التنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما

1 - مصطفى كولار وآخرون، مرجع سابق، ص 70.

2 - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 60.

3 - عصام حسين، مرجع سابق، ص 89.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ومن مزاياه يعرف المستثمر مقدماً وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

3-1 الأوامر الخاصة: تتمثل الأوامر الخاصة فيما يلي¹:

- **أمر الإيقاف:** يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف:

أ- **أوامر تتعلق بالبيع (Stop-Loss order):** يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المحدد أو انخفض عنه.

ب- **أوامر تتعلق بالشراء (Stop-Buy order):** يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو زاد عنه، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما أو أنه قد سبق له إبرام صفقة بيع على المكشوف حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

- **أوامر الحرة (المطلقة):** تصدر هذه الأوامر لتعطي حرية التصرف للوسيط في تنفيذ الصفقة وكما يراها الوسيط مناسبة لمصلحة الزبون، ففي هذه الأوامر لا تتحدد نوع، سعر أو كمية الأوراق المطلوبة².

ويوفر هذا النوع من الأوامر قدر كبير من المرونة للسمسار وحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرص المناسبة دون تكليف نفسه عناء استشارة المستثمر، كما يلجأ له المستثمر في حالة عدم رغبته في متابعة استثماراته أو عدم كفاءته، إلا أن هذا الأمر يتطلب وجود ثقة عالية في قدرة وحكمة السمسار في تنفيذ العمليات³.

2- **التسعير في سوق الأوراق المالية:** تعتبر آلية التسعير ذات أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلين في البورصة عن معرفتها ومتابعتها قصد استخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية.

1 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 88.

2 - مصطفى كولار وآخرون، مرجع سابق، ص 71.

3 - سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (2001-2010)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 2012، ص 37.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

ويعرف سعر الورقة بالقيمة التي يبلغها سند أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها، فيلوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، ويجب أن يؤمن عقد الصفقات لأكثر كمية من عروض البيع وطلبات الشراء¹، ويتحدد سعر الورقة المالية إما بالطريقة التقليدية (دوريا)، وإما بالطريقة الحديثة (مجموعة التسعير) وهو نظام تداول الكتروني.

1-2 التسعير الدوري: يتم تطبيق هذه التقنية في الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية ذات سيولة قليلة، حيث يتم التداول مرة أو مرتين في اليوم عن طريق تجميع أوامر البيع والشراء الموجودة في دفتر الأوامر²، وتتم بطرق مختلفة³:

- **طريقة المناذاة:** تتم التسعيرة عن طريق المناذاة وذلك بأن يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات في مقصورة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم عند بداية العروض والطلبات التي يجوزهم حتى يتم التوازن، ونظرا إلى الضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة فإن المتفاوضين يلجؤون إلى الإشارات.

- **طريقة المعارضة:** في هذه الطريقة يدون سجل خاص لكل ورقة مالية مختلفة عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.

- **طريقة التوازن:** يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في سوق الأوراق المالية كثيرة ومتعددة، حيث يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتعتمد لجنة لحساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة.

- **طريقة المطابقة:** يلجأ إلى هذه الطريقة عندما يلتقي أحد الوسطاء أمرين متقابلين يتعلق أحدهما ببيع كمية من السندات والآخر يتعلق بشراء الكمية نفسها من ذات السندات، ففي هذه الحالة يشتري الوسيط

1 - عبد القادر حمزة، مرجع سابق، ص 69.

2 - سليم جابو، مرجع سابق، ص 32.

3 - يوسف مسعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص 24.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

للثاني ما يبيعه للأول ويتوجب عليه في جميع الأحوال أن يتأكد بواسطة أحد أعضاء الغرفة النقاوية من انه لا يوجد هناك عرض أو طلب أكثر ملائمة لعملائه¹.

2-2 مجموعة التسعير: وتتمثل في طريقتين وهي مجموعة التسعير المستمر، ومجموعة التسعير الثابت:

1-2-2 مجموعة التسعير المستمر: تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة، وبموجب تعليمات التداول تقسم مراحل جلسة التداول لمجموعة التسعير المستمر إلى المراحل التالية²:

- مرحلة ما قبل الافتتاح.

- مرحلة ما بعد الافتتاح.

- مرحلة ما قبل الافتتاح.

- مرحلة الإقفال.

عند مرحلة قبل الافتتاح تم تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للبورصة والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري يحسب أوامر العرض والطلب على الأوراق المالية ولا يتم في هذه المرحلة التداول، وتتمن هذه المرحلة الأوامر الآتية³:

- الأوامر المحددة التي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.

- أوامر السوق التي تخضع للسعر النظري للافتتاح.

وعند افتتاح الجلسة يبدأ التداول بسعر التوازن الذي حقق التوازن بين أوامر العرض وأوامر الطلب.

1 - عبد القادر حمزة، مرجع سابق، ص73.

2 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص117.

3 - سليم جابو، مرجع سابق، ص33.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

وعند انتهاء مرحلة الافتتاح يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية جلسة التداول، وفي هذه الحالة يسمح للوسطاء بإدخال وتعديل وإلغاء الأوامر وإجراء عمليات التنفيذ حسب قوى العرض والطلب بالسوق وبأسلوب المزادة المستمر، حيث تظهر جميع الأوامر المدخلة من قبل الوسيط إلى التداول على سجل أوامر الوسيط وعلى سجل أوامر الشركة حسب أفضلية الأسعار وأسبقية إدخالها ويتم إعطاؤها أرقاماً متسلسلة من قبل النظام¹.

وقبل إقفال الجلسة بدقائق يتم تجميع الأوامر على ألا يتم التداول أي منها، ويتم بعد ذلك تحديد سعر نظري للإقفال بحسب أوامر البيع وأوامر الشراء، وعند انتهاء جلسة التداول يتم تحقيق التعاملات بسعر الإقفال، أما التعاملات التي لم يتم تحقيقها، فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنته مدة صلاحية الأوامر، وتندرج في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي².

2-2-2 مجموعة التسعير الثابت: تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة يتم التداول فيها ويمثل آخر سعر توازن تأشيري عند الافتتاح، وبموجب تعليمات التداول تقسم جلسة التداول لمجموعة التسعير الثابت إلى المراحل التالية³:

- مرحلة ما قبل الافتتاح.
- مرحلة ما بعد الافتتاح.
- مرحلة ما قبل الافتتاح.
- مرحلة الإقفال.

1 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 117.

2 - سليم جابو، مرجع سابق، ص 34.

3 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 47.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

ويتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الافتتاح لمجموعة التسعير الثابت، بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشيرى بعد كل عملية إدخال ويتم ظهوره مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة.

كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الافتتاح لمجموعة التسعير الثابت لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيرى عند تلك اللحظة إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها.

المبحث الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المتعاملين ككل، حيث يسعى المتعاملين إلى تعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة.

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية مفهومها وخصائصها وأنواعها

سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم وخصائص وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تعد كفاءة السوق من المفاهيم المالية التي تم اكتشافها بالصدفة، عندما قام موريس كاندال بدراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة لضبط نماذج متكررة لتلك الأسعار وفي فترات زمنية مختلفة من الرواج والكساد، وكانت نتائج محاولته تلخصت بأن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي لا يمكن من خلالها التنبؤ بسعر سهم معين، ويعود السبب في ذلك حسب رأي كاندال إلى إن الأسعار تستجيب فقط إلى المعلومات الجديدة والتي ترد إلى السوق بشكل عشوائي بدون سابق إنذار، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أية فرصة لتحقيق عوائد غير طبيعية.¹

والمقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية، خاصة السهم منها و بين المعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين، سواء أكانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية (Intrinsic Value) وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين داخل وخارج السوق في الوقت نفسه، وبنفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة، وهذه العلاقة

1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار للأوراق المالية، دار المسيرة، 2004، ص 134.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

يجب أن تؤدي إلى تحقيق السعر العادل للورقة المالية محل التداول والسوق الكفاء هو الذي يجعل تخصيص وتوجيه الموارد المالية المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية¹.

وتعرف السوق الكفاءة أيضا بأنها سوق تعكس فيها سعر الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة عنها، حيث لا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الحصول على نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية².

وانطلاقا مما سبق، يمكن القول إنه في ظل السوق الكفاءة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية.

ثانيا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك نوعان من الكفاءة للأسواق المالية وهما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

1- الكفاءة الكاملة: يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية³ وتتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية. وان تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديد، وفي ظل هذا السوق تعكس القيمة السوقية للسهم تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم، بالإضافة إلى عدم تمكن المستثمرين من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية⁴ ويطلق مفهوم كفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية¹:

- 1 - دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009، ص202.
- 2 - J. Teulie, P. Topsacalio, Finance, edvuibert, Paris, 1997, p75.
- 3 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 185.
- 4 - عاطف وليم اندرواس، مرجع سابق، ص56.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- إتاحة المعلومات لجميع المتعاملين في السوق ذات اللحظة وبدون تكلفة، الأمر الذي يجعل توقعاتهم متماثلة بشأن مستقبل الأسعار.
 - تماثل توقعات المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.
 - يعتبر السعر داخل السوق معطاة على افتراض أن عدد المتعاملين في السوق كبير جدا بحيث أن حجم الصفقة التي يقوم بها أي من هؤلاء المستثمرين لا يمثل جزءا صغيرا من الحجم الكلي للسوق لا يمكن أن يكون لها تأثيرا ملموسا على أسعار الأوراق المالية.
 - هناك عدد كبير من المتعاملين والمستثمرين الذين يتصفون بالرشد والعقلانية في التأثير على الأسعار وتعظيم المنفعة.
 - تتمتع المستثمرين بحرية تامة داخل السوق، نظرا لانعدام وجود أي قيود على التعامل داخل السوق، فلا تكاليف ولا ضرائب على المعاملات، ويستطيع المستثمرين التعامل بأي كمية يبيع أو شراء، وكما لا توجد قيود تشريعية على حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
 - يتضح من هذه الشروط أنه من غير الممكن توفر حالة الكفاءة الكاملة نظرا لاستحالة استيفاء شروط المنافسة التامة في سوق رأس المال أو سوق أخرى.
- 2- الكفاءة الاقتصادية:** نقصد بالكفاءة الاقتصادية هي مدى تأثير السوق باختلاف رغبات وكفاءة وأهداف المستثمرين ويستند مفهوم الكفاءة الاقتصادية على فرضية أساسية وهي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وهذا يحفزهُ نحو الدخول في سباق للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق هذا الهدف².

1 - بالاعتماد على:

- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 135-136.

- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، مؤسسة شباب الجامعة، 2003، ص 09.

2 - دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الإستثماري، مرجع سابق، ص 207.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم 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 كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباح غير عادية على المدى الطويل.¹

ثالثاً: خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية

من أهم الخصائص التنظيمية والإدارية الواجب توافرها في السوق المالي للوصول إلى مستوى الكفاءة المعقولة

تتمثل فيما يلي²:

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول.
- وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها وتراقب عمليات التداول عن كثب.
- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية.
- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة.
- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة.
- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.
- أن تكون معدلات العمولة منخفضة قدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول.

1 - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الأردن، دار الفكر، 2010، ص 105.

2 - يوسف مسعداوي، مرجع سابق، ص 160.

- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق.

- أن يخضع التداول الذي يقوم به الأشخاص في السوق للأنظمة والقوانين، وأن يتم مراقبة الشركات للتأكد من عدم استغلال المعلومات المتاحة لهم وفق وظائفهم ولتحقيق الأرباح السريعة.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تحقق سوق الأوراق المالية هدفها في التخصيص الكفؤ للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى، من خلال توافر سمتين أساسيتين لكفاءة السوق، إذ صنف الباحثون هذه السمات إلى متطلبين وهي كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) وكفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية).

أولاً: كفاءة التسعير:

يقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريب من القيمة الحقيقية، وذلك بأن يقوم السوق بتزويد المستثمرين بكافة المعلومات عن الشركات بسرعة وبدون تكلفة، بحيث تعكس هذه المعلومات الأسعار في السوق، فتكون الفرصة لتحقيق عوائد عادلة ومتوفرة لجميع المستثمرين، حيث لا يوجد فرصة لمستثمر متميز يحقق عوائد غير عادلة لكن في واقع الأمر إن تحقيق عوائد غير ممكنة وليس مستحيلة، وذلك بسبب اختلاف خلفيات المستثمرين وقدرتهم على تحليل المعلومات وسرعة استثمار هذه المعلومة للحصول على نتائجها، وأيضاً يمكن أن تتسرب المعلومات من خلال مجلس الإدارة لأقاربهم أو أصحابهم وتكون هذه المعلومات متوفرة لديهم قبل غيرهم، فتكون الفرصة متاحة لهم من خلال الزمن لحين وصول المعلومة إلى المستثمرين.¹

لكن بالمقابل وبالرغم من توفر هذه السمة قد يتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخوله للسوق، نتيجة عدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات المتاحة، أو ضعف في نشاط متابعة الأسعار، الأمر الذي لا يعزي سبب هذه الخسائر إلى نقص كفاءة السوق، وإنما لارتباطها بسلوك المستثمر، وكذلك قد يستطيع عدد محدود من المستثمرين والمشاركين باستخدام وسائلهم الخاصة بالحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق

1 - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 144.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

أرباحا غير اعتيادية، وعلى أية حال فإذا توفرت في السوق سمة الكفاءة الخارجية فإنه لا يمكن تخصيص الموارد بشكل كفاء ما لم تمتلك تلك السوق الكفاءة التشغيلية¹.

ثانيا: كفاءة التشغيل:

ويطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية ، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب ، دون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسة ، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها . وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، ولكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها ، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية² .

فالسوق ذات الكفاءة التشغيلية هي السوق التي توفر الأموال وتوجهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة، وفي نفس الوقت تحقق للمستثمرين بها أرباحا رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار استثماراتهم في تلك السوق، والكفاءة التشغيلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا³.

يتضح من مفهوم سمة كفاءة التشغيل، أن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على هذه الكفاءة، فللكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات بشكل كامل وسريع، لا بد أن تكون كلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا، وبالشكل الذي يبرر الجهد المبذول للحصول على المعلومة الجديدة وتحليلها، بغض النظر عن حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومة في سعر الورقة المالية⁴.

وثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها⁵:

- 1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأسواق المالية، مرجع سابق، ص 140.
- 2 - عاطف وليم اندراس، مرجع سابق، ص 60.
- 3 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 158.
- 4 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 142.
- 5 - عاطف وليم اندراس، السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سابق، ص 60.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- السماح للمنشأة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي إلى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه، وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع أول ماي 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي أسهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه في مقابل خلق سوق للأوراق المالية.
- جعل عمولة الشراء محلاً للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.
- القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض. ولكي تصبح السوق المالية سوقاً كاملة أي سوق ذات كفاءة مثالية، يجب على هذه السوق أن تتوفر فيها الشروط التالية¹:
- تحقيق المنافسة الكاملة من خلال وجود عدد كبير من المستثمرين مع حرية بيع وشراء الكميات التي يرغبون فيها وذلك لتقليل فرص الاحتكار.
- توفير السيولة للأوراق المالية التي تحقق أمام البائعين والمشتريين بيع وشراء الأسهم بالتكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة، وكما يتحقق الاستمرارية في الأسعار التي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تخفض من نشوء المضاربات
- توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة يستطيع المتعاملون بواسطتها الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي والنسر في الصحف، وكذلك يمكنها الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه عن مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، وأيضاً يمكنها من الاطلاع على نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق

1 - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية ، مرجع سابق، ص 199.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق ويجب أن تكون محايدة ومكونة من أفراد ذوي خبرة وتستمد سلطتها من قوانين ولوائح تهدف إلى توفير مناخ الاستقرار والأمان للمستثمرين.
- الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية (أداء الشركات، التطلعات المستقبلية للشركات) حول الشركات المدرجة، وأن تكون المعلومات متوفرة لجميع المستثمرين في السوق.

المطلب الثالث: مستويات وصيغ كفاءة سوق الأوراق المالية

تتخذ صيغ كفاءة سوق رأس المال في ضوء سعة وشمول المعلومات التي تنعكس بالأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، وفي ضوء ذلك صنفت معظم الأدبيات المالية كفاءة السوق إلى ثلاث صيغ هي:

أولاً: كفاءة السوق عند المستوى الضعيف:

يفترض المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق أن المعلومات التاريخية مثل أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة والتي تسمى بالمعلومات السوقية التاريخية التي جرت بالماضي، لا تؤثر في سعر السهم الحالي ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها بعضاً ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة،¹ ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم²، وبهذا تشكل هذه الصيغة رفضاً صريحاً لفلسفة التحليل الفني الذي يقوم على إمكانية التنبؤ بحركة أسعار الأسهم في المستقبل اعتماداً على دراسة التغيرات الماضية في سعرها.³

ثانياً: كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي:

1 - بوالكور نور الدين، تحليل الكفاءة السعرية لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد 07، مارس 2019، ص 106.

2 - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: (مدخل مقارنة)، دار التعليم الجامعي، مصر، 2010، ص 277.

3 - Steve Ambler, *L'efficience des marchés financiers, Working Paper, Université du Québec à Montréal, Département des Sciences Economiques (Automne 2005), p4.*

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تقتضي صيغة فرض السوق متوسطة القوة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن شؤون الدولة، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.¹

وفي ظل ذلك الشكل من أشكال السوق الكفئة يتوقع أن يستجيب أسعار السهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات، لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية، ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافياً، إذ قد تدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغييراً على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل.²

حيث أختبرت صيغة كفاءة السوق شبه القوي بصورة غير مباشرة، من خلال قياس استجابة الأسعار السوقية لمحتوى الإعلان عن الأرباح وتوزيعات الأرباح، واشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة، والإعلانات عن الاندماج تغيير الطرق المحاسبية، ومعدلات الفائدة من قبل البنك المركزي، إلى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح للجميع دون استثناء وتبقى الفرصة متاحة فقط لمن يمتلك معلومات خاصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية.³

وتأسياً على ذلك، لا ينبغي على المستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، غير أنه يمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية إذ أمكن الحصول على معلومات خاصة من داخل الشركة، كما هو الحال بالنسبة لكبار مساهمين الشركة وأعضاء مجلس إدارتها الذين يستخدمون ما لديهم من معلومات داخل الشركة للحصول على أرباح غير عادية، وإطار ذلك الشكل للسوق الكفاء تكون الاختلافات

1 - عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، 2002، ص 239.

2 - عاطف وليم اندراس، مرجع سابق، ص 61.

3 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 144.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

بين السعر السوقي للسهم وقيمتها الحقيقية صغيرة، ويتفق هذا الفرض كثيرا مع فكرة التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية على المستوى العالمي ومستوى الاقتصاد الوطني ومستوى الصناعة وأخيرا على مستوى الوحدة الاقتصادية بهدف تحديد العائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين.¹

ثالثا: كفاءة السوق عند المستوى القوي:

يكون السوق كفؤ عند هذا المستوى القوي إذا انعكست جميع المعلومات التاريخية (الفرضية الضعيفة) والمعلومات المتاحة (الفرضية المتوسطة) أو تسمى كذلك بالمعلومات العامة، وأخيرا المعلومات الداخلية السوية (الفرضية القوية) إذا انعكست هذه المعلومات في سعر السهم و يلاحظ في هذا المستوى من الكفاءة أن المعلومات الداخلية (السرية) ستؤثر في السهم، أي أن المستثمر حتى لو وصل بهذا النوع من المعلومات فلن يستطيع الاستفادة منها لتحقيق أرباح غير عادية في ظل السوق الكفاءة القوية.²

ويمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منها على تحليل المعلومات الخاصة وهما³:

1- العاملين بالشركة: يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين، ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبت من مدى قدرتهم على تحقيق أرباح عادية ومن ثم مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه، وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الإبحار في الأوراق المالية فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفاء في شكله القوي.

2- المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية: تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما تتميز بالقدرة

1 - عاطف وليم اندراس، مرجع سابق، ص 62.

2 - شقري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وآخرون، إدارة الاستثمار، ط1، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 104.

3 - عاطف وليم اندراس، مرجع سابق، ص 63.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

على استخدام أدوات التحليل المالي ومن ثم القدرة على التوقع باتجاهات السوق، ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأرق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطرة المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي، وقد أسفرت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي.

ومن هذا المنطلق فإن جميع الأبحاث التي أجريت لاختبار كفاءة الأسواق عند المستوى شبه القوي ركزت على سرعة استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة وسرعة تحركها إلى نقطة توازن جديدة بين العرض والطلب على الأسهم ذات العلاقة بعد نشر المعلومات، وكلما كانت سرعة الاستجابة والحركة أكبر كانت كفاءة السوق على المستوى القوي أكبر.¹

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على كفاءة سوق الأوراق المالية

تتأثر كفاءة سوق الأوراق المالية بعدة عوامل تتمثل في الآتي:

أولاً: السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية

يبحث المستثمر الرشيد عن السوق الذي يتمكن فيه من التخلص من الأوراق المالية في الوقت الذي يناسبه دون التعرض لخسائر في الأصول المالية التي يرغب في بيعها، فالسيولة هنا هي إمكانية التخلص من أصول مالية بسرعة ودون خسارة، وهي تعتبر من أهم محفزات التداول في الأسواق المالية، ومن المؤكد أن المستثمر الرشيد يقبل الخسارة إذا كانت ناتجة عن عوامل لا علاقة لها بسيولة السوق وانعكست سلباً على قيمة الورقة المالية، وثمة خصائص إذا توفرت في السوق فإنها تتصف بالسيولة وهي عمق السوق واتساع السوق وسرعة استجابة السوق.

1- عمق السوق : تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشطاً، بمعنى وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية، وفي حالة السوق العميقة يؤدي خلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية، وعلى العكس من

1 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 164.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

السوق العميقة فإن السوق الضحلة تتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، ويؤدي الخلل في التوازن بين العرض والطلب إلى تغيرات كبيرة في الأسعار، ففي حالة فائض الطلب قد يرتفع السعر إلى درجة أن من يرغب في الشراء قد ينتظر إلى فترة أخرى على أمل أن ينخفض السعر، وفي حالة زيادة العرض على الطلب ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر ضخمة قد تجبره على تأجيل البيع، ولا شك أن وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة، حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من استمرارية التعامل.¹

2- اتساع السوق: يطلق على اتساع السوق المالي بأنه يتصف بصفة الاتساع إذا ارتبط كبر حجم التداول بأوامر العرض والطلب وتتفنى عنها صفة السوق الضيقة التي يكون فيها عدد المتعاملين قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا، وبسبب حجم التداول الكبر في الأسواق الواسعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض عادة يكون محصورا في نطاق ضيق ومحدود الحركة.²

3- سرعة استجابة السوق: يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والمعروضة في سوق الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردد في بيعها، كما يضمن أيضا عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة لفترة لاحقة لشرائها بسعر اقل.³

وبناء على طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية، يمكن بحث العلاقة بين مفهوم الكفاءة والسيولة، ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوم السيولة والكفاءة، حيث تكون التغيرات العارضة في أضيق نطاق وقد لا تحدث الإطلاق، وهو ما يتفق مع مفهوم الكفاءة التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتد بها إلا بناء على توافر معلومات جديدة، كما ينسجم أيضا مع متطلبات السيولة، حيث

1 - عاطف وليم اندرواس، مرجع سابق، ص 66.

2 - أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 32.

3 - عاطف وليم اندرواس، مرجع سابق، ص 66.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة وأدنى خسارة ممكنة، أما في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن أحد المتطلبات الضرورية للسيولة هي توافر سمة انتظام الأسعار أو استقرار الأسعار¹.

ففي حالة ثبات كافة العوامل الخارجية يجب ألا تتغير أسعار الأوراق المالية تغيراً مؤثراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة ومبررات مقبولة تؤدي إلى تغير السعر² وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجياً في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، حيث لا تعكس الأسعار في هذه الحالة المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر.

ثانياً: المعلومات وكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر المعلومات بمثابة عنصراً حاكماً من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية الأمثل، وفي مجال الأوراق المالية وتأخذ المعلومات دوراً بارزاً، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات، أو عدم توافرها بالشكل المطلوب، يتحول سوق الأوراق المالية من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة.

فالمعلومات عبارة عن مجموعة البيانات التي تمت معالجتها لتحقيق هدف معين أو لاستعمال محدد، لأغراض اتخاذ القرارات، أي البيانات التي أصبح لها قيمة بعد تحليلها أو تفسيرها أو تجميعها في شكل ذي معنى، والتي يمكن تداولها وتسجيلها ونشرها وتوزيعها في صورة رسمية أو غير رسمية وفي أي شكل³. فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في

1 - عاطف وليم اندرواس، مرجع سابق، ص 67.

2 - أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص 30.

3 - حسن عماد مكاوي، محمود سليمان علم الدين، تكنولوجيا المعلومات والاتصال، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 2000، ص 18.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

الوقت المناسب، الشمول، الاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية وأخيرا العدالة ونعني بها توفير المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي¹.

تنعكس أهمية المعلومات (مالية واقتصادية) في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني، إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها، يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات².

إن كفاءة السوق تعتمد على قدرة السوق بتزويد المستثمرين بالمعلومات الجديدة بسرعة وبدون كلفة ولجميع المستثمرين على السواء، ومن خلالها هذه المعلومات يقوم المستثمر باتخاذ قرار الشراء أو البيع وعليهم يتم تحديد السعر، لكن المعلومات الجديدة تأتي دون سابق إنذار، فورود هذه المعلومات الجديدة تكون عشوائية فلذلك حكمة سعر الأوراق المالية ستكون تنفذ بناء على المعلومات الجديدة التي لا تستطيع أن تتنبأ بها، ولو كان الاستطاعة التنبؤ بها فلن تكون معلومات جديدة، بل تكون معلومات شخصية من خلال الدراسة أو التحليل أو تطبيع أساليب التنبؤ تحصل عليها، وهناك لا تعني هذا النوع من المعلومات، بل تعني المعلومات التي توزع على السوق كمعلومات جديدة وتواردها سيكون قطاعا عشوائيا ، فالأسواق الكفؤة أيضا تفيد أن الأسعار تسير عشوائيا أيضا³.

1 - محمد عبد شاهين محمد، التحليل المالي والاستثماري ودوره في رفع الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية، دار الكتاب الجامعي، لبنان، 2019، ص304.

2 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 132.

3 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص153.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

بالرغم من أهمية المعلومات ودورها، فإنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات، لتعبر عن طموحات ومخاوف اتجاه تحركات الأسعار مستقبلاً، وعلى هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية عند لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر تجاه ظروف السوق، ليكون هذا السهم مرغوب دفعه من قبل المستثمرين والمتعاملين في السوق، ومعبرا عن مدى تحسُّسهم لمخاطر الورقة المالية لا سيما في الأجل الطويل.¹

1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 134.

المبحث الثالث: المؤشرات المالية في سوق الأوراق المالية

تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر أو المحلل المالي لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري، وإذا ما كان نشاط المنشآت التي تتداول أوراقها المالية في السوق يمثل الجانب الأكبر والرئيسي من النشاط الاقتصادي في الدولة، وكان السوق يتسم بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة.

المطلب الأول: ماهية المؤشرات المالية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالمؤشرات المالية وأهدافها وأهميتها والعوامل المؤثرة عليها بالإضافة إلى استخداماتها.

أولاً: تعريف المؤشرات المالية:

تعرف المؤشرات المالية على أنها "عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ، ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس الأداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل"¹.

ويعرف مؤشر السوق "على أنه تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت يعتقد أنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضر، ومن ثم تؤخذ حركة أسعارها على أنها انعكاس للاتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك السوق"².

ويعرف أيضا "على أنه قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم

1 - عصام حسين، مرجع سابق، ص 35.

2 - يوسف مسعداوي، مرجع سابق، ص 134.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

ودول العالم في مستوى زمني معين، والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة.¹

من خلال هذه التعاريف يمكننا تحديد تعريف للمؤشرات وهي عبارة عن أداة تقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق المال، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق المال، بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق.

وتعد المؤشرات أداة نافعة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة، حيث يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل سوق المال (البورصة) إلى مؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أداء السوق بشكل عام، وإلى مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.²

ثانيا: أهمية المؤشرات المالية

تلعب مؤشرات الأسواق المالية دورا فعالا في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونها تعكس الأسعار وحوكتها وتأتي أهمية المؤشرات فيما يلي³:

- بعد تلخيص لأداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما أن المؤشر يكشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية للبلد ونتائج التداول في السوق المالي.
- يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق، من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة.

1 - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 298.

2 - محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم العالي، الإسكندرية، 2011، ص 374.

3 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، ص 91.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار الأسهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى.
- تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق.
- المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية.

ثالثاً: أهداف المؤشرات المالية والعوامل المؤثرة عليها

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع وبعض الاستثمارات تعتمد كأداة استثمارية يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية، وتقاس حركة التغيير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغيير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعوداً أو هبوطاً.

وهناك عوامل عديدة تؤثر على المؤشرات المالية من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي تشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وتمثل العوامل في¹:

- مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.
- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
- التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.
- طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

1 - نفس المرجع، ص 92.

المطلب الثاني: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

تعد المؤشرات أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة، غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، ونظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات:

أولاً: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق، فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وبالطبع إذا ما كانت استثماراته كلها وكرة في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل مقارنة عائد المحفظة مع عائد محفظة ذلك المؤشر.¹

ثانياً: التنبؤ بحالة السوق:

يمكن للمحللين الماليين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشير إليه بالتحليل الأساسي فإنه قد يمكنهم التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت السليم، كذلك فإن أنصار التحليل الفني يرون أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه وإذا أمكن الوصول إلى ذلك النمط فإنه يمكن التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار²، وعند تتبع حركة المؤشر عبر عدة سنوات ماضية، وباستخدام نماذج التنبؤ فإنه يمكن

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 148.

2 - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 280.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

التوصل إلى نمط التغيرات التي تحدث على حركة التداول والأسعار بالسوق، والتنبؤ بالتطورات المستقبلية من حيث¹:

- قيد وتداول الأوراق المالية في السوق.
- متوسط قيمة التداول الشهري.
- تطور تعاملات المستثمرين الأجانب في السوق سواء بائعين أو مشتريين.
- عدد الأوراق المالية المتداولة، وعدد العمليات المتوقع تنفيذها.

ثالثا: الحكم على أداء المديرين المحترفين:

وفقا لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بالتبعية أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه تحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق، ولتحقيق ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققه مدير المحفظة.²

رابعا: تقدير مخاطر المحفظة:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية أو ما يمكن أن نطلق عليه المخاطر ذات الصبغة العامة وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة،³ ويمكن استخدام مؤشر السوق في قياس مخاطر السوق، والتي تسمى بالمخاطر المنتظمة، وهي المخاطر التي تصيب السوق ككل ولا يمكن تجنبها،

1 - محمد عنتر أحمد الإدارة المالية والاستثمار، مصر، 2009، ص142.

2 - محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص325.

3 - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص281.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

تلك المخاطر تؤدي إلى زيادة أو انخفاض النشاط وحركة التداول في السوق، ومن أهم العوامل المؤثرة في المخاطر المنتظمة¹:

- مخاطر تغير القوة الشرائية للنقود (انخفاض قيمة العملة).

- مخاطر تغير أسعار الفائدة بالبنوك.

- المخاطر الدورية التجارية والحالة الاقتصادية.

المطلب الثالث: طرق وكيفية بناء المؤشرات المالية

إن معرفة بناء المؤشر تساعد المحلل أو المستثمر على فهمه والقدرة على قراءته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم ومن خلال ما يلي نتناول كيفية بناء المؤشرات المالية:

أولاً: ملائمة العينة:

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر.

فيما يتعلق بالحجم ، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما زاد عدد الشركات التي تدخل أسهمها ضمن المؤشر، كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق .وأما الاتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق ،والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما منشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تحيز لفئة معينة من المنشآت، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة

1 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 143.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

لتلك الصناعة، أما فيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية¹.

إن ملائمة طريقة العينة في عكسها لحالة السوق ينبع من انعدام الرغبة في تحقيق التحيز في مكوناتها (الأسهم) كما عكسته النقاط الثلاثة. وفي الوقت نفسه فإن الوقائع الاقتصادية والتاريخية تعزز جدوى ورجاحة الاعتماد على مؤشرات السوق نسبياً من خلال العنصرين الآتيين²:

1- القيمة السوقية: تمثل القيمة السوقية لعينة مؤشرات حالة السوق نسبة مرتفعة من القيمة السوقية للأسهم التي يجرى التعامل بها في السوق.

2- الارتباط: الملحوظ بين الاتجاهات الصعودية والنزولية لمؤشرات الأسهم كما تعكسها البحوث التجريبية، يوضح بأن المؤشرات المبنية على أساس القيمة متمثلة في اتجاهات المقارنة فضلاً عن تمثيلها السوق بانسجام.

ثانياً: تمثيل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات المختلفة:

عند اختيار عينة لبنا مؤشر سوقي لا بد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق، حتى يمكن القول بان هذا المؤشر يمثل السوق فعلاً، أما إذا كان المؤشر عن صناعة معينة فالأمر هنا يختلف، حيث يتضمن الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناعة فقط، ومن الضروري أن يتم حساب المؤشر بطريقة واضحة ومفهومة حتى يمكن تفسيره والاستفادة منه وإن يكون جميع المستثمرين والجمهور على علم بهذه الطريقة ومن ثم إمكانية استخدام المؤشر في تفسير وتحليل الظواهر المرتبطة به³.

ثالثاً: بناء المؤشر العام:

توجد العديد من الأساليب لبناء مؤشرات الأسواق ولكن هناك ثلاثة أساليب شهيرة لبناء المؤشر:

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 94.

2 - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 301.

3 - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص 96.

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر: وهو عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسوما على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق والمختارة من قبل السوق وفقا لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق، مثل مؤشر داو جونز الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية وتشمل الشركات الصناعية 25% من حجم التداول في السوق المالي، وهو من أكثر المؤشرات استخداما¹.

2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة: وفقا لهذه الطريقة يعطي وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهو ما يطلق عليه رأس المال السوقي، وهذا يعني أن المؤشر يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد لوزن النسبي فهناك أيضا عدد الأسهم المكونة لرأس المال².

3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: وفقا لهذه الطريقة يتم افتراض تساوي المبالغ المستثمرة في الأسهم المكونة للمؤشر، بمعنى المبلغ المستثمر في النوع الأول من الأسهم يساوي المبلغ المستثمر في النوع الثاني من الأسهم، وهكذا لجميع الأسهم المكونة للمؤشر، ولتحقيق ذلك فإنه يتطلب تحديد جزء من السهم (في حالة اختلاف أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وفي حالة تمثيل الشركة بسهم واحد في المؤشر) حتى تتساوى المبالغ في الأسهم المكونة للمؤشر³.

ولكل نوع من هذه الأنواع مزايا وعيوب، ولكن فوائد المؤشرات عموما تتمثل في إعطاء تصور شامل لأداء السوق وتحويل هذا التصور إلى أسلوب كمي يعكس اتجاه السوق سواء كان هذا الاتجاه صعودا أو هبوطا، ومن ضمن الفوائد المهمة للمؤشرات قياس قوة التدفقات النقدية في أسواق المال ومعرفة أثرها على السوق سلبيًا أو إيجابًا.

1 - دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 218.

2 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 132.

3 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 146.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

وحتى يفرق المستثمر بين اختلاف حساسية المؤشر لأداء السوق تبعاً لاختلاف بناء المؤشر، ففي مؤشر القيمة يرتفع المؤشر تبعاً لقوة الشركة متجاهلاً بذلك الشركات الصغيرة والشركات ذات الوزن الخفيف من حيث كمية الأسهم المصدرة، وبالتالي أي ارتفاع في الشركات ذات الوزن الثقيل يصاحبه ارتفاع أكبر في المؤشر المبني على أساس القيمة، يختلف الوضع تماماً في المؤشرات المبنية على أساس سعر السهم والتي تحسب عن طريق جمع أسعار الأسهم ثم قسمة هذا المجموع على عدد الشركات حيث يرتفع المؤشر تبعاً لارتفاع سهم أي شركة بغض النظر عن عدد أسهمها المصدرة أو قوتها المالية، وبهذا يتحيز المؤشر الذي يحسب على أساس السعر للأسهم ذات الأسهم المرتفعة.

وللخروج من عيوب المؤشرات المبنية على القيمة أو الأسعار ابتكر الخبراء طريقة حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية وحساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية، وبهذا فإنه يصب اتخاذ قرارات البيع والشراء بالاعتماد على المؤشرات العامة للسوق فقط إلا إذا طبق المؤشر في قطاع معين، مثلاً مؤشر قطاع الصناعة أو مؤشر قطاع الخدمات وهكذا، ثم قدم خبراء السوق ما يعرف بالمقاييس الفنية للأسهم والتي نجحت بدرجة كبيرة في إعطاء صورة مستقبلية عما سيؤول إليه حال السهم، وهذه المقاييس تتنوع بتنوع الغرض من استخدامها سواء كان الاستخدام قصير الأجل وسريع (مضاربة) أو متوسط أو طويل الأجل (استثمار)، وحساب مؤشر القوة النسبية للسهم واحد من هذه المقاييس الذي أخذت شهرة واسعة ربما لسهولة استخدامه ودقة نتائجه.

المطلب الرابع: أهم المؤشرات المالية العالمية والعربية

تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف المؤشرات حسب أساليب بنائها ولهذا سوف نتعرض إلى بعض المؤشرات العالمية والعربية.

أولاً: المؤشرات العالمية:

1- مؤشرات الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية: من أهم هذه المؤشرات ما يلي:

1-1- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة : يعدّ مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة من أقدم المؤشرات

وأكثرها شيوعاً ، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو، الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم. ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر، ويحسب المؤشر على أساس الوزن النسبي لأسعار الأسهم داخل العينة¹.

ومما تجدر إليه الإشارة أنه يتم 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر داو جونز عدة انتقادات موضوعية تتمثل في²:

- يحتوي مؤشر داو جونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700

سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة من مؤشر ستاندر اندبور.

- هناك تحييز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داو جونز للشركات الصناعية.

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 102 - 106.

2 - محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 331.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

1-2- مؤشر ستاندر آندبور 500 (S & P 500 index): يقيس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي و مؤشر ستاندر آندبور S & P 500 index لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء والاتصالات والماء، يحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كلاهما، ويتكون من أربعة مجموعات رئيسية كل مجموعة من 40 شركة صناعية و40 شركة خدمات وكهرباء وماء والاتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية والبنوك والتأمين، وتمثل هذه المجموعات 80% من أسهم بورصة نيويورك¹.

2- مؤشرات الأسواق المالية البريطانية:

هناك مؤشرات الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

- مؤشر فاينانشل تايمز،

- مؤشر فاينانشل تايمز ال 30،

- مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم.

1-2- مؤشر فاينانشل تايمز 100 FT-SE 100 Share index: يعدّ هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footis) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائدة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة².

1 - دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 215.

2 - محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 335.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

وأنشئ هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983، للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، رأت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر، إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة، ولقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز بكافة الأسهم الذي نشر حوالي 704 سهم في سنة 1989، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30)، وأصبح بعد ذلك يتداول في كل من سوق العقود المستقبلية¹.

2-2 مؤشر الفاينانشيال تايمز (Financial Times Stock Exchange): وهو مؤشر يقيس التغير في متوسطات قيمة 30 شركة كبرى قوية من الشركات التي تقود السوق في النشاط الصناعي والتجاري والمشكلة في بورصة لندن، ومنذ عام 1984 هناك مؤشر FT-SE 100 وهو مؤشر يحتوي على أسهم 100 شركة إنجليزية كبرى ليعطي صورة واضحة دقيقة عن قيمة التحركات في سوق المال، ويستخدم هذا المؤشر في أسواق الخيار، والأسواق المستقبلية².

3-2 مؤشر فاينانشال لكثافة الأسهم: يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين، والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بجودة مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا³.

3- مؤشرات السوق المالية الفرنسية:

- 1 - يوسف حسن يوسف، مرجع سابق، ص 98.
- 2 - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 285.
- 3 - محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 335.

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

3-1- مؤشر كاك CAC40: وهو الأكثر شهرة واستعمالاً بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة الأساس (1991) ويمكن القول أن المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين، بالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات؛ المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، سلع استهلاكية معمرة، سلع استهلاكية غير معمرة، مواد غذائية، الخدمات، ومؤسسات مالية. وعلى العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم المؤشرات الفرنسية¹.

3-2- مؤشر كاك CAC لكافة الأسهم: يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31².

4- مؤشرات السوق المالية اليابانية:

4-1- مؤشر نيكاي (Nikkei index): وهو من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو، حيث أنشئ سنة 1950 ويحتوي على 225 شركة يابانية كبيرة وبالرغم من شهرة هذه المؤسسة إلا أن طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار الـ 225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له³. ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ويستخدم كأساس للمتاجرة في أسواق الخيار والأسواق المستقبلية⁴.

4-2- مؤشر توبيكس TOPIX 1968: أعطي له قيمة 100 بنفس التاريخ، لقد تم إنشاؤه بتاريخ 04 الذي اعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يعطي 1165 مؤسسة تمثل كل القطاعات⁵.

1 - يوسف حسن يوسف، مرجع سابق، ص 98.

2 - محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 334.

3 - يوسف حسن يوسف، مرجع سابق، ص 99.

4 - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 286.

5 - محمد عبد الله شاهين محمد، مرجع سابق، ص 333.

5- المؤشرات العربية:

هناك العديد من المؤشرات العربية نذكر من أهمها:

5-1- مؤشر بورصة عمان: يقوم سوق عمان المالي باحتساب عدة أرقام قياسية وأهمها الرقم القياسي العام المرشح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، يضم 100 شركة من الشركات المدرجة في البورصة من جميع القطاعات، ويتم إعطاء وزن للشركات الداخلة في تكوينه على ألا يزيد وزن أي شركة 10% من إجمالي القيمة السوقية لشركات العينة. وما يميزه أنه يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساس له في نهاية سنة 1999.¹

5-2- مؤشر بورصة دبي: يطلق على المؤشر العام لسوق دبي DFNGE ولغرض حسابه يتم مراعاة قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط، وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الأملاك التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة، ويعتمد المؤشر الجديد للسوق في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق، وتم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25% وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حوكمة الأسعار لشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.²

5-3- مؤشر بورصة السعودية: يطلق على المؤشر العام لبورصة السعودية TASI، حيث يقوم المؤشر في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، حيث يستبعد في حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول، وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من

1 - www.ase.com.jo/ar (تم النصف يوم 2018/11/10)

2 - www.dfm.ae (تم النصف يوم 2018/11/10)

الفصل الأول: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

الحكومة ومؤسساتها، الشريك الأجنبي إذا كان محذورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية، الشريك المؤسس خلال فترة الحظر، من يملك 10% أو أكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية، بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر، حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجحة في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس (1985)¹.

(تم التصفح يوم 2018/11/10) www.tadawul.com.sa - 1

خلاصة الفصل:

تم التعرض في هذا الفصل إلى تحديد المفاهيم الأساسية لسوق الأوراق المالية وذلك من خلال تحديد مفهوم سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد مفهومه وخصائصه والوظائف التي يقوم بها بالإضافة إلى التطرق إلى كفاءة سوق الأوراق المالية والتي تعتبر أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافزاً للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق، وكذلك يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد، وبالتالي تحقيق أهداف السوق. بالإضافة إلى المؤشرات المالية وكيفية استخدامها، حيث يستخدمها المستثمرون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، وتفيد بالتعريف السريع على ما يجري بالسوق.

فسوق الأوراق المالية تساهم بشكل كبير في زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، وزيادة معدل النمو الاقتصادي وتحقيق أقصى إشباع لرغبات وحاجات الأفراد، حيث لا يمكن أن تؤدي السوق المالية الدور الفعال بها إلا إذا توفرت على مقومات الكفاءة والمقومات الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية التي يعتمد عليها في أي دولة، إذا توفرت عليها تؤدي إلى نجاحها ومن أهمها العلاقة بين المتعاملين ولتقييم الشركات المدرجة التي يتم بناء عليها اتخاذ القرار الاستثماري.

الفصل الثاني:

الاستثمار في الأسهم

- المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية
- المبحث الثاني: اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية
- المبحث الثالث: تقييم واختيار الاستثمار في الأسهم في سوق الأوراق المالية
- المبحث الرابع: استراتيجيات الاستثمار في الأسهم

تمهيد:

يحتل الاستثمار بالأوراق المالية حيزا كبيرا بين اهتمامات المختصين بشؤون المال والاقتصاد، إن طبيعة الأوراق المالية تختلف عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، نظرا لتمتعها ببعض مزايا التي يحققها المستثمر والتي يصعب تصورها في الأدوات الأخرى. حيث يعتمد المستثمر في الأوراق المالية العائد والمخاطرة في تقييم جدواها وكأساس لاختيارها، ومن أكثر وسائل الاستثمار شيوعا بين المستثمرين هو الاستثمار في الأسهم، ولتوضيح الصيغ المختلفة لها بمساعدة ونضج الوعي الاستثماري للمستثمرين عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية.

ونتطرق في هذا الفصل إلى ما يلي:

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: مفاهيم اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: تقييم واختيار الاستثمار في الأسهم في سوق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: استراتيجيات الاستثمار في الأسهم.

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية

يستمد الاستثمار أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية، ويظهر الاستثمار بصيغ وأبعاد وتصنيفات متعددة، وكل ذلك لأن مجال الطلب (التكوين) الذي هو رؤوس الأموال، يتسم بتباين عناصره والتي تشمل رؤوس أموال مالية ومادية (حقيقية) وبشرية وبكافة تفرعاتها المختلفة، وهنا يفترض تحديد أساسيات هذا المجال بغية تحليل الموضوع من كافة جوانبه ومكوناته لتمييز الإطار العام لهذا التحليل.

المطلب الأول: ماهية الاستثمار

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى تحديد ماهية الاستثمار وذلك من خلال التطرق إلى مفهوم الاستثمار بالإضافة إلى تحديد أهداف الاستثمار.

أولاً: مفهوم الاستثمار:

1- لغة: مصدر استثمر يستثمر وهو للطلب بمعنى طلب الاستثمار، وأصله من الثمر، وهو حمل الشجر، وأنواع المال والولد: ثمرة القلب، وأثمر الشجر: خرج ثمره، ابن سيده: وثمر الشجر وأثمر: صار فيه الثمر، وقيل: الثامر الذي بلغ أوان أن يثمر، والمثمر: الذي فيه ثمر، وقيل: ثمر مثمر لم ينضج، وثامر قد نضج¹.

2- اصطلاحاً: توجد العديد من التعاريف تحدد مفهوم الاستثمار أهمها:

يعرّف الاستثمار على أنه " التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية، تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلي عنها، وعلى النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم، والمخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها².

1- ابن منظور، لسان العرب، ط4، ج3، بيروت، دار صادر، 2003، ص38

2- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص13.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

ويعرّف أيضا على انه "توظيف الأموال المتاحة (مؤكدّة) في أصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية أكثر في المستقبل (غير مؤكّدة)، هذه التدفقات عبارة عن تعويضات يحصل عليها المستثمر بدلا من استخدام هذه الأموال من قبل مستثمرين آخرين طيلة الفترة التي يتخلّى بها المستثمر عن رأسماله آخذين بالاعتبار تحقيق عوائد تغطي قيمة التعويضات المطلوبة وعلاوة المخاطر الناجمة عن عدم التأكد في الحصول على التدفقات المتوقعة في المستقبل وتتجاوز معدل التضخم¹.

ويعرّف أيضا على أنه "امتلاك أصل حقيقي أو أصل مالي على أمل تحقيق عائد مرضي مستقبلا من خلال المفاضلة بين تحقيق أقصى عائد وتخفيض أقل مستويات المخاطر"².

ويعرّف أيضا على أنه "توظيف المال بهدف تحقيق العائد، أو الدخل أو الربح والمال عموما، قد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس أو على شكل غير عادي"³.

كما يعرف أيضا على بأنه "كل تضحية بالموارد حاليا بهدف الحصول منها في المستقبل على مداخيل خلال فترة زمنية ممتدة يكون مبلغها الإجمالي أكبر من الإنفاق الأولي"⁴.

ومن خلال التعريفات السابقة يمكننا استخلاص أن هناك نوعين من الاستثمار وهما؛ استثمار حقيقي واستثمار مالي فالأول يعني الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية ويترتب عليه إنتاج إضافي وزيادة في الأصل، أما الثاني (استثمار المالي) فهو تداول للأدوات الائتمانية، والذي لا يترتب على الاستثمار فيها إضافة جديدة عينية إلى إجمالي الاستثمار العيني، إلا أنه يسهم في تمويل الأنشطة الاستثمارية العينية المختلفة.

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص15.

2 - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص53.

3 - طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص 13.

4- *Jaques Margerin et Gérard Ausset, Choix des investissements, 1^e édition, sedifor, St-Laurent-du var, France, 1979, P35.*

3- مفهوم الاستثمار المالي: ارتبط الاستثمار المالي تاريخيا بإنشاء الشركات المساهمة العامة وتطورها وتوسع نشاطها ونمو عددها، وتعد أوروبا منذ سبعة قرون مضت نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار، نظرا لما شهدته أوروبا من تطور اقتصادي وصناعي وتجاري، ومن أهم تعاريف الاستثمار المالي ما يلي:

يعرّف الاستثمار المالي بأنه " حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة. والأدوات المالية الأسهم والسندات تمثل أصلا ليس له قيمة بحد ذاتها، إذ قيمتها الاقتصادية تكمن بالجهة المصدرة لهذه الأدوات¹.

ويعرّف أيضا على أن " الاستثمار في سوق المال، حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي (غير حقيقي) يتخذ شكل سهم، أو سند، أو شهادة الإيداع... الخ"، ويقصد بالأصل المالي الحق المالي لحائزه، ويكون عادة مرفقا بمسند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على عائد، قد يكون ثابتا أو متغيرا، ناتج عن الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية².

ويعرّف أيضا بأنه " الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع... الخ. والأصل المالي يمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي، ويكون عادة مرفقا بمسند قانوني³.

وتتميز الاستثمارات المالية بأسواقها الفعالة، فهي تمثل مجالا واسعا لعموم المستثمرين، لا سيما في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة، لتوافر أسواق مالية على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية، وتميزها بالعمق والاتساع، وهذا بجانب أن أسواقها تشكل حلقة واسعة من مقومات اقتصاداتها.

1 - ارشد تميمي، أسامة عزمي، مرجع سابق، 2004، ص 20.

2 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 27.

3 - محمد مطر، إدارة الاستثمار (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، در وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 79.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

وفي الوطن العربي والدول النامية عموماً، لا زالت حلقات هكذا نوع من الاستثمارات محدودة وضيقة، ويرجع سبب ذلك إلى عدم توافر هياكل مؤسسية وتنظيمية ناضجة ومتطورة لأسواقها، ناهيك عن ضعف الكوادر البشرية العاملة في مجال الأوراق المالية¹.

ومما تجدر الإشارة إلى أنه ضرورة التمييز بين الاستثمار والمضاربة في جانب كونهما مفهومين متداخلين، فإنه لا يمكن القول بأنهما مترادفان لأنه فرق بينهما ولكنها دقيقة لدرجة يصعب تمييزها في معظم الأحيان ومن هنا استخدم الباحثون مصطلحاً ثالثاً هو المقامرة، مما يتطلب أن نفرق بين هذه المفاهيم وهي كما يأتي:

1-3 المضاربة: تعرّف المضاربة بأنها "الانتفاع من فروقات الأسعار للأدوات المالية المتداولة في السوق المالي بهدف تحقيق الربح غير الاعتيادي، وتتصف بدرجة عالية من المخاطر، وعادة تكون من خلال شراء الأدوات المالية والمكتشفات الجديدة والصناعات المبتكرة، والمضاربة ضرورية لعمل وتوفير السيولة في السوق المالي، فالمضاربون يساهمون في كشف العناصر المسببة لارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية قبل حدوثها، ويحددون اتجاه الأسعار الحقيقية في السوق مما يحول دون حدوث ارتفاع مفاجئ في الأسعار"².

كما تعرّف بأنها: "هي حالة توظيف للأموال في ظروف خاصة، تعتمد على توقعات المضارب بشأن الأسعار في المستقبل القريب الذي لا يتعدى الأشهر والأسابيع وحتى ساعات التداول، لتحقيق عوائد في صورة أرباح رأسمالية (فروق أسعار البيع والشراء)، وقد تقابل هذه الأرباح مخاطر رأسمالية كبيرة إذا ما اختلفت التوقعات"³.

وتعتبر المضاربة المحور الأساسي بعمليات البورصة، والدافع الأول لحركة الأسعار الدائمة، والمضارب ليس بحاجة مباشرة أو آنية إلى ما يشتريه أو يبيعه فهو ينتظر ربحاً أفضل من قيمة الأوراق المالية موضوع الصفقة،

1 - أرشد تميمي، أسامة عزمي، مرجع سابق، ص 20.

2 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 160.

3 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص 18.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

فالمشتري يضارب على ارتفاع الأسعار لبيع ما اشتراه بسعر أعلى والبائع يضارب على هبوط الأسعار ليشترى بسعر أرخص¹.

إلا أن هذا لا يمنع أن جمهورا كبيرا من المتعاملين في سوق الأوراق المالية غايتهم مجرد توظيف أموالهم على شكل يحقق لهم فائدة مجزية تؤمنها لهم الأرباح والكوبونات أو فوائد السندات الثابتة.

2-3 المقامرة: تعرّف المقامرة بأنها "التعامل في بيع وشراء الأوراق المالية بطريقة غير محسوبة وغير مدروسة لجميع المخاطر التي يمكن التعرض لها، وتقوم على التخمين واتخاذ القرار العشوائي بهذا الشأن وهي إحدى السلوكيات التي تؤثر على كفاءة السوق المالي في تحقيق السعر العادل."²

وتعرّف بأنها "مراهنة على دخل غير مؤكد، فعندما تتوفر لدى المستثمر رغبة كبيرة جدا في تحمل درجة عالية من دم التأكد من النتائج (أي مخاطرة كبيرة) سعيا وراء الربح فإنه يتحول عندئذ إلى مقامرة³.

وبالتالي يمكننا تلخيص أهم الفروق الموجودة بين المضاربة والاستثمار والمقامرة في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): يوضح الفرق بين المضاربة والاستثمار والمقامرة

البيانات	الاستثمار	المضارب	المقامر
المدة الزمنية	طويلة	قصيرة	أقصر أجل
القرار الاستثماري	على العائد	على المدة والمبلغ	على المدة والمبلغ
الاستعداد لتحمل الخطر	منخفض	مرتفع	مرتفع جدا
نوع الربح	نفقات مستمرة وطويلة	ربح سريع وكبير	ربح سريع وكبير جدا

1 - عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص178.

2 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، ص160.

3 - زياد رمضان، مرجع سابق، ص14.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

دراسة المشروع	تحقيق نمو رأس المال	تم الدراسة	لا تتم الدراسة
الأثر	تحقيق نمو في رأس المال	تؤدي إلى تآكل رأس المال إذ لم تتحقق التوقعات	

المصدر: بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان الأردن، 2013، ص24.

ثانيا: أهداف الاستثمار:

يمكن أن نقسم الأهداف التي يسعى المستثمرون إلى تحقيقها أو الغاية المرجوة من الاستثمار إلى ¹: أهداف على المستوى الجزئي، وأهداف على المستوى الكلي.

1- أهداف على مستوى الاقتصاد الجزئي:

- يسعى الأفراد والمؤسسات من أجل الحصول على العائد المتوقع (الربح) فضلا عن تنمية الثروة الخاصة بهم لتأمين إشباع الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات، أي أن المستثمر يسعى لتحقيق الدخل المستقبلي والمحافظة على قيمة الثروة بمرور الزمن من جراء ارتفاع الأسعار أو تقلباتها.

- استمرارية السيولة النقدية وذلك رغم إن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر (الاعتيادي) إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة، وإن أي نقص في السيولة تجاه نفقات التشغيل سوف يؤدي إلى نتائج عكسية على جهود العاملين ومستوى اندماجهم وهو ما قد يهدد بتعطيل الطاقة الإنتاجية كما وأن عدم إيفاء الديون المستحقة في أوقاتها المناسبة ووفق الشروط المتفق عليها قد تهدد الأصول الرأسمالية من الضياع².

2- أهداف على مستوى الاقتصاد الكلي:

يحقق الاستثمار فائضا اقتصاديا يساعد في معالجة الإختلالات التي تطرأ قي ميزان المدفوعات وزيادة إيرادات الموازنة العامة للدولة والتي تؤدي إلى زيادة الدخل القومي للبلد

1 - فاضل محمد العبيدي، البيئة الاستثمارية، عمان، مكتبة المجتمع العربي، 2012، ص ص 16-17.

2 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص21.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

وبالمحصلة النهائية يؤدي الاستثمار إلى زيادة معدلات التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لعموم الأفراد كما ذكر آدم سميث " الصناعي يسهر على تحسين إنتاجه ليضمن أكبر رواج وأفضل قيمة في السوق وهو بعمله لا يفكر إلا بمنفعته الشخصية وربحه الخاص ، لكنه في الوقت ذاته يكون قد أدى خدمة للمجتمع وقام بعمل يحقق المنفعة العامة".

المطلب الثاني: تصنيفات الاستثمار

يمكن تصنيف الاستثمارات وفق عدة معايير وأسس منها:

أولاً: تصنيف الاستثمار حسب المجالات:

- 1- الاستثمارات المادية (الحقيقية):** يعتبر الاستثمار حقيقياً أو اقتصادياً عندما يكون للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب... الخ، ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية، تظهر على شكل ساعة مادية أو على شكل خدمة¹.
- 2- الاستثمارات المالية:** هي مجموع الاستثمارات في الأدوات المالية المتاحة للاستثمار في السوق المالي (الأسهم والسندات) والأوراق المالية الأخرى بهدف اقتنائها لفترة معينة ثم بيعها عندما يرتفع سعرها في السوق المالية والحصول على أرباح إضافية، ويتم تداول الاستثمارات المالية في الأسواق المالية التي تتميز بفاعليتها خاصة إذا كانت هذه الأسواق ذات كفاءة عالية ومن خصائصها الاتساع والعمق².
- 3- الاستثمارات البشرية:** تقوم هذه الاستثمارات على تطوير البنية الفوقية للاقتصاد والمجتمع من خلال مؤسسات عامة وخاصة وتعاونية وخيرية...، وطنية أو أجنبية متخصصة أو متعددة الأهداف تعمل على بناء

1 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 27.

2 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 51.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

قاعدة بشرية عريضة من ذوي المهارات والمؤهلات والخبرات العلمية والشفافية والتكنولوجية والمهنية بما يجعل القوة العاملة الموجودة قادرة على انجاز الوظائف التي يتطلب التشغيل الاقتصادي الكفاء في كافة النشاطات¹.

ثانيا: تصنيفات الاستثمار حسب الزمن

تصنّف الاستثمارات حسب هذا المعيار إلى استثمارات قصيرة، ومتوسطة، وطوبئة الأجل:²

- 1- **استثمارات قصيرة الأجل:** وهي استثمارات لا تستغرق أكثر من سنة، ويصّب في مجالات ومشروعات تسعى إلى العائد والربح السريع، وهو يختلف بالضرورة عن الاستثمار المتوسط والطويل الأجل.
- 2- **استثمارات متوسطة الأجل:** وهو الاستثمار الذي يكون مدته أكثر من سنة وتقل على 5 سنوات وأحيانا إلى 7 سنوات، وبالتالي فهو لا يسعى إلى العائد السريع ولديه خاصية التجدد والقدرة على الاستمرار عبر الزمن.

- 3- **استثمارات طويلة الأجل:** وهو يعبر عن كل الاستثمارات التي تزيد عن 5 أو 7 سنوات، فهي تسعى إلى تحقيق عائد على المدى الطويل، وتتميز بأنها يتحمل المخاطر ولا تتعجل الربح وقابلة للاستمرار عبر الزمن.

ثالثا: تصنيفات حسب اتجاه التأثير:

وتنقسم وفق هذا الأساس إلى استثمارات إنتاجية واستثمارات غير إنتاجية³:

- 1- **استثمارات إنتاجية مباشرة:** تهتم الاستثمارات المباشرة بتوليد قيم جديدة سواء كانت قيم السلع والخدمات أو العوائد المتولدة عن نشاطات المحفظة الاستثمارية في السوق المالية (السوق الأولية) وكما يرى من وجهة نظر خبراء توظيف الأموال، أنه امتلك أصلا استثماريا إنتاجيا طويل الأجل مثل الاشتراك مع الغير في مشروع جديد، والامتلاك لمشروع قائم مفهومه العام هو دخول رأس المال مباشر بالنشاط الاقتصادي.

1 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص35.

2 - عبد الطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص49.

3 - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص29.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

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:

1-2 مشروعات البنى التحتية: وهي تضم كافة النفقات الاستثمارية التي يتم إنفاقها على مباني السكن والتعليم والصحة وشبكات الري وغيرها.

2-2 مشروعات البنى الفوقية: إنها تتناول إعداد القوى العاملة المؤهلة للعمل في الوحدات الإنتاجية الصناعية والزراعية... الخ.

رابعاً: تصنيفات حسب الجهة القائمة بالاستثمار

حسب هذا المعيار يمكن تقسيم الاستثمارات إلى استثمارات خاصة، حكومية، مختلطة¹:

1- استثمارات خاصة: هو ذلك الاستثمار الذي يقوم به القطاع الخاص في المجالات المختلفة الذي تكون ملكيته للقطاع الخاص.

2- استثمارات حكومية: وهو الاستثمار الذي تصبح فيه الحكومة أي القطاع الحكومي هي المستثمر ويتكون الاستثمار في شكل تنظيمات حكومية في شكل هيئة أو منظمات أو جهاز.

3- استثمارات المختلطة: فإنها تقوم على مشاركة القطاع العام مع القطاع الخاص في مشروعات استثمارية معينة وذلك لإفادة من التسهيلات المالية والإدارية التي تقدمها المؤسسات الحكومية مع الحفاظ على الحوافز الفردية².

خامساً: استثمارات حسب المحل الجغرافي:

حسب هذا المعيار تنقسم الاستثمارات إلى استثمارات محلية واستثمارات خارجية:

1 - عبد الطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، مرجع سابق، ص53.

2 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص43.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

1- الاستثمارات المحلية: وهي الأصول والاستثمارات الأخرى التي ينشئها أو يتولاها المستثمرون سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو اعتباريين، أو تلك التي تقوم بها الدولة في بلد المستثمر، دون النظر إلى مصدر تمويل تلك الاستثمارات سواء كانت محلية أو خارجية، ويمكن أن تكون هذه الاستثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، كما تشمل شتى المجالات الاستثمارية¹.

2- الاستثمارات الخارجية: تشمل مجالات الاستثمار الخارجية أو الأجنبية جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية ومهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة، وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر².

1-2 الاستثمارات الخارجية المباشرة: كما يعرف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية الاستثمار الأجنبي المباشر على انه ذلك الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة المدى تعكس مصالح دائمة و مقدرة على التحكم الإداري بين شركة في القطر الأم (القطر الذي تنتمي إليه الشركة المستثمرة) وشركة أو وحدة إنتاجية في قطر آخر (القطر المستقبل للاستثمار)³.

2-2 الاستثمارات الخارجية غير المباشرة: تعرف على أنها الاستثمارات التي تتخذ أحد شكلين، شراء الأجنب لأسهم الشركة، أو إعطاء القروض للشركة أو الحكومة على شكل سندات أو أذونات الخزينة التي يقوم المستثمر الأجنبي بشرائها⁴.

سادسا: حسب تعدد الأصول:

حسب هذا المعيار فان الاستثمارات تنقسم إلى استثمارات فردية، واستثمارات متعددة⁵:

1 - حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص22.

2 - محمد مطر، مرجع سابق، ص79.

3 - علي عبد القادر علي، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، قضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد الواحد والثلاثون، 2004، ص4.

4 - Daniels. John D. Radebaugh, Lee H. International Business Environments and Operations, 9TH Edition, Prentice Hall, Australia, 2001, p12.

5 - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص31.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

1- الاستثمارات الفردية: وهو القيام بعمل استثماري واحد، وتجر الإشارة إلى انه مهما تعددت أو تكررت الوحدات المشتريّة من هذا الأصل فإنه يظل استثماراً فردياً، أي أنه سواء تم شراء سهم واحد من إحدى الشركات، أو شراء مجموعة أسهم من الشركة نفسها، يبقى الاستثمار في هذه الحالة استثماراً فردياً.

2- الاستثمارات المتعددة: وتتمثل في الاستثمار في المحفظة وهي عبارة عن توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تشمل على أكثر من أصل ذات طبيعة مختلفة ولذلك فهي تحتوي على استثمارات متعددة.

والخلاصة هنا أن الاستثمار قد يكون فردياً حتى لو تعددت وحداته طالما من النوع نفسه، ولكنه يكون متعدد (محفظة) حتى ولو ضم استثمارين فقط ولكنهما ليس من النوع نفسه.

المطلب الثالث: العوامل المحددة الاستثمار في سوق الأوراق المالية

حتى يتحقق الاستثمار لا بد من دراسة العوامل المحيطة في بيئة الاستثمار الخارجية والداخلية، وهنا لا بد من تحليل تلك العوامل بهدف الحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة وزيادتها، ويمكن إيجاز هذه العوامل بما يلي:

أولاً: الاستثمار ومستوى الربح

لا بد لأي مستثمر يمتاز بالراشدة الاقتصادية أن يدرس العائد قبل الانطلاق في مشاريعه الاستثمارية، فإن كان العائد أقل أو يساوي الصفر فإنه يتجنب الاستثمار في هذا المشروع، أما إن كان العائد أكبر تماماً من الصفر، في هذه الحالة للمستثمر الخيار بين أمرين؛ إما الانطلاق في الاستثمار، وإما المفاضلة بين هذا المشروع وغيره من حيث العائد.

أما في الاستثمار المالي؛ فإن المستثمر قبل شرائه للأدوات المالية المطروحة في السوق يقوم بدراسة عائدها ودراسة الوضعية المالية لمصدري هذه الأدوات، والمفاضلة بينهم¹.

ثانياً: الاستقرار السياسي

1 - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص34.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار طبيعة النظام السياسي والعوامل المتعلقة بمدى التجانس السكاني والثقافي والاجتماعي، أي درجة الانقسامات الدينية والطائفية والعنصرية والمزاج النفسي وذلك لتأثير الاستقرار السياسي على الإنتاج وحجم الطلب والعرض وكلفة مستلزمات واستمرارية التعاملات واستقرارها والحفاظ على استقرار الأسواق الداخلية والخارجية.

كما أن استقرار النظام السياسي يؤدي إلى استقرار القوانين والأنظمة المؤثر على الاستثمار مما يشجع على استقرار الاستثمارات وتوسيعها وتنوعها، وتلعب إيديولوجية الحكومة دورا كبيرا في استقرار الاستثمارات من خلال التشريعات المحفزة للاستثمار ودرجة الانفتاح الاقتصادي وتحقيق استقرار قيمة العملة¹.

ثالثا: الاستثمار والتضخم

تعتبر ظاهرة الارتفاع المستمر في الأسعار، من العوامل السلبية المؤثرة على مستوى الدخل الحقيقي، لان ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، ومن ثم انخفاض مستوى الدخل الحقيقي للفرد وبالتالي انخفاض مستوى المعيشة، فيتدنى الادخار مؤديا هو الآخر إلى تدني مستوى الاستثمار وذلك لاستحواذ الاستهلاك على معظم الزيادة في الدخل.

رابعا: الاستثمار وسعر الفائدة

يعرف سعر الفائدة على انه ذلك العائد المتحصل عليه من صاحب المال جراء التنازل عن التصرف بالمال خلال فترة معينة، وهو ذلك السعر مقابل استخدام أموال القروض المعبر عنه بنسبة مئوية من حجم القرض²، وهناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة والسندات ، وبالتالي كما ذهب كينز إلى أن أي تغير في أسعار الفائدة ينعكس على تكاليف تمويل القروض الاستثمارية، فتظهر علاقة عكسية بين هذه الأسعار والطلبي على الاستثمارات، فضلا عن ذلك فإن علاقة عكسية أخرى تسود بين الأسعار المعنية والطلب على النقود لأغراض المضاربة والتي سميت بفتح السيولة.

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص27.

2 - دومينيك سالفونور، يوجين يوليو، مبادئ في الاقتصاد، ترجمة فؤاد صالح، أكاديميا، بيروت، 2001، ص372.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

وهذا ما يعني بأن كلا من الطلب الاستثماري على الأدوات المالية والأصول الحقيقية والطلب على السيولة النقدية يتأثران بتغيرات أسعار الفائدة وبشكل معاكس في الاتجاه ولكل ذلك رفض كينز إلى ما ذهب إليه الكلاسيك في أن حركات الفائدة كفيلا بإعادة التوازن بين الإدخار والاستثمار عند مستوى التشغيل الكامل وفي القطاع الديكارتي الموجب، حيث يكون معدل الفائدة موجبا وذلك لاختلاف العوامل المحددة للإدخار عن العامل المحدد للاستثمار من جهة وهبوط الكفاءة الحدية للاستثمار من جهة أخرى وبمعدل دون معدل الفائدة السائدة¹.

خامسا: الاستثمار والقدرة على التمويل

إن إنشاء أي استثمار يستلزم وجوبا توافر رأس مال مادي لانطلاق هذا المشروع لأن من أبرز محددات الاستثمار القدرة على التمويل أو رأس المال المادي المنطلق به، ذلك أن عامل القدرة على التمويل له أهمية بالغة في تنفيذ عملية الاستثمار، بل يأخذ المركز الأول لانطلاق العملية الاستثمارية، فإما أن يكون التمويل عن طريق المدخرات الحقيقية للمستثمر هذا من جانب الفردي، وإما من الجانب الكلي فتعد المدخرات الحقيقية للمجتمع المصدر الأساسي لتمويل الاستثمار، وإما أن يكون من القروض المصرفية المقدمة للمستثمرين على اختلاف أنواعها².

سادسا: الاستقرار الاقتصادي

يقيس الاقتصاد الاستقرار الاقتصادي بدرجة المخاطر الاقتصادية التي يتعرض لها الاستثمار ومدى كون هذه المخاطر داخلية تعتمد على عوامل اقتصادية محلية مثل درجة النمو ومعدلات التضخم والسياسات المالية والنقدية للدولة ومتانة الأسواق المالية وحجم الاستثمار والمستثمرين، أو كون المخاطر خارجية نتيجة الانكشاف

1 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 29.

2 - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 34.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

الاقتصادي وطبيعة العلاقات الاقتصادية مع الدول الأخرى والانضمام إلى منظمات دولية أو إقليمية وشروط التبادل المالي والتجاري بينها¹.

سابعاً: الاستثمار والتكنولوجيا

إن مسألة التقدم التكنولوجي تعد مسألة في غاية الأهمية بالنسبة للمشروعات التي ترى ضرورة المحافظة على مراكزها التنافسية وتهدف إلى تحسين هذه المراكز، فتقدم التكنولوجيا له آثار متعددة منها زيادة المقدرة الإنتاجية والتنافسية، بالإضافة إلى أثره المباشر في خفض التكاليف ومن ثم إمكانية تحقيق أرباح مرتفعة، وكذلك فإن الاستثمارات التي تعزز أساليب جديدة في الإنتاج تتطلب مزيداً من الاستثمارات يمكن إرجاعه إلى الرغبة في خفض التكاليف وزيادة الإيرادات².

المطلب الرابع: أسس الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تتمثل الأسس الاستثمار في سوق الأوراق المالية في العائد والمخاطرة:

أولاً: العائد:

يعرّف العائد بأنه عبارة عن الزيادة في أصل الاستثمار المبدئي، بمعنى إن كل الزيادة التي تطرأ على مبلغ الاستثمار الذي بدأ به المستثمر وحدثت خلال فترة احتفاظه بالورقة المالية يمكن أن نطلق عليه مصطلح العائد، لذلك يمكن أن نعتبر العائد بمثابة الإضافة التي حدثت في المبلغ الذي تم استثماره خلال فترة زمنية معينة³.

العائد = قيمة الاستثمار في نهاية الفترة - قيمة الاستثمار في بداية الفترة

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 28.

2 - بن الضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 36.

3 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 64.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

إن العائد الذي يحققه المستثمر يشمل في إجمالي التدفقات النقدية التي يحصل عليها بسبب استثماره في الورقة المالية، أي أن هذا العائد يمثل الدخل المتحقق للمستثمر خلال فترة احتفاظه بالورقة المالية، ويتحقق هذا الدخل من مصدرين رئيسيين هما:

- توزيعات الأرباح التي تتم خلال فترة الاحتفاظ ويطلق عليها الدخل الجاري.
- التغيرات في القيمة السوقية للورقة المالية نتيجة اختلاف سعر البيع عن سعر الشراء ويطلق عليها الدخل الرأسمالي.

وتحدد أهم معايير قياس العوائد على النحو التالي:

- 1- **العائد الفعلي:** وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً من اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية أو مزيجاً منها¹، ويتم حساب عائد أداة مالية أو حقيقية خلال مدة زمنية من خلال الفرق بين التغير في السعيرين مضافاً إلى ذلك التوزيعات الخاصة بتلك المدة مقسوماً على سعر الأداة المالية في بداية المدة حسب المعادلة الآتية²:

$$R = (P_1 - P_0 + D) / P_0$$

R: معدل العائد الفعلي

P₁: سعر السهم في نهاية المدة

P₀: سعر السهم في بداية المدة

D: توزيعات الأرباح الفعلية

1 - زياد رمضان، مرجع سابق، ص 294.

2 - Mc Menamin, Jim : (Financial Management) Christ Published by Routledge, 1999, p187.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

2- **العائد المطلوب:** وهو أقل نسبة عائد متوقعة للمستثمرين جراء شراء الورقة المالية المعروفة مخاطرتها، وهذه النسبة تتكون من مكونين هما نسبة العائد الخالية من المخاطرة، والمكون الثاني هو علاوة المخاطرة¹، ويمثل معدل العائد المطلوب لغز المستثمرين مع زيادة منافسة في السوق، ولكي يكون الاستثمار مربحا يجب زيادة قيمة حق الملكية وبعبارة أخرى عند تحديد الاستثمار يجب على الأفراد اختيار الاستثمار الذي تكون عوائده أكبر من كلفته الأولية، ويجب تقدير التدفق النقدي الداخل والخارج، خلال مدة الاستثمار، ويعتمد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في حساب العائد المطلوب²، باعتماد الصيغة الآتية:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f).$$

$E(R_i)$: العائد المطلوب على الموجودات

R_f : العائد الخالي من المخاطر

β_i : بيتا السوق وتمثل المخاطر النظامية. وتحسب بالمعادلة التالية $\beta_i = \text{COV}(R_i, R_m) / \text{VAR}(R_m)$

R_m : العائد المتوقع للسوق

3- **العائد على حقوق الملكية:** يدلّ هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، حيث أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع والمكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة، بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل الاحتياطي الإجباري والاحتياطي الاختياري واحتياطات أخرى بالإضافة إلى الأرباح المدورة³، حيث يحسب مقياس معدل العائد على حقوق الملكية وذلك على النحو التالي:

معدل العائد على حقوق الملكية = ROE = صافي الربح بعد الضريبة / حقوق الملكية

1 - Gangadhar , V., & Ramesh babu , G., Investment Management, Anmol Publications PVT . LTD , 2006, p29.

2 - Saunders , Anthony and Marcia mill , cornett , " financial markets and instructions " fourth edition, MC Grow- Hill ,2009, p62.

3 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص74.

4- العائد على الاستثمار: ويسمى أيضا كذلك معدل العائد على الموجودات وتعتبر الكفاءة الكلية للإدارة في تحقيق الأرباح من مجمل استثماراتها في الموجودات وتبحث الشركات دائما عن الزيادة في العائد على الاستثمار لأنه المقياس لربحية كافة استثمارات الشركة قصيرة الأجل والطويلة الأجل، وان ارتفاع هذا المؤشر يدل على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية والتشغيلية¹، وتُحسب النسبة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{مجموع الموجودات}}$$

ثانيا: المخاطرة:

يقصد بالمخاطر احتمال عدم تحقق معدل العائد المتوقع في المستقبل، ويعني ذلك أن ظهور المخاطر مرتبط باحتمالية أن يكون معدل العائد الفعلي للورقة المالية عند حدوثه قد لا يتساوى مع معدل العائد المتوقع لها، وهو ما يشير إلى إمكانية حدوث تقلبات في التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، أي أن المخاطر ما هي إلا التقلبات في العوائد الفعلية المحتملة عن معدل العائد المتوقع، والسبب في وجود المخاطر أن المستقبل يشوبه حالة من عدم التأكد النسبي، أي أنه على الرغم من إمكانية التنبؤ بالمستقبل طبقا لحقائق الماضي، إلا أن المستقبل ما يزال يحمل جديدا لا نعرفه إلا بعد حدوثه وتحوله إلى واقع فعلي ملموس، أما إذا تساوى تماما معدل العائد الفعلي عند حدوثه مع معدل العائد لا متوقع، فان ذلك يعني عدم وجود مخاطر لأننا أصبحنا في حالة تأكد تام، ولكن هذه الحالة غير موجود في المستقبل².

ويمكن تقسيم المخاطرة إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:

1- المخاطر المنتظمة: وهي تلك المخاطر التي تتأثر بها التدفقات النقدية للأدوات الاستثمارية وتتسم بمظاهر عامة لا يمكن تجنبها وترتبط هذه المظاهر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والمؤسسية للاقتصاد ككل، أي أنها تؤثر على السوق بأكمله وتشمل جميع الاستثمارات والأدوات المتداولة فيه دون استثناء أي قطاع أو صناعة، فعند انتقال الاقتصاد إلى مرحلة الكساد أو الرواج ستعرض جميع الاستثمارات في كل

1 - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط01، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص88.

2 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص71.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

القطاعات الاقتصادية لدورة الكساد أو الرواج وكذلك التغير في معدلات التضخم وارتفاع معدلات الفائدة أو الحروب والتغيرات السياسية والإضرابات العامة¹.

وتسمى أحيانا بالمخاطر التي لا يمكن القضاء عليها بالتنوع، لأنها مخاطر عامة لكافة الأوراق المالية بغض النظر عن الشركة المصدرة لكل ورقة مالية على حدة وبغض النظر عن الظروف الخاصة بتلك الشركة، ولذلك فالمخاطر المنتظمة تصيب كافة الأوراق المالية بالسوق ولكن بنسب مختلفة حسب مدى ارتباط كل ورقة مالية بالسوق، فالأوراق المالية التي ترتبط بالسوق بمعامل ارتباط مرتفع يزيد نصيبها من المخاطر المنتظمة مثل أسهم شركات الحديد والبناء والتشييد ذات الارتباط الكبير بالحالة العامة للاقتصاد القومي، بينما الأوراق المالية ذات الارتباط المنخفض بالسوق يقل نصيبها من المخاطر المنتظمة مثل شركات الأغذية والأدوية، ولكن كافة الأوراق المالية لها نصيب من المخاطر المنتظمة².

1-1- مخاطر تغير معدل الفائدة: يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق (سعر الخصم)، وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر في كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى، فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية، وأسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه معاكس لأسعار الفائدة السوقية فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق انخفضت أسعار الأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح، وهذا الارتفاع والانخفاض بأسعار الأوراق المالية يؤثر في معدل العائد الذي يحققه المستثمر. ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة السوقية سيتوجه المستثمرون للتعامل بالسندات على حساب تعاملهم بالأسهم العادية مما يعظم مخاطر الأسهم وذلك لانخفاض أسعارها في السوق الأمر الذي يقلص معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر أو قد يحقق الخسائر جراء ذلك، وهذا بحد ذاته يعد خطرا على سعر الفائدة والذي يصنف ضمن المخاطر النظامية كونه يؤثر في كافة السوق ولكن بعض الأدوات تتأثر به أكثر من غيرها³.

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 105.

2 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 81.

3 - شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012، ص 41.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

1-2- مخاطر التضخم: وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد لتعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتدني قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر، ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية، كما إن أكثر أدوات الاستثمار تعرضنا لهذه المخاطر في الأوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس إن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حامل السند¹.

1-3- مخاطر السوق: تنشأ مخاطر السوق نتيجة لتغير أسعار الأوراق المالية في السوق المالي وذلك نتيجة لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، إن عدم الاستقرار أو التباين يحمل في طياته مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل، فقد يتعرض السوق إلى فترات هبوط أو صعود للأسعار قد تستمر لفترات قصيرة أو طويلة، وسعر السهم يتحدد عادة بقوة العرض والطلب على السهم في السوق إذ يتوقف هذا السعر على أعلى سعر يرغب المستثمر في دفعه قيمة للسهم وعلى أدنى سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمناً لهذا السهم².

1 - محمد مطر، مرجع سابق، ص 62.

2 - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 42.

2- المخاطر غير المنتظمة: وتعرّف المخاطر غير المنتظمة بتلك المخاطر المتبقية من المخاطر الكلية والتي تنفرد بها أداة استثمارية معينة أو شركة وتلعب الإدارة دورا فاعلا في التأثير عليها، ومخاطرها تنشأ من داخل المشروع وتتأثر هذه المخاطر بعوامل يمكن السيطرة عليها إذا توفرت الكفاءة الجيدة في الإدارة العليا والتمويلية للمشروع، مثل عدم الحصول على المواد الخام بنوعية وأسعار جيدة في الوقت المناسب أو عدم إمكانية تدبير الأموال لشراء المواد الأولية أو عدم التهيأ لتغيير المنتج لتلبية احتياجات وأذواق المستهلكين ولذلك يمكن تجنب هذه المخاطر¹.

ولقد أطلق عليها لفظ غير منتظمة لأنها تختلف من شركة لأخرى طبقا لاختلاف حالة النشاط وظروف العمل وكفاءة الإدارة من شركة لأخرى، ولذلك فقد تسمى أحيانا بالمخاطر الفردية الخاصة بالأصل المالي ذاته، وقد تسمى أحيانا بالمخاطر التي يمكن تجنبها أو تخفيضها عن طريق التنوع، وذلك عن طريق قيام المستثمرين بتكوين محفظة من عدة أوراق مالية، في مجالات متنوعة من الأنشطة تتسم بانخفاض معدل الارتباط بينها فينعكس ذلك على تخفيض أو تجنب المخاطر غير المنتظمة².

2-1 المخاطر الصناعية: وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، فمثلا عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب، فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة لزيائنها ومموليها تتأثر بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا لم يتم وقف هذا الإضراب واستمر لمدة طويلة، فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة أيضا.

وقد تتبع مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة منها مثلا عدم توفر المواد الخام للصناعة، ومن العوامل الأخرى ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي لها تأثير على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 108.

2 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 81.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

الملوثة للبيئة، وبالإضافة إلى أذواق المستهلكين التي تتوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات جديدة¹.

2-2- مخاطر سوء الإدارة: وهي المخاطر التي تأتي من القرارات الإدارية الخاطئة علما بأن هذه القرارات تنعكس على نشاط الشركة وتحقيق الأرباح، وهذا بدوره ينعكس على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية ويعتبر من مخاطر سوء الإدارة التي تقوم المشاكل بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تقع داخل الشركة كإضرابات العمال².

2-3- مخاطر الرفع التشغيلي: يرتبط الرفع التشغيلي بهيكل التكاليف أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة من إجمالي الأصول للمشروع وترتفع درجة مخاطر الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في رأسمال المشروع، وتتعرض الشركات ذات الكثافة الرأسمالية لمثل هذه المخاطر مثل شركات الطيران، مصانع الحديد، الخ، ونعني بارتفاع درجة الرفع التشغيلية، أي أن تغير في المبيعات ينتج عنه تغير كبيرة أو قليل في الأرباح وانخفاض في المبيعات يؤدي إلى انخفاض الربح وهذا يعني أن الرفع التشغيلية تكون كالسلاح ذو حدين³.

1 - محمد مطر، مرجع سابق، ص 64.

2 - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 81.

3 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 121.

المبحث الثاني: اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية

يعد القرار الاستثماري من القرارات الهامة التي تصدر بغرض تنفيذ إستراتيجية المستثمرين على المدى الطويل الآجل وال المدى القصير الآجل، ويهدف إلى توليد طاقات إنتاجية جديدة أو تطوير طاقات حالية، وتعد عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية ذات أهمية بالغة، كما تعتبر من المهام الصعبة، خاصة مع تعقيدات المحيط وكثرة التقلبات الاقتصادية، إذ يحاول المستثمر الوصول إلى اتخاذ قرار رشيد بإتباع هيكل ومراحل معينة، ويساعده في ذلك إتباع مبدأ الرشادة الاقتصادية.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للقرار الاستثماري

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه بالإضافة إلى مبادئه.

أولاً: تعريف القرار الاستثماري:

قبل التطرق إلى تحديد مفهوم القرار الاستثماري يجب توضيح مفهوم القرار حيث عرف كما يلي:

يعرّف على أنه "هو عملية اختيار البديل الأفضل من بين عدد من البدائل من حيث قدرته على تحقيق أكبر مجموعة من النتائج المرغوبة وأقل مجموعة من النتائج غير المرغوبة"¹.

ويعرّف أيضاً على أنه "سلوك وتصرف منطقي ذو طابع اقتصادي يمثل الحل أو تصرف أو بديل الذي يتم اختياره على أساس المفضلة بين عدة بدائل وحلول ممكنة ومتاحة لحل مشكلة، ويعد هذا البديل أكثر كفاءة وفعالية من بين تلك البدائل المتاحة لمتخذ القرار"².

ويعرّف أيضاً على أنه "اختيار بديل واحد من بين بديلين محتملين أو أكثر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمنظمة"¹.

1 - علاء فرحان طالب الدعمي، فاطمة عبد علي سليمان المسعودي، المعرفة السوقية والقرارات الإستراتيجية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص135.

2 - إبراهيم عبد العزيز شيخة، أصول الإدارة العامة، نشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص341.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

أما القرار الاستثماري فيعرّف "على انه ذلك الاختيار المدرك والواعي بين البدائل المتاحة في موقف معين وهو اختيار بوعي يقوم على التدبير والحساب في الغاية والوسيلة، إن الأصل في القرار هو عدم التأكد الناتج عن وجود مناهج وبدائل متعددة ولذلك يعد اتخاذ القرار العملية الحرجة في الإدارة ويجد المستثمر متخذ القرار نفيه أمام ثلاث حالات (حالة التأكد، وحالة عدم التأكد، وحالة مخاطرة)".²

كما يعرف بأنه " تلك العملية التي تقوم على المفاضلة بين البدائل المتاحة والممكنة بشكل واعي مدرك وموضوعي، وهي من أصعب العمليات وذلك لتأثرها بالتقلبات الاقتصادية".³

كما يُعتبر القرار الاستثماري بأنه "القرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل يهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تعرض لها هذه الأموال عند توظيفها".⁴

ويعرّف أيضا " وهو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الإستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل لتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري".⁵

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن القرار الاستثماري هو كل قرار مالي طويل الأجل يتضمن تخصيص أموال ضخمة، حيث يستند على مبدأ الرشادة الاقتصادية، والتي تعني تفضيل الأكثر على الأقل، حيث يتم تفضيل الإستثمار ذو العائد الأكبر والتكلفة الأقل .

1 - محمد حافظ حجازي، دعم القرارات المالية في المنظمة، دار الوفاء، مصر، 2006، ص 102.

2 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 35.

3 - منعم زمير الموسمي، اتخاذ القرارات الإدارية، دار البازوري العلمية، عمان، 1998، ص 13 .

4 - خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 143 .

5 - عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 39.

ثانيا: أساليب صنع القرار الاستثماري

إن طبيعة القرار الاستثماري هو قرار لا يمكن تكراره أو إعادته ويمتد تأثيره لفترة طويلة وهو بذلك من القرارات الإستراتيجية حيث يمتد أثره إلى المستقبل، ويحيط به عدد من العناصر أو المشكلات بسبب ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود وعدم قابلية بعض المتغيرات على القياس الكمي، وهو قرار يتحمل متخذه تكاليف ليس من السهل تعديلها ونظرا لكونه قرار مستقبلي فانه يواجه أنواع متعددة من المخاطر¹، وعلى أية حال هناك أساليب عديدة لصنع القرار الاستثماري والتي منها²:

1- الأسلوب الأساسي(المهني): وهو يعتمد على آراء المهنيين في مجال الاستثمار والتي تتركز عادة على:

- هناك قيم طبيعية للأوراق المالية والتي يمكن أن تستمدتها من عوامل تحليلية أساسية للشركة والصناعة.
- إن ابتعاد أسعار السوق عن القيم الطبيعية أمر تعلق بفترة زمنية ما، وان هذه الأسعار تتخذ في النهاية نفس المتجهات الخاصة بتغيرات القيم الطبيعية.
- يمكن الحصول على عوائد عالية نسبيا من شراء أوراق مالية(قيمها الطبيعية أكبر من أسعارها السوقية) وبيع أوراق أخرى(قيمها الطبيعية أقل من أسعارها السوقية).

2- الأسلوب السيكولوجي: ويعتمد هذا الأسلوب على فرضية مفادها إن أسعار الأوراق المالية تفاد

بالتوقعات السائدة في الأسواق المالية واقتصادياتها القومية، وهو ما يكون من خلال الشعور بالإحباط أو الانتعاش، وانعكاسات ذلك على الطلب الاستثماري.

3- الأسلوب الأكاديمي: ويعتمد هذا الأسلوب على التحليل العلمي المنظم للمعلومات المتاحة، وذلك

لتحديد معدل كفاءة كل أداة من الأدوات المتداولة مع بيان تأثير المتغيرات العشوائية في اتجاهات التباين في

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص36.

2 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص50.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

أسعار السوق، فضلا عن دور هذا الأسلوب في تشخيص علاقة موجبة بين العائد والمخاطر، واعتماد هذا الأسلوب في القرار الاستثماري يجعل سعر السوق أقرب إلى القيمة الطبيعية.

إن القرار الاستثماري يتضمن تحديد الإستراتيجية التي يتم العمل بها بشأن الاستثمارات المستقبلية ويتميز القرار في مجال الاستثمارات الرأسمالية والأدوات المالية الأخرى بعدم القدرة على تحديد العائد على الاستثمار بالدقة نظرا لوجود هامش واسع من التقدير المعتمد على التنبؤ، ولذلك فإن العائد المتوقع الحصول عليه يختلف في ضوء درجات المخاطر المرتبطة به، وقبل البدء بعملية الاستثمار لا بد من إعداد خطة استثمارية مريحة أو ذات مردود اقتصادي جيد¹.

ثالثا: أنواع القرار الاستثماري

يواجه المستثمر ثلاث مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظره، وضمن هذا المفهوم تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع وهي²:

1- قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر أقل من قيمة الأداة الاستثماري، مما يولد لديه حافز لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع في سعرها السوقي مستقبلا، ويترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخلص الفارق بين السعر والقيمة.

2- قرار عدم التداول: عندما يتساوى سعر السوق مع القيمة الحالية لأداة وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع، أيضا التوقف عن البيع فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة عدم التداول، لأن المستثمر في هذه الحالة تنتفي لديه

1 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص36.

2 - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 18.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

تحقيق المكاسب الرأسمالية المستقبلية وكذلك المخاطر ولو مؤقتا من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

3- قرار البيع : بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة الحالية، تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، وإذا كان مستثمر يرى أن السعر مازال أقل من القيمة الحالية، مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة الحالية، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة الحالية، بالتالي يولد حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع، وذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتخذ السعر السوقي لأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

رابعا: مبادئ القرار الاستثماري

حتى يتمكن المستثمر من القيام بعملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ينبغي عليه مراعاة مجموعة من البدائل تتمثل فيما يلي¹:

1- مبدأ الاختيار: يفترض في المستثمر الرشادة، ومنه فانه دائما يبحث عن فرص استثمارية متعددة لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له، ويتوقف تحقيق هذا المبدأ على وجود سوق مالية مزودة بنظام معلوماتي وهياكل قوية وذات شفافية، حيث تكون فيها كل المعلومات متاحة للجميع.

2- مبدأ المقارنة: إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العوائد والمخاطرة حتى يقوم المستثمر بالمفاوضة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الذي يناسبه لا بد أن يقوم بعملية المقارنة بين تلك البدائل المتاحة بالاستعانة بأدوات التحليل، والتقييم، لتحديد وحصر البديل المناسب لرغباته، وإمكانياته الاستثمارية التي يتميز بها.

1 - زياد رمضان، مرجع سابق، ص38.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

3- مبدأ الملائمة: كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر، الدخل، والرغبات هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر، يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار المتمثلة فيما يلي:

- معدل العائد على الاستثمار.

- درجة المخاطر التي يتصف بها.

- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر.

4- مبدأ التوزيع: تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد، وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنوع من هذه الأصول وذلك من اجل الحد من المخاطرة وزيادة العوائد.

خامسا: خصائص القرار الاستثماري

ينطوي القرار الإستثماري على خصائص عدة، أهمها¹:

1- القرار الإستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل.

2- هو قرار غير متكرر، حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى يتم القيام بها على فترات زمنية متباعدة.

3- القرار الاستثماري محاط بالعديد من المشاكل والعوائق التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد، تغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها.

4- يمتد القرار الاستثماري إلى أنشطة مستقبلية، وبالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة وعدم التأكد.

1 - مهري عبد الملك، دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية ومساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري " دراسة حالة الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب - تبسة- " مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، الجزائر، 2012، ص32.

5- يترتّب عليه تكاليف ثابتة مستغرقة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع عنها.

المطلب الثاني: ماهية اتخاذ القرار الاستثماري

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم اتخاذ القرار الاستثماري وإلى أهمية والصعوبات التي تواجهه.

أولاً: تعريف اتخاذ القرار الاستثماري:

يعرّف "على أنه عملية اختيار برنامج عمل من البدائل المتاحة لحل مشكلة ما، وهو اختيار تصريف معين بعد دراسة وتفكير، وان المفاضلة بين هذه البدائل لاختيار أفضلها يتطلب ضرورة توفير مجموعة من المعايير الموضوعية التي يعتمد عليها متخذ القرار لإجراء هذه المفاضلة والاختيار"¹.

ويعرّف "على أنه عبارة عن عملية اختيار حل معين من بين حلين أو أكثر من الحلول المتاحة في بيئة العمل أي أنّها تنتهي إلى تفضيل حل مناسب من بين عدد من البدائل المتاحة"².

ويعرف أيضا "بأنه عملية إنسانية وعقلية قابلة للتشديد بقدر ما يتوفر لمتخذي القرارات من معلومات دقيقة وسليمة وكافية يستند إليها في إطار المفاضلة بين البدائل المختلفة، وتنطوي عملية اتخاذ القرارات على شقين يتعلق الأول منهما بعملية التخطيط ومواجهة حالة عدم التأكد التي تحيط بالمنشأة ويتضمن ذلك تحديد الأهداف والسياسات العامة، بينما يتعلق الشق الثاني بالرقابة وتقييم الأداء لمتابعة تنفيذ الخطط والتحقق من سلامة التطبيق العملي لها"³.

وتعدّ عملية اتخاذ القرارات بشكل عام من أهم العناصر وأكثرها أثرا على عمل الأفراد والجماعات على حد سواء بشتى أنواعا واختصاصاتها وذلك راجع لكونها عملية ضرورية تلاوم كل أعمال الإنسان وتصرفاته سواء

1 - سندية مروان سلطان الحالي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور حوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 01، الجزائر، 2015، ص 19.

2 - محمد عبد الفتاح ياغي، اتخاذ القرارات التنظيمية، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 16.

3 - حسين محمد الطاهر خليفة، وليد حسين حسن حسين، دور المعرفة المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار/ مجلة أماراباك عن الأكاديمية العربية الأمريكية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 7، العدد 23، الولايات المتحدة الأمريكية، 2016، ص 169.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

على مستوى حياته الخاصة أو على مستوى الوظائف والمهام الموكلة إليه في عمله اليومي، لذا فإن اتخاذ القرارات تمتد أطرافها وأبعادها إلى كل خطوة في كل عمل يؤديه المدير.

إن اتخاذ القرار الاستثماري يعتبر من أصعب مراحل العملية الاستثمارية، وذلك لأنه يأتي عادة على بديل معين بين عدة بدائل، حيث إن لكل بديل عوائده وتكاليفه المتوقعين، وقد تكون الاختلافات بين بديل وآخر في هذين النوعين من التدفقات المالية الكبيرة جدا، مما ينعكس فيما بعد على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية، فإذا كان القرار المتخذ يميل لصالح البديل الأضعف فإنه يؤدي إلى ظهور تكاليف فرصة عالية، وتأتي هذه التكاليف من جانبين أحدهما ظهور موارد معطلة لا تحقق العوائد المناسبة والآخر إهمال المجال الأكثر كفاءة في تخصيص الموارد الاستثمارية وذلك مقارنة بالمجالات الأخرى¹.

ثانيا: ظروف اتخاذ القرار:

تعتبر عملية اتخاذ القرار الاستثمارية ذات أهمية بالغة، كما تعتبر من المهام الصعبة، خاصة مع تعقيدات المحيط وكثرة التقلبات الاقتصادية، ولذلك يعد اتخاذ القرار العملية الحرجة في الإدارة ويجد المستثمر متخذ القرار نفسه وسط ثلاث ظروف هي:

1- حالة التأكد: ويعتبر الظرف المثالي لاتخاذ القرار الاستثماري وذلك لمعرفته بالبدائل المتاحة والظروف المحيطة بها والنتائج عنها والأهداف التي ينشدها المستثمر.

2- حالة المخاطرة: وهو الظرف الذي يكون عندها متخذ القرار على بينة بالمعلومات الجزئية وغير الكاملة عند تقدير احتمال تحقق النتائج. وغالبا ما يتم تحديد احتمالات وقوع هذه الأحداث بأحد الأسلوبين²:

1 - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص48.

2 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص36.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

1-2 الاحتمالات الموضوعية: وهي تلك الاحتمالات التي يتم حسابها على أساس تحليل البيانات التاريخية المتاحة أو المتجمعة من سنوات سابقة، وعلى أساس أن ما يحدث في الماضي قد يتم حدوثه في المستقبل.

2-2 الاحتمالات التقديرية: وهذه الاحتمالات يتم تحديدها على أساس الخبرة والتقدير الشخصي واستطلاع الآراء والخبراء والمختصين.

3- حالة عدم التأكد: في هذا الطرف لا يمكن لمتخذ القرار أن يحدد احتمالات حدوث كل حالة من الحالات المتوقعة حتى ولو أمكنه تحديد تلك الحالات فعلا. وبناءً على ذلك لا يوجد معيار واحد متفق عليه كأساس لاتخاذ القرار، ولكن يتوقف الاختيار فيها على شخصية متخذ القرار نفسه ودرجة استعداده لتحمل المخاطر¹.

ومن خلال مختلف ظروف عملية اتخاذ القرار الإستثماري، فإن متخذ هذا القرار عندما يرغب في تنفيذه فإنه يلجأ إلى استخدام العناصر البشرية، وهذا يتوقف على نوعية القرار الذي يرغب باتخاذها، ففي بعض الأحيان يلجأ إلى استخدام الأدوات الكمية المختلفة، وهذا لمساعدته في عملية تنفيذ هذا القرار، كذلك قبل تنفيذه لهذا القرار عليه أن يقوم بدراسة ومتابعة التطورات البيئية المختلفة.

ثالثاً: أهمية القرار الاستثماري والصعوبات التي تواجهه عند اتخاذه:

1- أهمية القرار الاستثماري: تكمن أهمية اتخاذ القرار الاستثماري من خلال جانبين وهما الجانب العلمي والجانب العملي:

- تعتبر القرارات وسيلة ناجعة لتطبيق استراتيجيات المؤسسة في تحقيق أهدافها بصورة علمية والقيام بكافة عملياتها الإدارية.

- ينعكس القرار الاستثماري على صورة المؤسسة من خلال تأثيرها بالحيط الاقتصادي والمالي، حيث كلما كان المشروع الاستثماري يلي ما يحتاجه السوق من منتجات أو خدمات ذات جودة عالية وأسعار

1 - سليمان محمد مرجان، بحوث العمليات، ط1، الجامعة المفتوحة، طرابلس، 2002، ص41.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

تنافسية كلما تحسنت صورة المؤسسة التجارية مما يزيد في ربحيتها التي تعطي مصداقية أكثر لها لدى المؤسسات المالية المقرضة¹.

- يعتبر اتخاذ القرار من المهام الجوهرية للمدير فقدرته على اتخاذ القرارات وحقه النظامي في اتخاذها هو الذي يميزه عن غيره من أعضاء المؤسسة، ومن هنا أصبحت عملية اتخاذ القرار محور العملية الإدارية، أصبح مقدار النجاح الذي تحققه أي مؤسسة يتوقف إلى حد بعيد على القدرة والكفاءة القيادية في اتخاذ القرارات السليمة.²

2- أهم المشاكل التي تواجه في اتخاذ القرار الاستثماري: من بين ما يعاني متخذ القرار من مشاكل في اتخاذ القرار الاستثماري أهمها³:

- صعوبة تحديد المشكلة تحديدا واضحا بسبب تعدد وتنوع الأعراض الظاهرة وتشابكها.
- احتمال عدم دقة ووضوح الأهداف المستخدمة كأساس لوضع معايير تقييم القرار الرشيد.
- وجود درجات مختلفة من عدم التأكد غير ممكن استيعابها أو حسابها لكون أن نتائج القرار تكون في المستقبل ويحاول متخذ القرار التنبؤ بهذه النتائج.
- وجود نقص في المعلومات دائما، يؤدي دوما إلى عدم الدقة في عمليتي التحليل والاختيار.
- الأثر السلبي للعامل الزمني على مستوى الرشادة في اتخاذ القرار.
- صعوبة الاتفاق على الأهداف والبدائل في عملية اتخاذ القرارات الجماعية نظرا لاختلاف وجهات النظر بين الأشخاص.

1 - معراج هواري وآخرون، القرار الاستثماري في ظل التأكد والأزمة المالية، ط1، كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2013، ص58.

2 - نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، ط05، 1998، ص73.

3 - سعيدة بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد11، جوان، الجزائر، 2015، ص367.

المطلب الثالث: المقومات والمبادئ الأساسية في اتخاذ القرار الاستثماري

اتضح إن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب أسسا مختلفة يرتكز عليها مستقبل القرار المتخذ، وهنا يظهر دور الإستراتيجية المعتمدة في الاستثمار والتي يقصد بها تحديد المجال العام للنشاط المقرر مع بيان التأثيرات المتداخلة لهذا النشاط مع مجالته (العام) وكل ذلك اعتمادا على أسس في تحسين العملية الاستثمارية في ظروف عدم التأكد وتضمن للمستثمر أفضل عائد ممكن، وعليه عند إعداد إستراتيجية الاستثمار يجب التركيز على الأسس التالية:

أولا: اختيار إستراتيجية الاستثمار الملائمة

إن اختيار إستراتيجية الاستثمار المناسبة التي يتبناها المستثمر تعتمد على مؤهلاته ومجالات التميز التي يبدع بها وإمكانية بناء الميزة التنافسية، وان المراحل الأولى لهذه الإستراتيجية تكون بناء الحصص في السوق من خلال تطوير الميزة التنافسية الحالية وخلق مزايا للتنافس المتميز وإتباع إستراتيجية الربح في ظل ثبات قوى التنافس في السوق من أجل زيادة العوائد المالية الحالية مع الضرورة إتباع إستراتيجية إعادة التأهيل عند ضعف المراكز التنافسي أو وجود أخطاء في تطبيق الإستراتيجية وأولوياته ومنحنى تفضيله، والذي يتحدد وفق حاجاته والمقارنة التفضيلية بين العناصر الثلاث المحددة للاستثمار وهي العائد والسيولة والأمان ، والعائد يمكن حسابه خلال معرفة معدل العائد عن الاستثمار المطلوب من المستثمر¹، وتبنى إستراتيجية المستثمر على ضوء منحنى تفضيله الشخصي، وهو المعيار الذي يصنف المستثمرين إلى عدة أصناف²:

1- المستثمر المُتَحَفِّظ: وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة. وغالبا ما نجد هذا النمط في كبار السن، وذوي الدخل المحدود.

1 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص39.

2 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص21.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

2- **المستثمر المضارب:** وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه، ولذلك تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار.

3- **المستثمر المتوازن:** وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتدني درجة المخاطرة، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

ثانيا: الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

يفترض في متخذ القرارات الاستثمارية الرشيدة مراعاة أمرين فيتمثل الأول في أن يسلك في اتخاذ القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار والذي يقوم على خطوات أهم¹:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
 - تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
 - تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلال تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار.
 - تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.
 - اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.
- أما الأمر الثاني فهو إن يجدر بمتخذ القرار الاستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره، ومن أهم هذه المبادئ ما يلي:

1 - P. CONSO ,La Gestion Financière de L'entreprise , Dunod, 7eme édition 1989, p 498.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

1- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: يعتبر هذا المبدأ ركنا أساسيا من أركان القرار الاستثماري، ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان، ذلك يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه منه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار، بدلا من أن يوجه مدخراته لأول فرصة استثمارية تلوح له، وكلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة، تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق أهدافه¹.

2- مبدأ الكفاءة الاستثمارية: نظرا لارتفاع كلفة الاستثمارات ودرجة المخاطرة 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 المستثمرة².

3- مبدأ الملائمة الاستثمارية: يُشكّل مبدأ الملائمة واحدا من الأركان الأساسية التي يفترض بالمستثمر مراعاتها عند وضع إستراتيجية الاستثمار، ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب، ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع المالي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له، ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحى سوائه أو منحى تفضيله الخاص والذي يتحدد عادة في ضوء مجموعة من ظروفه الاجتماعية والاقتصادية³.

1 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 22.

2 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 44.

3 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 23.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

4- مبدأ تنويع المخاطر في الاستثمارات: أوضح هي ماكوينز أن نظرية المحفظة ساعدت على إمكانية تقليل مخاطر المحفظة من خلال التنويع، ويقصد بالتنويع أن الأوراق المالية المكونة للمحفظة تنتمي إلى مجالات مختلفة من الأنشطة، بحيث يتأثر أداء شركاتها بظروف وعوامل متباينة، مما يجعل ارتفاع مخاطر أحدهما يقابله في نفس الوقت انخفاض مخاطر الأخرى، وينعكس ذلك علة إمكانية تقليل المخاطر غير المنتظمة¹، والمقصود بالتنويع هو التنويع الإيجابي الذي يكون بمعامل ارتباط سالب بين الأدوات المختارة أي عند تغيير السوق يؤدي إلى ارتفاع عائد أداة وفي الوقت نفسه يحصل انخفاض في عائد أداة أخرى لدى نفس المستثمر، وذلك يؤدي إلى تخفيض أثر التغيير في أسعار الأدوات داخل المحفظة الواحدة للمستثمر².

5- حساب القيمة الحقيقية للعوائد: لكل استثمار مخاطره التي ترافقه وكذلك عوائده التي تنتج عنه وكلما كبرت المخاطر أصبح لزاما على المشروع أن يحقق عوائد أكبر حتى يصبح مغريا للمستثمرين³، ويعدّ معدل العائد المتوقع على الاستثمار وسيلة تساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار، فالمستثمر الذي يرغب في شراء استثمارات في الحاضر على أمل أن تحقق له عوائد في المستقبل، يحتاج إلى وسيلة تساعد على معرفة معدل العائد المتوقع لهذه الورقة المالية وذلك قبل اتخاذ قرار الشراء، ليستطيع المقارنة بين الاستثمارات البديلة ليختار أفضلها⁴. وحتى يتمكن المستثمر من تحقيق العائد المتوقع يجب أن يتحقق من توفر الشرطين الآتيين⁵:

- التنبؤ بمدى كون التدفقات النقدية مؤكدة من حيث القيمة.

- مدى كونها مؤكدة تماما من حيث التوقيت والقوة الشرائية.

وتلعب المخاطر المنتظمة أي مخاطر السوق دورا حاسما في التأثير على تحقيق هذه التدفقات، وترتبط هذه المخاطر بظروف السوق الحالي والظروف الاقتصادية العامة المحيطة بالاستثمار في ذلك البلد، وتؤثر مخاطر

1 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 67.

2 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 45.

3 - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 52.

4 - محمد عنتر أحمد، مرجع سابق، ص 67.

5 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 45.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

السوق على جميع أدوات الاستثمار في السوق ولكن بنسب متفاوتة وان سبب منح مخاطر السوق فقط الأهمية هنا يعود إلى أن المخاطر غير المنتظمة يمكن أن نتخلص منها باعتماد أسلوب التنويع في الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق.

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري

يتأثر اتخاذ القرار الاستثماري بعدة عوامل أهمها:

أولاً: سلوك المستثمرين:

إن سلوك واتجاهات المستثمرين سواء الأفراد أو المؤسسات في سوق الأوراق المالية يؤثر على سوق الأوراق المالية من خلال تأثيره على قراراتهم الاستثمارية مما يساعد في إيجاد أسواق أوراق مالية أكثر كفاءة، بالإضافة إلى أنه يساعد على تقديم فهم أكثر واقعية للعديد من الظواهر بسوق الأوراق المالية¹.

ويعتبر التمويل السلوكي المدخل الجديد إلى أسواق رأس المال، والذي له دورا هاما في عملية اتخاذ القرارات المالية ذات الصلة بالتمويل السلوكي، ويمكن تعريفه بأنه عملية اختيار بديل العلوم الاجتماعية العلوم السلوكية التمويل السلوكي المالية للاستثمار من عدد من البدائل، ذلك هو النشاط الذي يأتي بعد التقييم السليم لجميع البدائل².

ويفترض التمويل السلوكي أن التحيزات السلوكية تؤثر على المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وبالتالي على أسعار الأوراق المالية مما يؤدي إلى سوء تسعير هذه الأوراق نتيجة لاعتماد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم

1 - سمر عبد التواب محمد تركي، قياس تأثير فئات المستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية المصري (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012، ص 60.

2-Mathews, J. - A Situation-Based Decision-Making Process, *Journal of Organisation Behaviour*, IV(3), 2005, pp. 25-19.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

الاستثمارية على معلومات لا قيمة لها¹، فلا يمكن فصل عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية عن التكوين السلوكي للأفراد، حيث لا تخلو أي عملية اتخاذ قرار استثماري من ثلاثة اعتبارات سلوكية على الأقل وهي²:

1- تحيزات سلوكية تؤثر على عملية تكوين القرار الاستثماري (التفاؤل، الثقة، الزائدة، التشاؤم، المبالغة بردود الفعل... الخ).

2- الحدود العقلية (وضع إطارات) بهدف تبسيط عملية اتخاذ القرارات المعقدة (ربط حالة بحالة أخرى دون دراستها، الاستدلال، الاقتصار على البيانات سهلة الوصول، ربط الحالة الحالية بحالة تمت مصادفتها...).

3- التضارب في الوقت بين التفكير في القرار الذي يجب اتخاذه وبين وقت اتخاذ القرار الفعلي، الأمر الذي أدى إلى ضرورة التمييز بين ما هو (مخطط) وبين ما هو (فعلي)، فمثلا قد يستلم المستثمر معلومة ما ويعمل على تحليلها وجمع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الصحيح، ويأخذ وقت طويل على عملية التفكير مما يؤدي لاتخاذ قرار صحيح ولكن في الوقت غير الصحيح حيث قد يكون تغير وضع السوق المبني على أساسه القرار.

ومما سبق تتضح أهمية دراسة العوامل السلوكية المؤثرة على عملية اتخاذ القرار الاستثماري والتي تعرف بالتحيزات السلوكية، وان دراسة العوامل الخارجية المؤثرة على معنوية ونفسية المستثمرين والتي ينتج عنها ارتكاب تحيزات سلوكية ضرورة حتمية لأن لها تأثير على طبيعة القرارات المتخذة والقدرة على توقعها والتنبؤ بالعوائد المستقبلية.

ثانيا: جودة المعلومات المالية:

تعرف المعلومات على أنها البيانات التي تمت معالجتها بشكل ملائم لتعطي معنى كامل يمكن من استخدامها في العمليات الجارية والمستقبلية لاتخاذ القرارات¹، أما المعلومات المالية فتعرف بأنها المعلومات التي تتعلق بالوضع المالي للمنظمات².

1 - سمر عبد التواب محمد تركي، مرجع سابق، ص 63.

2 - سيرين خالد الحمودي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق)، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، جمهورية سوريا العربية، 2015/2016، ص 41.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

هذا وينظر خبراء الاستثمار للمعلومة الصحيحة على أنها أغلى سلعة استثمارية، وينظرون لها أحيانا على أنها أثمن من الذهب أو النفط، وتُعدّ المعلومة استثمارية بدون شك أهم ركائز الاستثمار الناجح.

ولذلك فالخطوة الأهم التي يجب أن يقوم بها المستثمر قبل شروعه في الاستثمار هي البحث والتقصي عن المعلومات المتاحة حول الشركة التي ينوي الاستثمار فيها، لأن ذلك سيساعده على فهم وتقييم الأداء المستقبلي له³.

يجب أن تكون المعلومة ذات جودة عالية، والتي تعني الجودة في هذا المجال مصداقية المعلومات المالية التي تتضمنها التقارير المالية وما تحققه من منفعة للمستخدمين، ولتحقيق ذلك يجب أن تخلو من التحريف والتضليل، وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية والفنية، بما يحقق الهدف من استخدامها، كما أن مستوى جودة المعلومات المالية لا يعتمد على الخصائص الذاتية للمعلومات فقط بل يتعداها على خصائص تتعلق بمتخذي القرارات لمستخدمي المعلومات⁴.

إن المعلومات ذات جودة عالية لها تأثير مباشر وصریح على السوق المالية سواء من جانب تأثير على المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، أو من جانب تأثيرها على الأسعار أو العوائد، أو من جانب تأثيرها على حجم التداول وتنشيط حركة السوق المالية، وبالتالي دعامة أساسية لاستقرار السوق المالية وتطورها⁵.

- 1 - قاسم عبد الرزاق، نظم المعلومات الحاسوبية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص13.
- 2 - هندريكسون ألدون، ط1، نظرية المحاسبة، ترجمة كمال خليفة أبو زيد، 1990، ص123.
- 3 - نازم محمود ملكاوي، عبد الرؤوف حمادنه، دور المعلومات المالية في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية للدول النامية- دراسة سوق عمان المالي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20، 2009، ص20.
- 4 - هباش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 09، جوان، الجزائر، 2018، ص631.
- 5 - صديقي مسعود، "دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي الأول حول: "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق"، المنعقد بجامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر بتاريخ يومي 08/07 ديسمبر 2010.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

كما أنه ليس لجودة المعلومات المالية فقط تأثير على الأسواق المالية واتخاذ القرارات الاستثمارية، بل لجودة المعلومات الاقتصادية الكلية تأثير أكبر على حركة وأداء الأسواق المالية، فالتصريح بالمعدلات الفعلية لبعض المؤشرات والأحداث المهمة يمكن أن يحدث آثار كبيرة في الاقتصاد والسوق المالية ومن هذه المؤشرات التضخم، أسعار الطاقة، الحروب، الجرائم المنظمة والاحتيايل، الاضطراب السياسي، الشائعات والمضاربة¹.

ثالثاً: توقيت اتخاذ قرار الاستثمار

وهو يعني توقيت اتخاذ القرارات في ضوء حركة السوق، التوقيت مهم في الاستثمار فعند وصول السوق إلى القمة في الارتفاع أو عند الهبوط هنا يأتي دور توقيت اتخاذ القرارات الخاصة بعمليات البيع أو الشراء، إن اتخاذ قرار الاستثمار عند وصول السوق إلى القمة أو وقت الهبوط قد يؤدي إلى تحديد من يخرج في الوقت المناسب ويستفيد بسبب التوقيت ومن يستمر في السوق إذ قد يعاني من الخسائر بين الهبوط الحاد وهذا هو دور التوقيت.²

حيث تمنح إدارة المحفظة قرار التوقيت أهمية كبيرة وأساسية في عملها ويقصد بالتوقيت تحديد نقطة الصفر لعمليات البيع والشراء للأدوات الاستثمارية التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية ويعد توقيت اتخاذ القرار أحد العناصر الأساسية في نجاح المحفظة الاستثمارية وإدارتها. ومبدأ التوقيت في المحفظة يعني الشراء بأقل الأسعار والبيع بأعلى الأسعار ولذلك تختار إدارة المحفظة التوقيت المناسب، وان وجود عدد من المحافظ الاستثمارية والمستثمرين سيجعل من قرار التوقيت الملائم لعملية الشراء والبيع من القرارات الصعبة وهنا تلعب الخبرة والقدرة وإمكانية التحليل والاستقراء والمتابعة والرقابة دوراً مهماً وأساسياً في اتخاذ القرار الصائب سواء في البيع أو الشراء.³

1 - نازم محمود ملكاوي، عبد الرؤوف حمادنه، مرجع سابق، ص20.

2 - ارشد تميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سابق، ص216.

3 - دريد كامل آل شبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، مرجع سابق، ص312.

رابعاً: المخاطرة وعدم التأكد:

إن اتخاذ القرارات الاستثمارية هي عملية مفضلة موضوعية بين بديلين أو أكثر من البدائل المطروحة أو المتاحة لمستخدمي القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد أو في ظروف عدم التأكد، لاختيار أفضل بديل استثماري من هذه البدائل واتخاذ القرار الاستثماري الرشيد والفعال، والرشيد الذي يعني اختيار البديل الأفضل من عدة بدائل حدها الأدنى بديلين على الأقل وفعال أي بأقل تكلفة¹. ففي حالة التأكد تعني إن متخذ القرار على علم تام بآثار ونتائج هذا القرار في المستقبل، والفرص الاستثمارية في ظل حالة التأكد لن تخرج عن كونها عمليات اقتراض أو إقراض بسعر فائدة محددة يطلق عليه بسعر الفائدة الحالي من المخاطر².

أما في حالة عدم التأكد وهي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية وهنا يعتمد اتخاذ القرار على بيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية، ويستند القرار الاستثماري على مفهوم المستثمر الرشيد الذي يعتمد الأسلوب العلمي في اتخاذ قرارات الاستثمار الاقتصادية، أي يتسم القرار بالقدرة على الاستخدام الأمثل للموارد النادرة من خلال الحصول على أكبر عائد ممكن من الاستثمار وبأقل درجة مخاطر³.

1 - عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص 84.

2 - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص 138.

3 - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 36.

المبحث الثالث: تقييم واختيار الاستثمار في الأسهم في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأسهم من أهم مصادر التمويل الطويلة الأجل التي يلجأ إليها المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات أو حكومات وذلك عن طريق الأسواق المالية، ويزخر الأدب المالي بالعديد من المعايير المعتمدة في تحليل الأسهم بغرض تقييمها، وتجدد الإشارة مقدماً إلى أن لا يكون إلى معيار دون غيره إنما يحكمه سلوك متخذ قرار الاستثمار ونمطه.

المطلب الأول: الأسهم في سوق الأوراق المالية

نتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم الأسهم وخصائصها.

أولاً: تعريف الأسهم وخصائصها

1- تعريف الأسهم: تعرّف الأسهم على أنها "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموماً مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها"¹.

وتعرّف أيضاً على أنه " أداة ملكية يمثل جزء من رأس المال الشركة، حيث يحصل حامله على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة"².

وتعرّف أيضاً على أنها " عبارة عن وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها

1 - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 265.

2- Joel Priolon, les marches finances, Paris ,2004, P03.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة".¹

وتعرف أيضا على أنها " عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية".²

وللسهم أكثر من قيمة مالية، يمكن استعراضها كالتالي:

- **القيمة الاسمية:** تشير القيمة الاسمية للسهم التي تم تحديدها من خلال عقد الشركة، والقيمة الاسمية للسهم ببساطة هي قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم.³
- **القيمة الدفترية:** وتمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم والاحتياطات و الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدرة، و بذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.⁴
- **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في سوق رأس المال، أي السعر الذي يتعامل به بين المتعاملين في السوق، وهذه القيمة لا تتميز بالثبات بل بالتذبذب والتغير تبعا لتغير العوامل المؤثرة في تحديد قيمتها، وفي الحياة العملية نجد أن هذه القيمة التي تم المساهمين والمستثمرين على حد سواء وتبنى عليها كافة التحليلات والتنبؤات عند اتخاذ وإجراء التداول اليومي في السوق المالي.⁵

1 - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار حامد، الأردن، 2006، ص 88.

2 - مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر 1993، ص 169.

3 - محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل للهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 55.

4 - محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص 49.

5 - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 100.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

- القيمة الحقيقية أو العادلة: يطلق عليها أيضا بالقيمة النظرية، فالقيمة الحقيقية، تلك القيمة التي تحدد أو تبررها حقائق اقتصادية ومالية تنعكس بقيمة موجودات الشركة، مقسوم الأرباح، ومعدلات النمو في الأرباح، وهذه القيمة تمثل ما يجب أن يكون عليه سعر السهم في سوق الأوراق المالية، وهي تعكس حالة توازن السوق، وحالة التوازن من الصعوبة أن تتحقق بفعل عمليات المضاربة، نقص أو عدم توافر المعلومات وتحديثها عن أداء الجهة المصدرة للسهم، هذا بجانب التحليل غير الدقيق والعشوائي لأداء السوق والسهم ذاته¹.

ثانيا: خصائص الأسهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية، ومن أهم الخصائص ما يلي²:

1- القابلية للتداول: تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

2- الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى.

3- المسؤولية المحددة للمساهم: المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رأس المال أو الملكية للشركة.

4- تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل حق فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال.

1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص38.

2 - أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009، ص122.

المطلب الثاني: أنواع الأسهم والاتجاهات الحديثة

أولاً: أنواع الأسهم:

تتمتع الأسهم بالعديد من الأنواع تتمثل فيما يلي:

1- الأسهم العادية: يمثل السهم العادي وثيقة ملكية أو صك ملكية، وتعد منشآت الأعمال مصدر لخلق الأسهم، إذ يتكون رأس مال المنشآت المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية، يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار، نوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم¹.

وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة إنها آخر ما يجري تسديدها، ولحامليها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية².

وتتمّ الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل ، ففي المرحلة الأولى يجرى الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأسمال الشركة، وفي المرحلة الثانية يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأسمال الشركة، بل إنها مجرد عملية التداول بين الباعين والمشتريين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

1 - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 88 .

2 - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 88.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

حيث تتمتع الأسهم العادية بالعديد من الحقوق والمتمثل فيما يلي¹ :

- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها الحق في الأرباح المحتجزة.
- الحق في الحصول على موجودات الشركة عند تصفيتها.
- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة
- حق نقل الملكية عن طريق البيع وإهدائها أو توريثها.
- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.
- حق الترشيح العضوية لمجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم وحق انتخاب مجلس الإدارة ومسائل.

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث الشكل إلى أسهم لحاملها واسهم اسمية، بحيث أن الأسهم لحاملها هي الأسهم التي تتداول بين المستثمرين بدون أن تحمل اسم المالك على وجه الصك وتنتقل الملكية للسهم بمجرد الحياة الفعلية للسهم، ويتم إصدار أسهم لحاملها فقط في حالة ما إذا كانت القيمة مدفوعة بالكامل، بينما الأسهم الاسمية هي التي يسجل اسم صاحبها على وجه الصك، ويسجل في سجلات الشركة وعند بيع السهم لمشتري آخر يلزم نقل الملكية في سجلات الشركة.

2- الأسهم الممتازة: يُطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، كما أن شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية يربط أدله بوجود

1- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص 147.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

واستمرار الشركة، حيث تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية، ولا تعتبر التوزيعات المقررة لحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة - بخلاف فوائد السندات- ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى لدخل الخاضع للضريبة¹.

وتعتبر الأسهم الممتازة هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوبات المالية².

وتمتع الأسهم الممتازة بالعديد من الخصائص وهي³:

- حق الأولوية في الحصول على أرباح ونسبة محددة.

- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.

- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.

- حق تحويلها إلى أسهم عادية.

- حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.

1-2 مزايا التمويل بالأسهم الممتازة: توجد العديد من مزايا التمويل بالأسهم أهمها:

- المنشأة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح.

- التوزيعات محددة بمقدار معين.

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت، وبالتالي التدخل في الإدارة.

1 - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص18.

2 - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص99.

3 - فيصل محمود الشواوة، مرجع سابق، ص84.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

- إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.

2-2 عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

- ارتفاع تكلفتها نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة، وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي.

- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقترضين، وبالتالي يطلبون عائداً أعلى.

2-3 أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

- الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح: وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

- الأسهم الممتازة مشاركة في الأرباح: وتوفر لحامله ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولى.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: تُعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها ، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية¹، وهذا النوع من الأسهم يعطي

1 - محمد مطر، مرجع سابق، ص 214-219.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، وبالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس إن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي¹.

ثانيا: الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم:

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم، وسوف ينصب اهتمامنا على الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية والممتازة كما يلي:

1- الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية: فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستحدثة نستعرض أهمها فيما يلي²:

1-1- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين.

1-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، و في الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين في ظل خطة معينة لمشاركتهم في

1 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 89.

2 - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية - أسواق الأوراق المالية - شركات التأمين - شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 265-267.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

ملكية الشركة يخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل الاحتساب الضريبي، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على %50 من الفوائد التي تحصل عليها.

1-3- الأسهم العادية المضمونة: ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهماً عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

2- الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة: ونذكر منها ما يلي:

1-2- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7% و5% من القيمة الاسمية للسهم.

2-2- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطي لحاملها حق التصويت (الأسهم الممتازة عموماً لا تعطي لحاملها حق التصويت) كتعويض لحملة الأسهم العادية عن انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، وقد سبق الإشارة إليها عند الأسهم العادية المضمونة¹.

1 - عبد الغفار حنفي رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 20 .

المطلب الثالث: تقييم الأسهم في سوق الأوراق المالية

لا يختلف تقييم الأسهم العادية عن تقييم الأوراق المالية الأخرى مثل السندات والأسهم الممتازة، لأن التقييم في جميع الحالات يقوم على فكرة القيمة الحالية لمجموعة العوائد المتحققة من الاحتفاظ بالسهم، كما إن التوقعات المستقبلية المتعلقة بالاقتصاد الوطني والقطاعات والشركات يمكنها التوصل إلى نموذج لتقييم الأسهم العادية لمعرفة قيم السهم في السوق وفيما إذا كانت تعكس بصورة صحيحة القيمة الحقيقية له.¹

أولاً: مفهوم تقييم الأسهم:

يعتبر تقييم الأسهم الخطوة الأولى للاستثمار الناجح إذ بواسطته يستطيع المستثمر معرفة تسوية السهم وبالتالي تكون القرارات الاستثمارية مبنية على أسس سليمة وصحيحة، يوجد هناك عدة وسائل لتقييم الأسهم تعتمد في مجملها على كل من إيرادات الشركات والتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح.²

إن عملية التقييم تعني بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو انحراف سلبي قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود فيما بين العائد والمخاطرة المحتملة من جراء القيام ببيع أو شراء أية أوراق مالية، أي أن العائد المتوقع من وجهة نظر المستثمر لا بد وأن يتناسب طردياً مع المخاطرة المحتملة.³

وإن التقييم في حد ذاته يعبر عن المنظومة التي من شأنها تحديد سعر بيع الأوراق المالية في السوق مستقبلاً على اعتبار إن هناك علاقة إيجابية بين العائد المتوقع والمخاطرة المحتملة المترتبة عليها وينبغي العمل باستمرار على صيانتها والمحافظة عليها كونها من الزمن سوف تتغير ولا تستقر على حال إضافة إلى أن المستثمر بطبعه يكره المخاطرة ويسعى دوماً لتحقيق أكبر قدر من العوائد بأقل قدر من المخاطر.

1 - مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، جامعة البلقاء التطبيقية، المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2000، ص132.

2 - إبراهيم الكرسانة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات النقدية، أبو ظبي، 2010، ص18.

3 - فيصل محمود شواوة، مرجع سابق، ص89.

ثانيا: أساليب تقييم الأسهم:

1- الإيرادات: تعتبر الإيرادات العامل الرئيسي عندما يتم تقييم سهم الشركات، وفي الحقيقة فإن التحليل الأساسي يعني بالدرجة الأولى بإيرادات الشركات. ومن المعروف أن الإيرادات تمثل المتبقي من الأرباح بعد قيام الشركات بدفع المصاريف المترتبة عليها. كما أن الإيرادات تحظى بأهمية كبرى بالنسبة لأي مستثمر كونها تعطي مؤشر عن الأرباح المتوقعة توزيعها على المساهمين وكذلك على فرص نمو الشركات في المستقبل.

وهذا لا يعني بالضرورة أن الإيرادات المنخفضة أو حتى السالبة لأي شركة أن أسهمها غير جيدة للاستثمار بها، فهناك الشركات الناشئة التي ترغب في النمو من أجل الحصول على حصة في السوق لا تقوم عادة بتوزيع أرباح أو أنه في بعض الأحيان تظهر هذه الشركات خاسرة، لذلك فإن الأساس في تحليل سهم شركة هو تحليل كافة البيانات المالية للشركات من خلال دراسة قوائمها المالية لمعرفة حقيقة سهم هذه الشركات وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب¹.

2- مؤشر ربحية السهم: يقيس هذا المؤشر حصة أو نصيب السهم في الإيراد القابل للتوزيع أو صافي الربح بعد الضريبة، ويمكن حسابه بقسمة صافي الربح السنوي بعد خصم الضريبة (سواء كان هذا الربح موزعا بشكل نقدي، أو محتجز في شكل أرباح أو احتياطات.) على عدد الأسهم المصدرة في لحظة زمنية معينة²، ويحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

3- مضاعف القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية: تعكس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية مؤشرات النمو المتوقع للسهم ومقدار اقتراب أو ابتعاد سعر السهم السوق من قيمته الدفترية، كما تستخدم هذه النسبة لمعرفة مستويات الأسعار فكلما زادت هذه النسبة عن واحد دلت على أن الشركة كانت

1 - إبراهيم الكرسانة، مرجع سابق، ص24.

2 - Didier Vitrac, *Tout savoir sur la bourse*, Gualino Editeur, Paris, 2001, p181.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

موفقة في قراراتها الاستثمارية، وتعتبر هذه النسبة من المقاييس الممتازة في تقييم الأوراق المالية، وتقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وتحسب بالمعادلة التالية¹:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية} = \text{القيمة السوقية} / \text{القيمة الدفترية}$$

بالإضافة إلى ذلك فإن هذا المؤشر يفسر مدى قدرة الشركة على توليد قيمة إضافية للسهم ممثلة في عدد المرات التي يزيد بها السعر السوقي للسهم عن قيمته الدفترية².

4- مضاعف الربحية: يسمى مضاعف الربحية أو مكرر الربحية وهو عبارة عن نسبة سعر السهم إلى ربحيته أو المضاعف، لذلك يتم احتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الوحدة الاقتصادية حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، وبمعنى آخر إن المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقاً وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة القادمة يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم العادلة في السوق المالي³.

ويستخدم بعض المحللين هذه العلاقة للحكم على ارتفاع وانخفاض السعر، كما يستخدمها البعض الآخر كمؤشر على توقعات السوق لمعدل نمو الأرباح لشركة معينة⁴، وبذلك يتضح أنه كلما انخفض مضاعف الربحية كلما كان السهم أكثر جاذبية للمستثمر والعكس صحيح، فالمضاعف شأنه بذلك شأن أي سلعة، كلما انخفض السعر كان ذلك أكثر قبولا، والسلعة هنا هي العوائد، وكلما كان ما سيدفعه المستثمر مقابل هذه العوائد هو أقل كان ذلك الأفضل بالنسبة له، وبصفة عامة فإن متوسط المضاعف عادة ما يتراوح بين 5-15 مرة في الأسواق الناشئة، بينما يتراوح بين 15-25 في الأسواق الكبرى⁵.

- 1 - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص82.
- 2 - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص215.
- 3 - العامري، محمد علي، الإدارة المالية، ط01، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص365.
- 4 - جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص207.
- 5 - محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، 254.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

وتعتبر نسبة المضاعف من أكثر الطرق العلمية شيوعاً في تقييم الأسهم غير أنه في حين يسهل معرفة السعر السوقي للسهم، فإن تحديد ربحية السهم يكتنفها بعض الصعوبات ويتغلب الكثير على ذلك باستخدام ربحية السهم السابقة التي يتم حسابها من آخر القوائم المالية المنشورة، وإذا كان سعر السهم يتأثر بصورة قوية بتوقعات الأرباح للسنة القادمة، فإن من الحكمة بمكان مقارنة السعر الجاري بتوقعات أرباح السنوات القادمة.

المطلب الرابع: المحفظة الاستثمارية

تشكل المحفظة الاستثمارية بشكل عام، إحدى أهم أدوات الاستثمار التي نالت اهتمام المعنيين والمختصين بشؤون المال والاقتصاد، لذا سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم المحفظة الاستثمارية والأسس والمبادئ التي تعتمد عليها.

أولاً: تحديد مفهوم المحفظة الاستثمارية:

1- نشأتها: يرجع تاريخ ظهور المحفظة الاستثمارية (Investment Portfolio) إلى عام 1952، إذ تنسب نظريتها إلى (ماركوتز- Markowitz) المحلل الأمريكي الذي وضع الأسس النظرية والقواعد العملية لنظرية المحفظة الاستثمارية في بحث بين في كيفية بناء وإدارة وأسس اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية المثلى¹. وتوالت عمليات البحث والتطوير في كيفية إدارة المحفظة وفي استخدام الأدوات الرياضية والإحصائية فيها خلال فترة الخمسينات والستينات من القرن العشرين واتساع نطاق عمل المحافظ الاستثمارية خاصة بعد التطورات الاقتصادية في عالم المال والأعمال وارتفاع حجم الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتأسيس الشركات المالية وتبنت هذه المحافظ إدارة واستغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل².

1 - Brigham F. Eugene & Daves : " Intermediate financial Management" , 8thEdition .Thomson-south western U.S.A,2004.,78

2 - دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص284.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

وتُعرّف المحفظة الاستثمارية بأنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار التي تتكون من موجودين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة.¹

وتُعرّف بأنها مجموعة متنوعة من الاستثمارات مثل الأوراق المالية التي يمتلكها شخص أو مؤسسة². كما وتُعرف بأنها مجموعة من الموجودات المالية أو الاستثمارات، ويسعى كل مستثمر حريص أن يكون استثماره ناجح، ويسعى إلى اختيار المحفظة المثلى.³

ويستند مفهوم المحفظة على فكرة المزج الرئيسي بين الأصول المالية والحقيقية، ومن خلال هذا المزج يتم تحديد التركيبة الأساسية وتحدد الوزن النسبي لكل أصول المحفظة نسبة لرأس مالها الكلي، ويبرز هنا دور المستثمر الرشيد الذي يستطيع الوصول إلى ما يعرف بالمحفظة المثلى والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئيس في تعظيم العوائد المتوقعة مع تخفيض مخاطرتها المرجحة إلى أدنى حد.⁴

إن مفهوم المحفظة المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق، لذلك نجد من الصعب علينا وضع نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين وعلى هذا الأساس فمصطلح المحفظة المثلى تعني من وجهة نظر مستثمر معين فقط، مستثمر لو من الميول والاتجاهات ما قد يختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر، ولهذا يمكن تعريفها على إنها تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو

1 - محمد مطر، تيم فايز، مرجع سابق، ص 169.

2 - Satyanarayana, I. & Sidhu, N.B.C. & Maruthi, "Review on Portfolio Management", *International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies*, Volume 3, Issue 2, 2015.

3 - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 327.

4 - أحمد حسين بتال العاني، استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى (مع إشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، 2008، ص 2.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

الأدوات الاستثمارية، وكيفية جعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها¹.

وإذا ما علمنا بأن المستثمرين أنماط مختلفة حسب اختلاف أهدافهم الاستثمارية، يتوجب علينا حينئذ أن نتوقع وجود أنماط مختلفة حسب اختلاف أهدافهم، ويتحدد نمط المستثمر بشكل عام في ضوء متغيرين أساسيين يقوم عليهما أي قرار لاستثمار هما:

- العائد على الاستثمار (ROI): ويقصد بعائد المحفظة الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة الإجمالية لهذه الأصول في بداية العام ممثلة في صورة نسبية.
- مستوى المخاطرة المقبولة: ويقصد بمخاطر المحفظة مقدار الانحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدا المتوقع.

2- أهداف المحفظة الاستثمارية: ظهرت أهمية إدارة المحافظ بشكل كبير في المجتمعات الاستثمارية من أجل الحصول على أكبر العوائد الممكنة ومن أهم الأهداف المتوخاة من المحافظ الاستثمارية هي²:

- المحافظة على رأس المال الأصلي أي المحافظة على أصول المحفظة حيث يتطلب أن يكون هنالك نوع من التوازن بين العائد والمخاطرة من أجل المحافظة على رأس مال المحفظة.
- تحقيق أقصى حد من العائد بأقل مخاطرة أي أن تحقق توازن معقولا بين العائد والمخاطرة.
- تحقيق السيولة اللازمة للمنشأة خوفا من وقوعها في خط الإفلاس من أجل تغطية الحاجات الطارئة للمنشأة أو استغلال الفرص الاستثمارية التي تظهر بشكل مفاجئ لذلك على المدير الناجح أن يحقق

1 - محمد مطر، مرجع سابق، ص 110.

2 - حسين عاشور العتاي، هناء مولى جعفر، التخطيط الأمثل للمحافظ الاستثمارية لتنمية السيولة المصرفية (بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية الخاصة)، مجلة كلية تراث الجامعة، العراق، العدد 20، 2016، ص 329.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

أعلى عائد وأن يحتفظ بمقدار من السيولة لا يؤثر على تحقيق العوائد وكذلك يحمي المنشأة من العسر المالي.

- النمو في رأس المال، أي تنمية رأس المال الذي على أساسه يتم تأسيس المحفظة الاستثمارية.
- التنوع والذي يعد هدفا من أهداف المحفظة وهو من أهم الوسائل لتقليل المخاطر التي يمكن أن تقع على المحفظة الاستثمارية فكلما زاد عدد الأسهم في المحفظة الاستثمارية انخفض الانحراف القياسي للمحفظة بأجمعها وهذا بسبب بعض النفقات الإضافية لذلك على المستثمر أن يوازن بين جميع هذه العوامل وأن يختار حلا وسطا يحقق أعلى عائد وبأقل مخاطرة.
- ينبغي أن تقوم إدارة المحفظة باستثمار الموارد المالية المتاحة بما يضمن تحقيق أقصى عائد وكذلك البقاء على قدر ملائم من الأموال السائلة التي تكفي لمواجهة الالتزامات ومن هنا يبدو الهدفان توأمان بل وضروريا.
- استمرارية التدفقات النقدية إلى المحفظة ويعني الحصول على دخل جاري للمحفظة وبالتالي حصول المستثمرين على إيرادات جارية ناجمة عن استثماراتهم المالية¹.
- قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة أو نقدية أي إمكانية تحويل أصولها إلى سيولة أو نقدية بأقصى سرعة ممكنة وبدون أن تتحمل خسائر تؤثر على رأس مال المحفظة.
- تخفيف مخاطر الائتمان إذ تشكل الأوراق المالية الخالية من المخاطرة نسبة متوسطة من المخاطرة الائتمانية فهي تتنافس مع المخاطرة للقروض المصرفية ذات النوعية الجيدة من خلال تنوع مكوناتها.

1 - دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 289.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

ثانيا: أسس ومبادئ إدارة المحفظة الاستثمارية:

تشير إدارة محفظة الأوراق المالية إلى كيفية اتخاذ القرارات الخاصة بتحديد الأوراق المالية التي يتم الاستثمار فيها ونسب الأموال المستثمرة لكل منها ولتوقيت الملائم لذلك، فهي عملية متكاملة تتضمن مجموعة أنشطة يتم تطبيقها بطريقة مرتبة، وتتسم بأنها مستمرة ومنظمة ودينامكية ومرنة وتمتد لتشمل كافة المحافظ الاستثمارية وعند مختلف أنماط الاستثمار¹.

وتقضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية وكذلك الانجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، وفي تقييم أداء إدارة المحافظ الاستثمارية لا بد من أخذ المبادئ التالية بعين الاعتبار²:

1- إن قياس قيمة صافي أصول المحفظة الاستثمارية يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول، وليس على أساس تكلفتها التاريخية.

2- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل (بيتا) للمحفظة بعين الاعتبار.

3- يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساسا لتقييم أداء إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافا إليه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.

4- يجب احتساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات، هذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصومة لهذه التدفقات وذلك بمراعاة توقيت حدوثها.

5- يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطر معا.

1 - محمد عنتر، مرجع سابق، ص 104.

2 - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 185.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

6- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية، لكن كونها أطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.

7- من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها (مؤشر داو جونز، ناسداك... الخ)

المطلب الخامس: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

يمكن تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بهدف الحكم على مستوى أداء المحفظة من خلال النماذج والأساليب البسيطة والمتمثلة في:

أولاً: النموذج البسيط (نموذج العائد على الأموال المستثمرة):

يعتبر نموذج العائد على الأموال المستثمرة من أبسط النماذج المستخدمة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، حيث يتطلب بيانات عن قيمة وثيقة الصندوق في بداية فترة التقييم وكذلك في نهاية فترة التقييم وبيانات عن التوزيعات إذا كان الصندوق ذات توزيع عائد دوري¹. وهو أسلوب يعتمد على احتساب معدل العائد على الأموال المستثمرة أساساً لتحديد كفاءة أداء شركة الاستثمار، والذي يعتمد على المعلومات المنشورة عن قيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة ويحسب بالمعادلة التالية²:

$$R = \frac{(Rr + Ri) + P1 - P0}{P0}$$

R: معدل العائد على الاستثمار

P1: قيمة الأصل في نهاية المدة

1 - محمد عنتر، مرجع سابق، ص 185.

2 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 320.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

P0 : قيمة الأصل في بداية المدة

Rr : الأرباح الأيرادية الموزعة

Ri : الأرباح الرأسمالية الموزعة

واستناداً للبيانات المالية المنشورة عن الشركة نقوم باستخراج معدل العائد على الاستثمار بعد معرفة قيمة الأصل الصافية للسهم، إضافة إلى الأرباح الأيرادية والرأسمالية الموزعة دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات.

ثانياً: نموذج ترينور:

إن القدرة العملية لتحليل الأوراق المالية ومديري المحافظ في بناء المحافظ المثلى سيتم تعزيزها بشكل كبير إذ إن هنالك رقماً واحداً لقياس مرغوبة السهم الذي يؤهل للدخول في المحفظة المثلى، فإذا كان هناك استعداد لدى المستثمر في قبول الشكل القياسي للنموذج المؤشر الواحد بصفة ممثلاً للتحرك المشترك بين الأوراق المالية فإن مثل هذا الرقم متوفر، وفي هذه الحالة فإن مرغوبة أي سهم ترتبط ارتباطاً مباشراً بنسبة ترينور (العائد الفاضل إلى بيتا) إذ يمثل العائد الفاضل (الفرق بين العائد المتوقع للسهم و معدل العائد الخالي من المخاطرة) ويقاس العائد الإضافي على الورقة المالية أي العائد الزائد عن العائد الذي يعرضه الموجود الخالي من المخاطرة¹، أي نسبة علاوة المخاطرة وفقاً لمعامل بيتا السهم، ويستخدم لأغراض هذا البحث في قياس أداء المحفظة المثلى، وكذلك لترتيب الأسهم من أعلى قيمة للمؤشر إلى أدنى قيمة له لغرض مقارنتها مع معدل القطع (مقياس للتمييز بين الأسهم)، ولتحديد الأسهم المرشحة للمحفظة المثلى، ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$T = \frac{(R_i - R_f)}{\beta_i}$$

1- Elton, ED wing and Gruber , Martinj " modern portfolio theory and investment analysis , 5edition , John Wiley sons , INC , 1995,p182.

حيث أن:

T: تمثل مقياس ترينور

R_i: يمثل عائد الشركة

R_f: يمثل العائد الخالي من المخاطر والمقياس الأفضل لهذا المعدل هو عائد الورقة الحكومية أو ودائع التوفير المصرفية .

B_i: تمثل بيتا الشركة وهو مقياس للمخاطر النظامية .

ثالثا: نموذج شارب:

قدم وليام شارب مؤشرا "Sharp Index" لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يطلق عليه نسبة المكافأة إلى الثقل (المخاطر)، وهو أحد مقاييس الأداء ويحسب بقسمة معدل العائد الإضافي للمحفظة لمدة معينة على الانحراف المعياري للعائد في تلك المدة، إذ إن البسط هو عائد المحفظة التراكمي مقارنة مع بدائل الاستثمار في الموجودات الخالية من المخاطرة، والمقام هو التراكم في تقلبات المحفظة مقارنة مع بدائل خالية من المخاطرة والمقياس¹، ويكتب بالمعادلة التالية²:

$$\text{Sharp Index} = \frac{R - R_f}{\sigma^2}$$

R : يمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار

R_f : يمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر

1- Zvi Bodie, Alex Kane, Marcus Alan, (Investments) 4th, Ed Irwin Mc Graw-Hill 1999, p607.

2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 404.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

σ^2 : فيمثل التباين لمعدل العائد على الاستثمار، الذي هو مقياس للمخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار.

ويتضمن متوسط معدل العائد على الاستثمار في هذا الصدد التغير في قيمة الوثيقة الذي يصدرها صندوق الاستثمار، إضافة إلى التوزيعات والأرباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة، أي بعد خصم المصروفات الإدارية وأتعاب الإدارة. أما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالما أن الصندوق لا يحصل عليها ولا تسجل بالتالي في دفاتره.

رابعاً: نموذج جنس:

إن المقياس الآخر لقياس كفاءة شركات الاستثمارات المالية هو مقياس جنس، وهو مشتق من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويسمى أيضاً (بمعامل ألفا)، ويقوم هذا المقياس على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق المقدار العائد الإضافي.

أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويسمى علاوة مخاطر السوق. وإما أن يكون معامل ألفا (α_i) موجبا وهذا يعني أن الأداء الجيد للمحفظة، وان كان سالبا ويعني ذال أن الأداء منخفض للصندوق، إما إذا كان معامل ألفا صفر فيعني ذلك عائد التوازن حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق¹.

$$R_i - R_f = a_i + B_i(R_m - R_f)$$

1 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 323.

خامسا: مؤشر فاما (Fama):

قدم فاما عام 1972 نموذجا لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر، ويمكن التعبير عن معادلة منحى السوق المتوقع كما يلي¹:

$$R_p = R_f + \left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m} \right) \left(\frac{\text{cov}(R_p, R_m)}{\sigma_m} \right)$$

إن استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسيين وهما:

- **تقييم الانتقائية:** هو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظة.
- **تقييم الخطر:** يعتبر الجزء الثاني في علاقة فاما ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المنوعة تنوعا ساذجا، ويمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

1 - عبو عمر، عبو ربيعة، بوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية- دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي- مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي- جامعة المسيلة، الجزائر، العدد 01، مارس، 2017، ص 105.

المبحث الرابع: استراتيجيات الاستثمار في الأسهم

بعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية رحلة صعود وهبوط، وعلى المستثمر إدراك ذلك ومواجهته بالانضباط، الذي يمكن تنميته عبر الحصول على خطة استثمارية بسيطة تضم الخطوط العريضة لما تبحث عنه في شركة، أو محفظة مالية معينة، وتعتمد استراتيجيات الاستثمار على القرارات الاستثمارية على اختلاف أنواعها بقصد الموازنة بين تكلفة الأموال المستثمرة وعوائدها المتوقع تحقيقها خلال الفترة الزمنية المستقبلية، وتمثل الاستراتيجيات الاستثمارية سلسلة من القرارات التي تترجم إلى خطة يتم تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق أهداف استثمارية.

المطلب الأول: استراتيجيات السمة الواحدة للاستثمار في السهم المفرد

هذه الإستراتيجية لا تعترف بكفاءة السوق إلا أن بناءها النظري يتفق إلى حد كبير مع التحليل الأساسي إضافة إلى كونها من الاستراتيجيات الموجهة لصغار المستثمرين. وتتمثل هذه الإستراتيجيات فيما يلي:

أولاً: إستراتيجية مضاعف الربحية:

يصنف الكثير من الباحثين مكرر الأرباح أو مضاعف الربحية كما يطلق البعض عليه أحياناً بأنه من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية، حيث أنه يعكس حالة التفاؤل والتشاؤم بشأن أسعار الأسهم، ويقاس بقسمة سعر إقفال السهم في نهاية الفترة على ربحية السهم الواحد للفترة نفسها. كما يعد هذا المؤشر دالة لمعدلات الفائدة السوقية والمخاطر المصاحبة للأرباح والمتمثلة في الانحراف المعياري، فضلاً عن معدل النمو في ربحية السهم الواحد، أما العلاقة الإيجابية فتكون بين ربحية السهم الواحد EPS والنمو في هذه الربحية حتى يمكن تبرير السعر المدفوع من قبل المستثمر.¹

1 - اليأس خضير فنوش، المؤثرات الفارقة في حركة أسعار الأسهم دراسة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، العراق، المجلد 58، العدد 29، 2007، ص 212.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

ويقصد بإستراتيجية مضاعف الربحية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي. ومن بين تطبيقات تلك الإستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الأخيرة، أو أقل من 90% من مضاعف الربحية لمؤشر ستاندر أند بور S & P 500، ف شراء مثل هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق. وتبدو فكرة هذه الإستراتيجية واضحة، خاصة إذا تغير ملموس في ظروف المنشأة المصدرة للسهم خلال الفترة محل التحليل.¹

ثانيا: إستراتيجية الأسهم المجزئة الأسهم مقابل توزيعها:

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 ازدهار في أداؤها في المستقبل، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم.²

ثالثا: إستراتيجيات الإصدار الجديدة:

تقضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة، وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون بقيمة أقل من قيمته الحقيقية، ويعزي هذا لسببين رئيسيين³:

1- المسؤولية القانونية : يتعرض لها بنك الاستثمار الذي يدير الإصدار، ونقص المعلومات لدى بعض المستثمرين، فتسعير الأسهم التي تطرح للتداول لأول مرة بسعر أقل مما ينبغي، يعد بمثابة نوع من الوقاية ضد

1 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 372.

2 - سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة دكتوراه جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 168.

3 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 374.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

المسؤولية القانونية التي قد تعرض لها المؤسسة المالية الموكلة لها شؤون الإصدار، والتي قد تلحق الضرر بسمعتها ومستقبلها في السوق، يحدث هذا لو أن السهم قد تم تسعيره عند قيمة أعلى مما ينبغي أو حتى عند قيمته الحقيقية، ثم تعرضت قيمته السوقية لانخفاض ملحوظ على الإصدار، فحينئذ يمكن للمستثمرين مقاضاة بنك الاستثمار، بدعوى أن البيانات التي أتاحت لهم لم تكن صادقة.

2- المعلومات الخاصة: إن المستثمر الذي تتوافر لديه معلومات خاصة لا تتاح لغيره عن بعض الإصدارات التي يتم تسعيرها بقيمتها الحقيقية، فإنه يتوقع أن تكون حصته من تلك الإصدارات ضئيلة، بينما تزداد حصته من الإصدارات التي يدرك من واقع ما يتوافر لديه من معلومات، وأن القيمة التي يباع بها السهم أقل من قيمته الحقيقية، والمستثمر الذي يملك هذه المعلومات عادة ما تكون حصته كبيرة من هذه الإصدارات.

رابعاً: إستراتيجية أسهم الشركات التي يعاد شراءها:

تعتبر استراتيجيات إعادة الشراء من إحدى السياسات تقدم المدفوعات لحاملي الأسهم، أي أنها إحدى أنواع التوزيعات التي يمكن أن تستخدمها الشركة لدفع فائض الأموال لحاملي الأسهم، وذلك بشراء جزء من أسهم رأس مال الشركة، وتؤدي إعادة شراء الشركة لأسهمها إلى انخفاض حقوق الملكية في حين لا يؤثر ذلك على القوة الأيرادية للشركة، وإنما يؤدي إلى ارتفاع كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية، وذلك نتيجة لانخفاض عدد الأسهم القائمة¹، وعلى ضوء هذه الأسباب يصبح من المنطق قبول المقولة الشائعة في شارع وول ستريت، إشارة إلى المنطقة التي تقع فيها بورصة نيويورك، مقولة تقضي بأن أداء أسهم المنشآت التي تعيد شراء أسهمها، عادة ما يكون أعلى من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم مقارنة بعائد السوق، إلا إن إعادة الشراء يترتب عليها زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة نتيجة لانخفاض نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال، الذي من شأنه أن يضعف من سيولة، إذ قد يصبح بعيد المنال عن صغار المستثمرين².

1 - نسرين محمد حفيظة، اختبار تأثير كل من إعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مصر، المجلد 48، العدد 01، السنة 2018، ص 523.

2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 377.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

وهناك العديد من الأسباب التي تجعل الشركات تعيد شراء أسهمها ومن أهمها¹:

- توفير الأسهم اللازمة لتنفيذ خطة مشاركة العاملين ملكية الشركة.
 - تحقيق مزايا ضريبية للمساهمين، وذلك بالمقارنة بحالة إجراء توزيعات نقدية.
 - إجراء تعديل في هيكل رأس المال وذلك بتخفيض حقوق الملكية وزيادة نسبة الأموال المقترضة.
 - مواجهة عروض الشراء العدائية لأسهم الشركة، حيث تؤدي إعادة شراء الشركة لأسهمها إلى تخفيض عدد الأسهم حرة التداول في السوق.
 - إعطاء إشارات مالية للسوق بأن القيمة السوقية للأسهم التي يعاد شراؤها أقل مما يجب، مما يعمل على إزالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ويساعد على ارتفاع أسعار أسهم الشركة.
- حيث تقوم الشركات بإعادة شراء أسهمها بطرق مختلفة تتمثل في عمليات السوق المفتوحة والتي يتم من خلالها إعادة شراء الأسهم من سوق الأوراق المالية، إضافة إلى عطاءات الشراء (Tender offer)، وذلك بطرح العطاءات لجميع المساهمين أو لعدد قليل منهم، وهناك أيضا طريقة التفاوض مع بعض حملة الأسهم الرئيسيين.

خامسا: إستراتيجية أسهم المنشآت 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

1 - نسرين محمد حفيظة، مرجع سابق، ص 523.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح تنخفض المخاطر وينخفض معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار الأمر الذي ينجم عنه ارتفاع في القيمة السوقية¹.

سادسا: إستراتيجية أسهم الشركات الصغيرة:

يسود بين المتعاملين فكرة يطلق عليها تأثير الحجم الصغير، والتي تقضي بأن الاستثمار في أسهم المنشآت الصغيرة عادة ما يتولد عنه عائد يفوق عائد السوق، هذا فضلا عن أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها، بل أيضا بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صناع السوق الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وأيضا بسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر، وهو ما يسمهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات، ورغم كل هذا فإن على المستثمر أن يكون حذرا، ذلك أن بعض المنشآت الصغيرة عادة ما لا توافر بشأنها معلومات كافية وهو ما يطلق عليه بتأثير المنشآت المهملة². كما أن هناك من يتخوف من الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة، نظرا لصغر حجمها، وانخفاض نسبة السيولة فيها.³ كما يذكر أن الاستثمار في أسهم تلك المنشآت عادة ما يكون قاصرا على الأفراد، أما المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار فعادة ما تتجنب الاستثمار فيها⁴.

- 1 - زايد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015، ص57.
- 2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 378.
- 3 - سميرة بالطرش، مرجع سابق، ص170-171.
- 4 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 378.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

المطلب الثاني: إستراتيجيات الاستثمار في الأسهم في السمات المتعددة

خَصَّصَت الإستراتيجيات السابقة إلى المحافظ التي يحتفظ بها كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات لذلك خصص هذا العنصر إلى عرض الإستراتيجيات الموجهة للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة. 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، ويحسب 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 التالية:

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 المصدرة.

6- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة؛

1 -زايد حياة، مرجع سابق، ص56.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

- 7- ألا 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%.
- كما يبدو أن السمات الخمس الأولى ترتبط بعائد السهم، أما السمات الخمس الأخيرة ترتبط بالمخاطر، يضيف إلى ذلك أن السمات من الخامسة حتى الثامنة تعتبر مقياسا لقوة المركز المالي للمنشأة، أما السمتين التاسعة والعاشر فتعتبران مقياسا لاستقرار ونمو وربحية المنشأة في الماضي.
- ويعتقد غراهام أنه ليس من الضروري أن تتوفر للسهم كل هذه السمات، إذ يكفي إن تتوفر بعضها فقط وكشفت الدراسة أن السمة الخامسة هي أهمها جميعا. وعلى غرار مدخل غراهام، قدم رنقانيم دراسة كشفت أربع سمات لو توفرت في المنشأة التي يوجه إليها المستثمر جزءا عائد السوق، وتمثل هذه السمات في¹:
- تزايد مضطرد في الربحية الربع السنوية.
 - أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من 20 مليون سهم.
 - أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية أقل من الواحد الصحيح. هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، مما يتيح فرصة لتحقيق أرباحا رأسمالية في المستقبل.
 - أن تكون القوة النسبية للسهم في الربع سنة الحالية أعلى مما كانت عليه في الربع سنة الماضية، كما ينبغي أن تكون القوة النسبية للسهم 70 على الأقل، والقوة النسبية تعادل المتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثني عشر شهرا الماضية.

1- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 371.

المطلب الثالث: إستراتيجيات الاستثمار في المحفظة في ظل الاعتراف بكفاءة السوق

يُطلق على الإستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق ، بالاستراتيجيات الساكنة أو السلبية، ذلك إن الإيمان بكفاءة السوق يحمل في طياته اقتناع بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، بما يعني أن العائد المتولد عنها يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار فيها، ومن ثم فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، فالأرباح غير العادية في السوق الكفاء لا تتحقق إلا بالصدفة والحظ، وفي ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار على مكونات المحفظة سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية، إضافة إلى سمة أخرى هي أن يكون العائد المحقق، في حدود عائد محفظة السوق. ونجد من بين الإستراتيجيات الساكنة في تكوين محفظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وإستراتيجية المؤشرات .

أولاً: إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

في ظل هذه الإستراتيجية على المستثمر أن يسارع في الشراء إذا ما توفرت له الأموال دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار وليس هناك فرصة آنية أو مستقبلية يمكن أن يحقق من ورائها أرباحاً متميزة على حساب آخرين، فالمستثمر الذي يتبع الإستراتيجية السلبية لا تتوافر لديه مصادر للحصول على المعلومات الخاصة، كما أنه ليس له القدرة على التحليل السريع للمعلومات العامة المتاحة. ولا تعني الإستراتيجية الساكنة المتمثلة في اشتراك واحتفظ وقوف لمستثمر مكتوف اليدين، بل عليه إن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر التي يبدي استعداداً لتحملها¹.

إن أسلوب الشراء والاحتفاظ بالنسبة إلى أسهم يستند على الافتراض بأنه على المدى الطويل فإن قيمة الأسهم سوف ترتفع مستقبلاً، وإن البيانات التاريخية أو الحكمة السائدة تدعم هذا الاتجاه، إن المنطق وراء

1 - برودي نعيمة، كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات، مجلة الاقتصاد والمناجنت الصادرة عن كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، التسيير والمالية بجامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، المجلد 10، العدد 01 ص 331.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

هذا التوجه هو أن الاقتصاد في أي دولة سيكون مع مرور الزمن وبالتالي فإن أرباح الشركات ستزداد وكذلك الأسعار وتوزيعات الأرباح بالتبعية. يمكن أن يكون هناك تذبذبات في المدى القصير نتيجة لتذبذب الدورة الاقتصادية أو التضخم ولكن في النهاية ستستقر هذه الأمور وسينمو السوق. ومن فوائد استراتيجية الشراء والاحتفاظ هو تخفيض عمولة الاتجار بالأسهم وكذلك خفض الضرائب نتيجة لعدم الاتجار باستمرار بالأسهم¹.

ثانياً: إستراتيجية المؤشرات

إلى جانب إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، هناك إستراتيجية أخرى ساكنة يطلق عليها إستراتيجية المؤشرات، وتقضي تلك الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر أند بور S & P500 أو مؤشر داو جونز، وبذات نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر، هو ما يضمن للمستثمر أن يحقق عائد مماثل للعائد الذي تحققه محفظة السوق، وبالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلياً، وذلك بأن يشتري وحدات في صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة لأحد مؤشرات الأسهم، ويحصل بالتالي على عائد مماثل عائد محفظة السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر².

1 - إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص 39.

2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 377.

المطلب الرابع: الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق

وتعرّف أيضا بالاستراتيجيات النشطة للاستثمار وهي تقوم على فرض المعاكس تماما للفرض الذي تقوم عليه الاستراتيجيات الساكنة حيث أنّها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية، وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات وفي نفس الوقت كما أنّهم 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 لها. وتنقسم إلى إستراتيجية اختيار الأوراق المالية، وإلى إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة وإستراتيجية توقيت السوق.

أولا: إستراتيجية اختيار الأوراق المالية:

تتطلب هذه الإستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي والتحليل والفني، كما تتطلب استخدام سبل تقييم أسهم وذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية لورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ قرار تضمينها مكونات المحفظة أو استبعادها منها، ولتقدير القيمة الحقيقية للسهم يحتاج المحلل إلى معلومات عن ربحية السهم المستقبلية (مدخل مضاعف الربحية) وكذا الوقوف على نسبة الأرباح الموزعة حتى يمكن تقدير نصيب السهم منها وذلك حتى يتمكن من استخدام نموذج تقييم التوزيعات.¹

ثانيا: إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة

يقصد بإستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة بين القطاعات تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت

1 - برودي نعيمة، كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 334.

الفصل الثاني: الاستثمار في الأسهم

التي تنتمي للقطاعات الأخرى، وعادة ما يتم تقسيم الأسهم على أساس القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المصدرة لها إلى أربع أقسام:¹

1- أسهم الشركات التي تتأثر بالتغير في أسعار الفائدة: مثل البنوك والمؤسسات المالية حيث تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات عند ارتفاع أسعار الفائدة وترتفع أسعارها عندما تنخفض أسعار الفائدة، لذلك من الأفضل التخلص من أسهم هذه الشركات في الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة والعكس.

2- أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة: تزيد مبيعات الشركات المنتجة للسلع المعمرة في فترات الراج فترتفع أسعار أسهم هذه الشركات بسبب توقع ارتفاع الأرباح في حين تنخفض أسعار أسهم هذه الشركات في حالات الكساد بسبب انخفاض المبيعات.

3- أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية: لا تختلف أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية عن أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة إلا من حيث كون أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية لا تتأثر كثيرا بموجات الكساد والراج قصيرة الأجل.

4- الأسهم الدفاعية: وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى عند مرور الاقتصاد في مرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المنخفضة، حيث لا تتأثر كثيرا بالركود مثل شركات بيع الأغذية والأدوية بالتجزئة وشركات الدخان وبعض الخدمات وشركات تقديم المنافع إلى الناس، وتتميز هذه الشركات بتحقيق عائد أكبر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق.²

1 - سمية بالجبلي، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة ببورصة عمان للفترة 1996-2006، رسالة ماجستير في علوم التسير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 78.

2 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 184.

ثالثا: إستراتيجية توقيت السوق

وهي الإستراتيجية التي تركز على إعادة توزيع مخصصات (مكونات) المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، فحسب هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية لو أنه يدرك متى يدخل في سوق الأسهم والى متى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منه موجها حصيلة بين الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة)، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، وحسب هذه الإستراتيجية أيضا فإنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقتصر لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية ونجاح تلك العملية مرهونة بمعدلات الفائدة وحجم عمولة السمسرة، والضرائب على الأوراق المالية، فكلما تضاعف حجم عمولة السمسرة والضرائب كلما كانت فرصة نجاح تلك الإستراتيجية أكبر¹.

تعتبر هذه السياسة عكس الشراء والاحتفاظ حيث يعتقد المستثمرون الذين يتبعون هذه الإستراتيجية أنه بإمكانهم التنبؤ بالأسعار عندما ترتفع أو تنخفض، لذلك أنه من المناسب أن يتم الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة والبيع عندما ترتفع الأسعار، ويمكن أن يتم استخدام التحليل الأساسي أو الفني أو كلاهما لممارسة هذه الإستراتيجية إلا أن هناك صعوبات تعترض متبعي هذه الإستراتيجية أهمها²:

- أنه من الصعوبة بمكان معرفة عندما يكون السوق مرتفع أو منخفض إذ أن السوق المرتفع سيتجه بالارتفاع والسوق المنخفض سيتجه بالانخفاض.
- تأكل الأرباح نتيجة لحجم العمولات التي يتم دفعها نتيجة لحجم الصفقات المستمرة خاصة تلك صغيرة الحجم.
- هامش السعر سوف يؤدي إلى تأكل الأرباح خاصة للأسهم ضعيفة التداول.

1 - برودي نعيمة، كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 335.

2 - إبراهيم الكراسنة، مرجع سابق، ص 39.

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل المفاهيم الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية وفهم وسائلها وتقييمها والمبادئ المستخدمة في الاستثمار، باعتبار الاستثمار في الأوراق المالية عملية توظيف الأموال، بحيث تتميز هذه الاستثمارات المالية بأسواقها الفعالة فهي تمثل مجالا واسعا لعموم المستثمرين، ولا سيما في الدول ذات الاقتصاديات المتقدمة، بالإضافة إلى الاستثمار في الأسهم باعتبارها نوع من أنواع الاستثمار بالأوراق المالية الأساسية، ولأنها تعد من أدوات التمويل الأساسية للشركات المساهمة وتتيح فرصة استثمارية تحقق فيها عوائد مختلفة ومناسبة للأفراد وبالتالي يحقق للدولة هدفها في التنمية الاقتصادية .

وبالتالي يعتبر الاستثمار في الأسهم من الاستثمارات الأكثر شيوعا في غالبية الأسواق لأنها استثمارات طويلة الأجل والأكثر ربحية وتحقيق نمو اقتصادي للدولة. وإن طبيعة الأسهم تحتم على المستثمر المتابعة المستمرة لحركة أسعارها وحجم تداولها.

حيث تلعب الخبرة والإمكانيات الفنية في قراءة السوق واتجاهاته دورا كبيرا عند الاستثمار في الأسهم ، وعليه يضع المستثمر في اعتباره تقلب أسعارها ومدى استمرارها ودراسة توقيت الشراء والبيع تجنبا للخسائر، وعادة ما ترتبط هذه الاعتبارات بسلوك المستثمر، الذي له أثر كبير في تحديد مسارات واتجاهات الأسعار السوقية، فقد يؤدي هذا السلوك إلى انتعاش السوق واستمراره أو انكماشه، إن اختيار القرار الاستثماري في الأسهم يجب أن يكون على أسس ومعايير معينة لكي تضمن له تحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار، ولهذا يجب على المستثمر اعتماد الاستراتيجيات الاستثمارية الجيدة.

الفصل الثالث:

التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- المبحث الأول: مدخل التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية
- المبحث الثاني: منهجية ومراحل منهج التحليل الأساسي
- المبحث الثالث: مدخل التحليل الفني في سوق الأوراق المالية
- المبحث الرابع: أدوات التحليل الفني في سوق الأوراق المالية

تمهيد:

يهتم المتعاملون في سوق الأوراق المالية سواء دارسين لهذا السوق أو المستثمرين في الأوراق المالية إلى وجود نموذجين لتحليل الأوراق المالية هو التحليل الأساسي والتحليل الفني.

فالتحليل الأساسي يهتم بدراسة الظروف المحيطة بالسوق سواء كانت الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي تنتمي الشركة صاحبة الورقة المالية، بالإضافة إلى دراسة ظروف الشركة ذاتها بهدف اتخاذ القرار الإستثماري المناسب في ضوء حجم المخاطر.

أما التحليل الفني فهو التنبؤ بأسعار السوق بواسطة تحليل البيانات المتولدة عن عمليات البيع والشراء الفعلية، أو باستعمال المخططات واللوحات لتحليل سلوك الأسعار السابقة على أمل التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية.

إن لهذا التحليلين أهمية كبيرة لدى المستثمرين في السوق، فالتحليل الفني له أهمية في عقلانية القرار الاستثماري، كما يهدف التحليلين إلى معرفة ودراسة سلوك المستثمرين المضاربين في اتخاذ قراراتهم المالية.

ولمعرفة التحليل الأساسي والفني أكثر ومنهجهما ومزاياهما وعيوبهما، قمنا بتقديم خطة توضح هذه المفاهيم من خلال أربعة المباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: منهجية ومراحل منهج التحليل الأساسي.

المبحث الثالث: مدخل التحليل الفني في سوق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: أدوات التحليل الفني في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: مدخل التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية

يُطلق البعض على التحليل الأساسي مسمى (التحليل الجوهرية)، ربما لكونه يستند أثناء معالجته القرار الاستثماري إلى كافة الحقائق والمعطيات الجوهرية المتاحة على الورقة المالية أو السوق ككل، ويهدف منهج التحليل الأساسي إلى تحديد قرارات الشراء والبيع بناء على تقدير قيمة الذاتية للورقة، وبهذا التحليل يستطيع المستثمر التسلح بقوة استثمارية تدعم قراره وتجعله قراراً عقلانياً يتسم بالرشد الاستثماري ويضمن له تحقيق ما يصبو إليه من غايات استثمارية.

المطلب الأول: ماهية التحليل الأساسي

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم التحليل الأساسي وأهميته وأهدافه.

أولاً: مفهوم التحليل الأساسي:

شهدت الثلاثينات بداية التحليل الأساسي عندما بدأت لجنة الأوراق المالية والبورصات وفقاً لقانون بورصة الأوراق المالية لعام 1934، وكانت هذه اللجنة مخولة بتنظيم السوق وتمت معاينة أي خطوة للتلاعب بالسوق بشدة. في عام 1934 نشر غراهام ودود أيضاً كتاب تحليل الأمن في جامعة كولومبيا، حيث أكد هذا الكتاب أنه من خلال تحليل كامل للشركة، حيث يمكن الحصول على عوائد جيدة ويمكن العثور على قيمة السهم، واقتروا امتلاك الأسهم على المدى الطويل.¹

هناك العديد من تعاريف التحليل الأساسي نذكر منها:

يعرف التحليل الأساسي "على أنه طريقة لمعرفة السعر المستقبلي للسهم الذي يرغب المستثمر في شرائه، ويتعلق الأمر بفحص القيمة الجوهرية للشركة لمعرفة ما إذا كان سعر السوق الحالي عادلاً أم لا، سواء كان سعره باهظاً أم لا. وتعتقد أن تحليل الاقتصاد والإستراتيجية والإدارة والمنتج والوضع المالي والمعلومات الأخرى ذات

1 - Renu Isidore. R and P.Christie , *FUNDAMENTAL ANALYSIS VERSUS TECHNICAL ANALYSIS-A COMPARATIVE REVIEW* ,International Journal of Recent Scientific Research Research Vol. 9, Issue, 1(B), , January, 2018 ,p230.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

الصلة ستساعد في اختيار الأسهم التي ستتفوق على السوق وتوفر مكاسب ثابتة للمستثمر. إنه فحص القوى الأساسية التي تؤثر على مصلحة الاقتصاد والقطاعات الصناعية والشركات، يحاول التنبؤ بالحركة المستقبلية لسوق رأس المال باستخدام إشارات من الاقتصاد والصناعة والشركة، ويتطلب هذا دراسة السوق من منظور أوسع¹.

كما يعرف التحليل الأساسي بأنه " طريقة لتقييم الأوراق المالية من خلال محاولة قياس القيمة الجوهرية من خلال دراسة العوامل الاقتصادية والمالية وغيرها من العوامل النوعية والكمية ذات الصلة، المحللون الأساسيين يحاولون دراسة كل ما يمكن أن يؤثر على قيمة الأمان، بما في ذلك عوامل الاقتصاد الكلي (مثل الاقتصاد الكلي وظروف الصناعة) والعوامل الفردية المحددة (مثل الحالة المالية وإدارة الشركات).²

ثانيا: أهمية التحليل الأساسي:

يكتسي التحليل المالي الأساسي أهمية كبيرة في تقييم أداء وأسهم الشركات من خلال³:

- 1- مواكبة التطور الاقتصادي والتكنولوجي الذي تشهده الساحة الاقتصادية، والذي يؤثر على المحيط الداخلي والخارجي للشركة، خاصة فيما يتعلق بالابتكارات المالية الجديدة.
- 2- التأثير الكبير لظاهرة التضخم على أسعار الأسهم، أضف إلى ذلك معدلات الفائدة المتفاوتة التي تقرها المصارف التجارية، خاصة وأن هذه الأخيرة أصبحت تتميز باستقلالية نوعية في أدائها المصرفي نظرا لتأثيرها الكبير في السوق المالي.

1 - Devika, S. Poornima, *Fundamental Analysis as a Method of Share Valuation in Comparison with Technical Analysis*, *Journal of Exclusive Management Science* - December 2015 - Vol 4 Issue 12 , p4.

2 -SURESH A.S, *A STUDY ON FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS*, *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, Vol.2, No. 5, May (2013),p46.

3 - بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006-2010. رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010، ص55.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- 3- الانتشار الواسع للشركات التي تنتج نفس المنتج، أو تنتج منتجات بديلة، أو تعمل داخل نفس القطاع، مما عجل بظهور منافسة شديدة بين هذه الشركات، لذا تبنت هذه الأخيرة مؤشرات جديدة من أجل تقييم أدائها، وخير مثال على ذلك نجد مؤشر الصناعة.
- 4- السياسات الحكومية وتدخلها في نشاط الشركة خاصة فيما يتعلق بمعدل الضريبة، أو الدعم الذي تقره لقطاع معين، أو السياسات الجمركية، التي لها تأثير كبير على أرباح الشركات وعلى مقدرتها في جلب المواد الأولية أو تسويق إنتاجها خارجيا.
- 5- تحليل معدل النمو الاقتصادي، خاصة وأن هذا الأخير يلعب دورا هاما في مستوى الطلب على منتجات الشركة، وبالتالي سترتفع نسبة المبيعات، والنتيجة ارتفاع في سعر أسهمها والعكس صحيح.
- 6- تحديد العلاقة الاقتصادية ما بين سعر الأسهم وإجمالي الأرباح، والقيام بعمليات التنبؤ لمستقبل الشركة وذلك بعد تحديد مختلف التحديات التي قد تعوق نشاطها الاستثماري.
- 7- تلعب هذه المؤشرات دورا هاما في قياس الفشل المالي للشركات، مع إمكانية التنبؤ بذلك قبل حدوثه، ما يجنبها الوقوع في أخطار مالية قد تعصف بمستقبلها في المستوى المتوسط والبعيد.

ثالثا: أهداف التحليل الأساسي

تكمن أهم أهداف التحليل الأساسي فيما يلي:

- 1- التنبؤ بتوجه الاقتصاد الوطني لأن النشاط الاقتصادي يؤثر على أرباح الشركات ومواقف المستثمرين وتوقعاتهم وأسعارهم الأمنية في نهاية المطاف.
- 2- تقدير التغيرات في أسعار الأسهم من خلال دراسة القوى العاملة في الاقتصاد الكلي، وكذلك التأثيرات الخاصة على الصناعات والشركات.
- 3- تحديد الوقت المناسب والأوراق المالية المناسبة للاستثمار

المطلب الثاني: افتراضات ومدخل التحليل الأساسي

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد افتراضات ومزايا وعيوب التحليل الأساسي.

أولاً: افتراضات التحليل الأساسي:

يستند التحليل الأساسي لعدة افتراضات تتمثل فيما يلي:

1- لكل ورقة مالية قيمة ذاتية في أي لحظة زمنية:

فالمحلل الأساسي يعتقد أن لكل ورقة مالية قيمة ذاتية غير مكتشفة، فإذا أمكن لأحد تأكيد هذه القيمة فالقرار حينئذ بالشراء أو البيع يكون سهلاً، لاكتشاف هذه القيمة فالمحلل الأساسي يفترض أساساً أن القيمة = المكاسب المستقبلية X المضاعف.

فالمحلل الأساسي يكتشف أنه إذا كانت التوزيعات النقدية ستدفع، أو أن الأسهم مقبلة على زيادة قيمتها فالمصدر الوحيد لهذه التوزيعات (التممين الرأسمالي) هو المكتسبات المستقبلية للشركة. لذا فالمحلل الأساسي يحاول حساب كم تكون المكتسبات المستقبلية قيمتها اليوم، كما المسماة أيضاً الحاضرة للدخل المستقبلي.¹

2- القيمة الذاتية للورقة المالية دالة لكلا من العائد والمخاطرة:

يحدد المستثمر القيمة السوقية المناسبة وهي القيمة التي يجب أن يشتري بها وتباع هذه الورقة في وقت معين، وهو ما يعرف بتقييم الورقة المالية، وفي هذه الحالة يحدد المستثمر معدل العائد المطلوب، وهو أدنى عائد يطلب أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر على استثمار أمواله في هذا الأصل ومقارنته بمعدل العائد المتوقع على هذا الاستثمار، يتكون معدل العائد المطلوب من معدل العائد الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة الخطر، باعتبار أن المستثمر يتجنب المخاطر بطبعه ولا بد من تحفيزه للاستثمار، وفي الأصل الخطر ومعدل العائد الخالي من الخطر هو العائد على ورقة مالية خالية من المخاطر وعادة ما يقاس بمعدل العائد على الأوراق الحكومية، أم العائد المتوقع فيتمثل فيما يتوقعه المستثمر من ربح موزع للسهم بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية المتوقعة في نهاية الفترة

1 - جلال إبراهيم، أساسيات الاستثمار الأوراق المالية والبورصات، دار الكتاب الحديث، مصر، 2009، ص 75.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

(عادة سنة) منسوبا إلى ثمن الشراء، أو أنه مجموع حاصل ضرب العوائد المحتملة لاستثمار معين في الاحتمالات المقابلة لها، أما العائد المحقق وهو العائد الذي يحوز عليه المستثمر جراء اقتنائه للأصل.¹

3- تحديد القيمة الذاتية يستلزم معرفة العوامل الأساسية المؤثرة فيها:

وتتمثل في عوامل متصلة بالحالة الاقتصادية العامة والى عوامل متصلة بالصناعة التي تنتمي الشركة إليها وأخيرا عوامل خاصة بالشركة ذاتها.

4- إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية:

يستند التحليل الأساسي على فكرة إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بأسعار الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة، وبالتالي يمكن التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية، مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق.²

5- القيمة الذاتية للورقة تحدد قرار الاستثمار في الورقة المالية:

عندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من سعر التداول، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء هذه الورقة لأنه يتوقع ارتفاع قيمتها في السوق في المستقبل، أما إذا كان السعر في السوق أكبر من قيمتها الحقيقية، فينبغي التخلص منها لتجنب تحقيق خسائر محتملة لأنه يتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل.³

6- سوق الأوراق المالية كفاء على الأقل في شكلها الضعيف:

ففي ظل معرفة جميع المتعاملين بالمعلومات السائدة في السوق، وهي الحالة التي توفرها السوق كاملة الكفاءة سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرون قريبا من معدل العائد المتوقع (القيمة السوقية للأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية)، أما في ظل عدم تماثل المعلومات لدى المتعاملين (حالة سوق غير كفؤ) يفشل

1 - محمد حسنى على حسن زغلي، أثر الخداع النقدي على أسواق الأوراق المالية الصاعدة (مع الإشارة إلى سوق الأوراق المالية المصري)، أطروحة دكتوراة بكلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012، ص65

2 - عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات الاستثمار في البورصة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010، ص229.

3 - نفسه، ص229.

المعاملون في السوق المالي في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة يترتب عليها اختلاف معدل العائد المحقق من معدل العائد المتوقع (انحراف القيم السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية).¹

ثانياً: المداخل الرئيسية للتحليل الأساسي:

أثناء إجراء تحليل أساسي، عادةً ما يستخدم المستثمرون أحد الأساليب التالية أو كليهما²:

1- التحليل من أعلى إلى أسفل:

في هذه الحالة، يحقق المحلل في كل من المؤشرات الدولية والوطنية الاقتصادية، مثل معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الطاقة والتضخم وأسعار الفائدة، والبحث عن أفضل الأصول ثم يتحول إلى تحليل إجمالي المبيعات ومستويات الأسعار والمنافسة الأجنبية في قطاع معين من أجل تحديد أفضل شركة في هذا القطاع.

2- التحليل من أسفل إلى أعلى:

وهو المنهج التصاعدي حيث في هذه الطريقة يبدأ المحلل في تحليل البحث داخل قطاع معين بغض النظر عن الصناعة / المنطقة، حيث يتم إجراء التحليل الأساسي بهدف التنبؤ بأداء الشركة في المستقبل، ويعتمد على الاعتقاد بأن سعر السوق للأصل يميل إلى التحرك نحو "القيمة الحقيقية" أو "القيمة الجوهرية"، وبالتالي إذا كانت القيمة الجوهرية للأصل أعلى من القيمة السوقية، فقد يكون هناك موقف يكون فيه وقت الشراء، خلاف ذلك يجب على المستثمرين البيع.

1 - محمد حسنى على حسن زغلى ، مرجع سابق، ص65.

2- Sónia R. Bentes, Raúl Navas, The Fundamental Analysis: An Overview, *International Journal of Latest Trends in Finance & Economic Sciences* Vol-3 No. 1 March, 2013,p389.

المطلب الثالث: التحليل الأساسي ونقاط القوة والمزايا والعيوب

سنتطرق في هذا المطلب إلى نقاط قوة التحليل الأساسي وكذلك إلى مزاياه وعيوبه.

أولاً: نقاط القوة للتحليل الأساسي:

تتمثل نقاط قوة التحليل الأساسي فيما يلي¹:

1- الاتجاهات طويلة الأجل: يعد التحليل الأساسي مفيداً للاستثمارات طويلة الأجل استناداً إلى الاتجاهات طويلة الأجل، إن القدرة على تحديد وتوقع الاتجاهات الاقتصادية أو الديموغرافية أو التكنولوجية أو الاستهلاكية على المدى الطويل يمكن أن تفيد المستثمرين وتساعد في اختيار مجموعات أو شركات الصناعة المناسبة.

2- اكتشاف القيمة: سيساعد التحليل الأساسي السليم في تحديد الشركات التي تمثل قيمة جيدة، إن بعض المستثمرين الأسطوريين يفكرون على المدى الطويل والقيمة، وبالتالي يمكن أن يساعد التحليل الأساسي في الكشف عن الشركات ذات الأصول القيمة، والميزانية العمومية القوية، والأرباح الثابتة، والبقاء في السلطة.

3- الفطنة التجارية: تعتبر من المكافآت الأكثر وضوحاً، ولكن أقل ملموسة من التحليل الأساسي، فهو تطوير فهم شامل للأعمال، بعد إجراء مثل هذا البحث والتحليل المضني، سيكون المستثمر على دراية بالدوافع الرئيسية للإيرادات والأرباح وراء الشركة، حيث يمكن للأرباح وتوقعات الأرباح أن تكون محركات قوية لأسعار الأسهم، ويمكن أن يساعد الفهم الجيد للمستثمرين في تجنب الشركات التي تكون عرضة للنقص وتحديد الشركات التي تواصل تقديمها.

4- محرك للقيمة: بالإضافة إلى فهم الأعمال، يسمح التحليل الأساسي للمستثمرين بتطوير فهم الدوافع القيمة الرئيسية داخل الشركة، حيث يتأثر سعر السهم بشدة بالمجموعة الصناعية من خلال دراسة هذه المجموعات، ويمكن للمستثمرين وضع أنفسهم بشكل أفضل لتحديد الفرص عالية المخاطر (التقنية) ومنخفضة

¹ - SURESH A.S , op,cit,p81,p46.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

المخاطر (المرافق)، الموجهة نحو النمو (الكمبيوتر) والقيمة المدفوعة (النفط)، غير الدورية (السلع الاستهلاكية)، الدورية (النقل) الخ.

5- الاعتماد على أساس اقتصادي: يوفّر التحليل الأساسي إطارًا تحليليًا لاتخاذ قرارات الاستثمار الرشيد، حيث يصر التحليل الأساسي على أنه لا ينبغي لأحد شراء أو بيع سهم على أساس النصائح والشائعات، حيث يدعو النهج الأساسي المستثمر إلى اتخاذ قرار الشراء أو البيع على أساس تحليل مفصل للمعلومات حول الشركة، والصناعة التي تنتمي إليها الشركة والاقتصاد. وهذا يؤدي إلى الاستثمار المستنير، حيث يمكن أن يكون التحليل الأساسي ذا قيمة، ولكن يجب التعامل معه بحذر حيث يركز على أن المستثمر يجب أن يكون على دراية بالمحلل الذي يقف وراء التقرير، لدينا جميعًا تحيزات شخصية، ولكل محلل نوع من التحيز، حيث يجب على المستثمر التعرف على معنى التقييمات وتتبع سجل المحلل قبل القفز إلى نتيجة. بيانات الشركات والبيانات الصحفية للشركة معلومات جيدة، ولكن يجب قراءتها بدرجة جيدة من الشك لفصل الحقائق عن التظليلات، والبيانات الصحفية لا تحدث عن طريق الصدفة، يجب أن يصبح المستثمرون قراء ماهرين للتخلص من المعلومات المهمة وتجاهل التظليل.

ثانيا: مميزات وعيوب التحليل الأساسي:

1- مميزات التحليل الأساسي: تكمن مميزات التحليل الأساسي فيما يلي¹:

- التحليل الأساسي يدرس العوامل الاقتصادية والسوقية الحقيقية في تقييم قيمة الأسهم مع التحليل الأساسي، فإنه يسعى إلى فهم الاتجاهات في الاقتصاد وقطاع الأعمال والشركات لتحديد ما إذا كان يتم تسعير الأسهم إلى حد ما بالنظر إلى الظروف الاقتصادية السائدة، ويبدأ التحليل الخاص بك عن طريق دراسة التوقعات الاقتصادية لتحديد أي مجموعات الصناعة من المرجح أن تستفيد، إن فهم المجموعة لا يقل أهمية عن اختيار قادة

1 - Nada Petrusheva, Igor Jordanoski, *COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN THE FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS OF STOCKS*, Journal of Process Management – New Technologies, International Vol. 4, No.2, 2016.p28.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

الصناعة ، فإن الشركات الكبرى في صناعة راكدة أو متراجعة لن تكون اختيارات حكيمة، يختتم التحليل بدراسة القادة في الصناعات الناشئة ، والنظر في الإحصاءات الرئيسية ، والإدارة وخطط العمل.

- والميزة الثانية للتحليل الأساسي هي حقيقة أن أسعار الأسهم يتم تحديدها من خلال أداء الشركات وآفاقها لتحقيق الربح. لذلك إذا قمت بإجراء توقعات دقيقة والتوقعات حول الأرباح المستقبلية، فمن المحتمل أن يكون تقييم أسعار السوق للأسهم دقيقًا نسبيًا.

- للتحليل الأساسي ميزة أخرى تتمثل في أنه هي المنطق الاقتصادي والقدرة على البقاء بمعايير الاستثمار، وهو أن السهم هو خيار استثمار جيد عندما تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الحقيقية، أي عندما يكون بأقل من قيمته الحقيقية والعكس صحيح، لا ينصح بشراء السهم عندما تكون قيمته السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية.

2- عيوب التحليل الأساسي: تكمن عيوب التحليل الأساسي فيما يلي:

- إن التحليل الأساسي يحتاج إلى جعل الأسهم تختار بطريقة مدروسة وأحكام ذاتية، كما هو تعريف للقيمة العادلة، قد يحتاج إلى استخدام معايير مختلفة لتقييم مجموعات الصناعة المختلفة، والتي ستكون أيضًا عملية استهلاك للوقت.

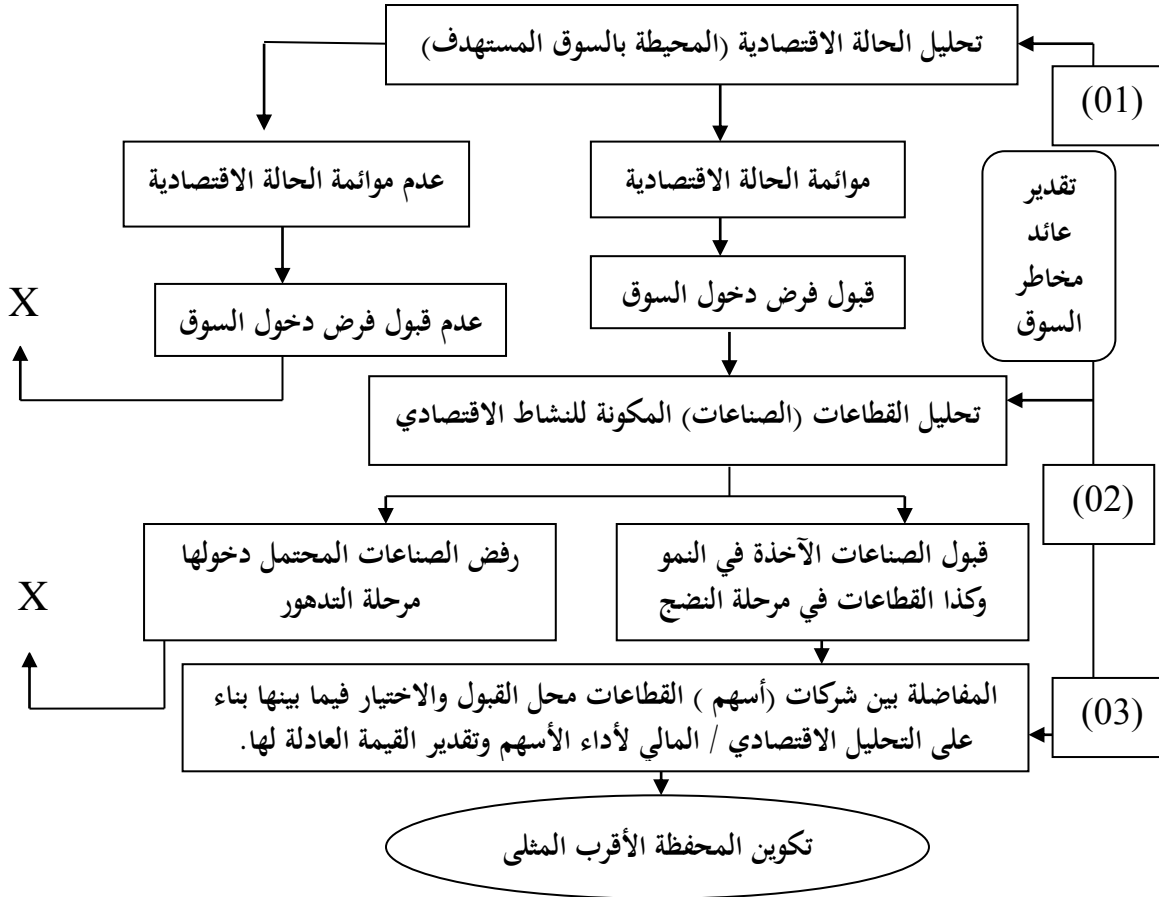
- إن الضعف الرئيسي للتحليل الأساسي هو أنها تستغرق وقتًا طويلاً، حيث لا يمكنك تحديد موقع واستيعاب المعلومات بسرعة.

- فعيب التحليل الأساسي يتعلق بفرضية السوق الفعالة، نظرًا لأن جميع المعلومات حول الأسهم هي معلومات عامة، باستثناء المعلومات الداخلية غير القانونية، كما تعكس أسعار الأسهم تلك المعرفة، إذا كانت أسعار الأسهم تعتمد على جميع المعلومات المعروفة، ثم لا يمكن الاستهانة بها أو المبالغة فيها، لكن تدفقات المعلومات غير كاملة، وإذا كان لديك ممارسة العناية الواجبة سوف تكون أكثر نجاحًا من أولئك الذين لا يفعلون ذلك.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- التحليل الأساسي هو أن عملية التحليل معقدة وطويلة ومستهلكة للوقت والتي ستكون صعبة بالنسبة للمستثمر العادي، والأهم من ذلك أن التحليل الأساسي لم يكن قادراً على التنبؤ بحجم الحركة ولكنه قدم تنبؤات متحيزة فقط لاتجاهات تحركات أسعار الأسهم¹.

الشكل رقم (01-3): يوضح منهجية ومراحل التحليل الأساسي



المصدر: محمد محمود أحمد شلبي، أثر التغير في متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأوراق المالية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة

حلوان، مصر، 2011، ص68

1 - Renu Isidore. R and P.Christie op,cit,p81,p23.

المبحث الثاني: مراحل منهج التحليل الأساسي

إن المدخل الأساسي في تحليل الأوراق المالية هو التحليل الذي يعتمد على استخدام الأساليب العلمية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم في السوق، وأدت الأدبيات ذات الصلة بتحليل أداء الأسواق المالية على وجود ثلاثة مراحل أساسية لمنهجية التحليل الأساسي، والتي يمكن إجمالها في تحليل بيئة النشاط الاقتصادي وتحليل ظروف الصناعة وتحليل ظروف الشركات.

المطلب الأول: تحليل بيئة النشاط الاقتصادي

يعدّ الأداء الكلي للنشاط الاقتصادي بمثابة الحيز الشامل الذي تعمل فيه سوق الأوراق المالية، وهنا تؤكد الأدبيات على وجود اتجاه تبادلي بين أداء النشاط الاقتصادي الكلي وسوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن التأكد من سلامة البيئة الاقتصادية التي يعمل فيها سوق الأوراق المالية يعد عنصراً موضوعياً لاتخاذ القرار الاستثماري، وبهذا الفهم فإن هذه المرحلة من التحليل الأساسي تعد أساساً في المفاضلة بين عدة أسواق والاختيار فيما بينها،¹ وتؤكد على تحليل البيئة الاقتصادية الكلية فإنه يتم من خلال مجموعة من المتغيرات والسياسات المختلفة للنظام الاقتصادي، يمكن إدراجها في النقاط التالية:

- المرحلة التي يمر بها النشاط الاقتصادي من دورة الأعمال.
- اتجاهات السياسات المالية والنقدية.
- تحليل مستويات الأسعار ومستويات التوظيف.
- الناتج المحلي الإجمالي
- أسعار الصرف.

1 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص 69.

أولاً: المرحلة التي يمر بها النشاط الاقتصادي من دورة الأعمال:

تعرف الدورة الاقتصادية أو دورة الأعمال بأنها "تقلبات في المستوى العام للنشاط الاقتصادي، ويمكن قياس هذه التقلبات من خلال بعض المتغيرات مثل معدل البطالة ومعدل التغير في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي¹، حيث يعتبران الاقتصاديين "آرثر بارن" و "ويسلي ميتشال" أن دورة الأعمال تتكون من تلك التوسعات تليها تلك الإنكماشات التي تحدث انخفاض في وقت واحد تقريباً في العديد من القطاعات، تليها فترات الركود الاقتصادي، ثم انتعاش واسع النطاق الذي من شأنه توليد مرحلة من التوسع في الدورة القادمة.² وأن مؤشرات الدورة تتمثل في القمم والانخفاضات في النشاط الاقتصادي الكلي معبرا عنه بالتحوكات التي تحصل في مجالات التشغيل والإنتاج والمبيعات، وعرف آخرون الدورة الاقتصادية بأنها (بأنها تأرجح في مجموع الناتج القومي والدخل والعمالة والذي يدوم عادة لفترة تتراوح ما بين سنتين إلى عشرة سنوات والتي تتصف بتوسع معظم قطاعات الاقتصاد أو انكماشه)³.

يفرق عادة الاقتصاديون بين أربع مراحل أساسية للدورات الاقتصادية، فتمثل فيما يلي⁴:

1- مرحلة الانتعاش: ويطلق عليها البعض "التوسع" أو الاستعادة وفيها يميل المستوى العام للأسعار إلى الثبات، أما النشاط الاقتصادي في مجموعه فيتزايد ببطء، وينخفض سعر الفائدة، ويتضاءل المخزون السلعي، وتزايد الطلبات على المنتجين لتعويض ما أستنفذ من هذا المخزون، ومن سمات هذه المرحلة توسع ملحوظ في الائتمان المصرفي مع توسع في التسويات والإيداعات.

1 - جيمس حوار تيني، ريجارد استروب، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن، دار المريخ للنشر، 1988، ص197.

2 - فريد بلخير كورتال، مدخل التسويق، دار كنوز المعرفة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص17.

3 - بول سامويلسون، وليام د.نورد هاوس، مايكل ج.ماندل. الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مرجعة أسامة الدباغ، الدار الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص585

4 - Delas Jean-Pierre, *économie contemporaine; faits, concepts; théories, elipses, paris, 2008, 166-167.*

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

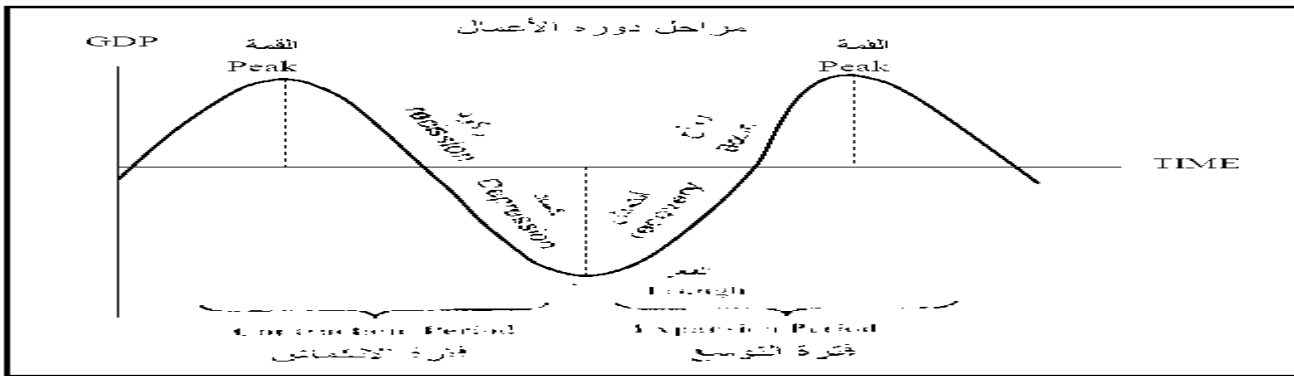
2- مرحلة الرواج: ويطلق عليها "القمة"، وتتميز بارتفاع مطرد في الأسعار، وتزايد حجم الإنتاج الكلي بمعدل سريع، وتزايد حجم الدخل ومستوى التوظيف، في هذه المرحلة الطاقة تصبح مستغلة بالكامل، ويبدأ ظهور النقص في العمال وبعض المواد الخام الأساسية.

3- مرحلة الأزمة: ويطلق عليها مرحلة "الركود" وتتميز بهبوط الأسعار، وينتشر الذعر التجاري، وتطلب البنوك قروضها من العملاء، وترتفع أسعار الفائدة، وينخفض حجم الإنتاج والدخل، وتزايد البطالة، كما يتزايد المخزون السلعي. ومن سمات هذه المرحلة انخفاض التسهيلات المصرفية وارتفاع نسبة الاحتياطي النقدي لدى البنوك وضعف التسويات والإيداعات المصرفية.

4- مرحلة الكساد: وتتسم بانخفاض الأسعار، وانتشار البطالة، وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عمومها، ويطلق عليها مصطلح القاع وهي الجزء الأسفل من النشاط الاقتصادي الذي يصبح سيئا بدرجة كبيرة.

ومما لا شك فيه أن تعيين المرحلة التي يمر بها النشاط الاقتصادي في الدورة الاقتصادية وكذا التوقع بالمرحلة القادمة التي سيكون بصدها يعد محمدا رئيسيا في قرار الاستثمار ببورصة الأوراق المالية، وذلك نتيجة لما يعكسه نمط هذه المرحلة على أداء الشركات المتداول أسهمها، إضافة إلى تأثير نمط تلك المرحلة أيضا على سيكولوجية المتعاملين الاقتصاديين داخل السوق، والشكل الموالي يوضح مراحل دورة الأعمال:

الشكل رقم (3-02): يوضح مراحل دورة الأعمال



Source:MC. Vaish, Macro economic Theory , 1981, P513

ثانيا: اتجاهات السياسات المالية والنقدية.

1- اتجاهات السياسات النقدية: تعرف السياسة النقدية بأنها " الإجراءات اللازمة التي يمكن من خلالها أن تقوم السلطات بضبط عرض النقد ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، وهي هدف البنك المركزي في ممارسته للرقابة على النقود وعلى معدلات الفائدة وعلى القروض،¹ وتكمن العلاقة بين السياسات النقدية والسوق المالي في حجم السيولة (المعروض النقدي) والذي يتحكم في حجمه من خلال السلطة النقدية التي تهدف إلى التحكم والتأثير في حجمه للقيام بإجراءات التي من شأنها أن تؤثر على مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين (مباشرة وغير مباشرة)².

فالطريقة المباشرة فهي تقيّد نشاط السوق من خلال قيام السلطة النقدية ببيع وشراء الأوراق المالية أما الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الأولى، حيث تكون فعالة في حالة الشفافية والوضوح، وهي تأثر من خلال قنوات لعل أبرز هذه القنوات هي سعر الفائدة، ومنح الائتمان، سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني.

2- اتجاهات السياسات المالية: تمتاز السياسة المالية بدور كبير في التأثير على النشاط الاقتصادي لما لها من علاقات تشابكية مع السياسات الاقتصادية الأخرى، فهي تعرف على أنها مجموعة من الإجراءات التي ينصب اهتمامها على دراسة النشاط المالي للدولة وما يتبع هذا النشاط من آثار سلبية لمختلف القطاعات في الاقتصاد القومي وتتضمن تكييف لحجم الإنفاق العام والإيرادات العامة ونوعيا لأوجه هذا الإنفاق ومصادر

1 - قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015، ص53.

2 - عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة للمدة القياسية 1999-2010 وباستخدام نماذج التخلف الزمني)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 8، العدد 32، العراق، 2012، ص195.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

هذه الإيرادات بغية تحقيق أهداف محددة أبرزها تنمية الاقتصاد القومي وتحقيق الاستقرار الاقتصادي والعدالة وتوزيع الدخل¹.

فعلى صعيد الإنفاق الحكومي فإن الزيادة يفیه مع افتراض استقرار المعدلات الضريبية، فإن ذلك سيكون له أثرا إيجابيا على مستوى النشاط الاقتصادي ينعكس في ارتفاع معدلات النمو، وهو ما يمتد بهذه الصورة الايجابية إلى أداء سوق الأوراق المالية، نتيجة ما يحققه ذلك من ارتفاع لمستوى الدخل الموجهة للاستهلاك والاستثمار، على النقيض من ذلك فإن التوسع في السياسة الضريبية سترك لا شك أثرا سلبيا على أداء السوق من خلال عدة اتجاهات، لا سيما التأثير على دخول المستثمرين القابلة للإنفاق الاستثماري، وكذا تأثيرها على أرباح الشركات مصدرة الأوراق المالية ومن ثم توزيع أرباحها².

ثالثا: تحليل مستويات الأسعار ومستويات التوظيف.

يتحقق تأثير ارتفاع مستويات الأسعار إلى أداء سوق الأوراق المالية سواء بصورة مباشرة من خلال التأثير على القيمة الحقيقية للنقود، والتي تدفع المستثمرين لإعادة توزيع تفضيلاتهم بين البدائل الاستثمارية المختلفة لمحاولة الوصول إلى أعلى عائد ممكن، كما أن لمستويات الأسعار تأثيرا غير مباشر من خلال تأثيرها على التوقع بمعدلات الفائدة، والتي بدورها تؤثر على حركة السيولة من وإلى سوق الأوراق المالية، من خلال تأثيرها على تفضيلات المستثمرين.

ففي حالة الانكماش يصبح الاقتصاد في اقل مستوياته من الطلب، وبالتالي يؤدي إلى تكديس السلع ثم إلى انخفاض الأسعار، لذا يلجأ المستثمر إلى اعتماد إستراتيجية استثمارية تلائم الانكماش، وذلك من خلال التقليل من الاستثمار في الأصول السائلة قصيرة الأجل مثل ودائع البنوك.

1 - محمد جمال ذنبيات، المالية العامة والتشريع المالي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003، ص42.

2 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص72.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

إن البيئة الانكماشية تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وارتفاع أسعار السندات، مما يجعل الالتزامات والديون طويلة الأجل استثمارات جيدة، فإذا كان المستثمر طويل الأجل فيفضل شراء السندات من النوع الممتاز وشراء السندات من الحكومات والشركات الكبيرة والعريقة ذات المركز الائتماني المتين¹.

وإلى جانب مستويات الأسعار فإن مستويات التوظيف داخل النشاط الاقتصادي تلعب دوراً هاماً في التأثير على سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال ما تتركه بيانات التوظيف من أثر نفسي على سلوك المتعاملين في السوق نتيجة لما تعكسه تلك البيانات للحالة التي يمر بها النظام الاقتصادي المعني بالدراسة².

رابعاً: الناتج المحلي الإجمالي:

إن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الاقتصاد لهما علاقة إيجابية، حيث كلما ارتفعت معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وأشياء أخرى متساوية، وأكثر ملائمة لسوق الأوراق المالية، قد ترتفع أسعار الأسهم بسبب إمكانية تحقيق أرباح أعلى من مناخ أعمال الجيدة³.

يتأثر الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الفائدة ارتفاعاً وانخفاضاً، حيث يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى زيادة الطلب على الاستثمار، وهو ما يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي من خلال مضاعفة الاستثمار، مؤدياً بذلك إلى زيادة الناتج القومي، الذي ينعكس بدوره على زيادة الطلب على الأدوات الاستثمارية ومنها الأسهم مما يرفع أسعارها ويحسن عوائدها ويزيد من حجم تداولها⁴.

1 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 239.

2 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص 72.

3 - Ifuero Osad Osamwonyi , Esther Ikavbo Evbayiro-Osagie, *The Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Index in Nigeria*, *J Economics*, 3(1), 2012,p58.

4 - الخطيب فوزي، منذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية، مجلة أبحاث النمو، سلسلة العلو الإنسانية والاجتماعية، المجلد 10، 1994، ص 371-390.

خامسا: سعر الصرف:

يعرّف سعر الصرف بأنه "عبارة على السعر الذي يمكن بواسطته استبدال عملة دولة ما مقابل عملة دولة أجنبية".¹ وبهذا الفهم فإن التأثير الذي يمارسه معدل الصرف الأجنبي تجاه سوق الأوراق المالية سيتحقق من ناحيتين أساسيتين²:

- تأثير معدلات الصرف الأجنبي على وضع الميزان التجاري، وما يتبع ذلك من أثر على أداء الشركات المقيدة صاحبة التوجهات التصديرية أو التي تعتمد على واردات من الخارج في مدخلاتها الرئيسية.
- تأثير معدلات الصرف الأجنبي على وضع الميزان الرأسمالي وبالأخص التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل، فالمعدلات الصرف الأجنبي دورا هاما في اجتذاب هذه الأموال من عدمه.

المطلب الثاني: تحليل ظروف الصناعة

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المنشآت التي تنتمي إليها، خاصة أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت أن هناك تماثلا في ربحية المنشآت داخل الصناعة الواحدة³. ويرتكز تحليل القطاع أو الصناعة على عدة جوانب مختلفة، ويمكن إيضاها إجمالا على النحو التالي⁴: تحليل العوامل الوصفية للقطاع - تحليل دورة حياة الصناعة.

أولا: تحليل العوامل الوصفية للقطاع:

إن تحديد العوامل الوصفية للقطاع تتمثل فيما يلي:

1 - Thomas, L.B., Money, Banking, and Financial Markets, Thomson, 2006, P14.

2 - محمد محمود أحمد شليبي، مرجع سابق، ص73.

3 - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص56.

4 - محمد محمود أحمد شليبي، مرجع سابق، ص73.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

1- الأداء التاريخي: تتمثل دراسة العلاقة بين المتغيرات الحالية والتغيرات الماضية في معدلات نمو المبيعات وذلك لإمكانية إجراء المفاضلة بين الماضي والحاضر ولكن لا بد أن تأخذ العوامل التالية في الاعتبار عند إجراء التحليل التاريخي وهي¹:

- مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار في الاقتصاد القومي ومدى قدرتها على مواجهة حالة الركود الاقتصادي، فإذا كانت ضعيفة في الماضي فليس هناك ما يبرز زيادة قدرتها في المستقبل، وقد أشار راد كليف إن استقرار مبيعات الصناعة في الماضي يعني استقرارها في المستقبل والعكس.

- النمو السريع شيء والربحية شيء آخر فإذا لم توجد رقابة جيدة على التكاليف فإن النمو قد يعني انخفاض الربحية.

- لا بد من تحليل نسبة التكاليف المختلفة مثل: تكلفة العمالة، تكلفة المواد الخام، التكلفة الصناعية، تكلفة إدارية إنتاجية العامل، أسعار المنتجات معدل دوران الأصول.

- إذ أن قراءة الأداء التاريخي للصناعة سيدعم المحلل في تتبع درجة النمو أي التقلب لمعدل نمو الصناعة، كما ستدعمه ذلك في إدراك مدى قدرة هذه الصناعة على مواجهة فترات الكساد وكذا قدرتها على الاستفادة من فترات الازدهار².

2- التأثيرات الحكومية: ويقصد بها مدى تدخل الحكومة في شؤون هذه الصناعة حيث تتصف بعض المنشآت بوجود درجة عالية من التدخل الحكومي نظرا لأن تأثيرها مباشر على النشاط الاقتصادي وعلى المجتمع ككل مثل: البنوك، شركات الأدوية، المرافق العامة، كذلك قد يكون هناك تدخل حكومي في صورة وضع عقبات كبيرة أمام نمو الصناعة في صورة تقييد للأسعار أو تحديد لطبيعة المنتجات ولمستوى الجودة أو قد

1 - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2012، ص112.

2 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص74.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

يكون هناك تدخل في صورة تقديم إعانات مالية وعينية أو فرض رسوم محركة لحماية الصناعة المحلية، هذا بجانب الدور الأساسي والهام للحكومة وهو العمل على تنمية علاقات دولية تسهم في النهوض بالصناعة¹.

ولا ينبغي أن يقتصر المحلل على دور الحكومة في التدخل، بل عليه أيضا أن يهتم بتحليل قدرة الحكومة على تهيئة مناخ من الثقة والتعاون مع غيرها من الحكومات، فالعلاقة القوية التي تربط بين دولة ما وغيرها من الدول، ولها تأثير أيضا على حجم السوق الأجنبي المتاح أمام صناعات تلك الدولة، ولعل هذا يفسر الجهود التي تبذلها وزارة الخارجية لعقد اتفاقات الشراكة مع العيد من الدول².

3- حجم الطلب والعرض: من الجوانب الهامة التي ينبغي أن ينبغي بها التحليل الأساسي هو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الصناعة، فمن المهم إن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على المنتجات الصناعية في ارتفاع أو في انخفاض أو لم يطرأ عليه تغيير، وأيضا ما إذا كانت الطاقة غير كافية، حيثخذ على المحلل أن يتعرف على إمكانيات الصناعة في تغطية الزيادة في الطلب، وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة تلك الزيادة في الطلب، فسوف يعد هذا نذير بدخول منتجين جدد، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واحتدام المنافسة بين منشآت الصناعة، وهو ما يتوقع أن يكون له أثرا عكسيا على ربحية المنشآت القائمة، وعلى أسعار أسهمها بالتبعية³.

4- التغيرات الهيكلية: فرضت التحولات التكنولوجية التي شاهدها البيئة الاقتصادية بداية من القرن العشرين ضرورة حتمية لأخذ هذه التحولات في الاعتبار أثناء تحليل الصناعة، وذلك للوقوف إلى مدى أن تكون هذه التحولات التكنولوجية إحدى الفرص التي يمكن أن يستفيد منها منتج الصناعة أو أن تكون تهديدا

1 - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، مرجع سابق، ص114.

2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص172.

3 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص168.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

لهذا المنتج، ويؤكد هذا الفهم أن الثورات التكنولوجية المتعاقبة قد ساعدت على نهوض بعض الصناعات، بينما ساعدت من جانب آخر على تلاشي صناعات أخرى¹.

5- هيكل المنافسة: إحدى الاعتبارات الهامة التي يجب أخذها في الاعتبار أثناء تحليل الصناعة، هو نمط المنافسة الذي يحيط بيئة هذه الصناعة، وربط هذا النمط من المنافسة بالعوائد المتوقعة لها، وتحليل البيئة التنافسية للصناعة يشمل على مجموعة من المحددات نذكرها على النحو التالي:

- **طبيعة المنافسة القائمة بين الشركات :** يجب أن يحدد المحلل المنافسة بين الشركات في كل صناعة ما إذا كانت في الوقت الحالي منافسة شديدة ومتزايدة أم هادئة ومستقرة وذلك عن طريق مقارنة الأسعار وبعض الأمور الأخرى بمرور الزمن، وتزيد المنافسة حينما تتنافس عدة شركات من نفس الحجم تقريبا في صناعة معينة، كما انه عند تقدير حجم وعدد الشركات تأكد من أن ذلك يشمل الشركات الأجنبية المنافسة، والأكثر من ذلك أن النمو البطيء يدفع الشركات المتنافسة إلى القتال على حصتهم في السوق ويزيد من المنافسة، كما إن التكاليف الثابتة المرتفعة تحفز الشركات على الرغبة في التشغيل بكامل طاقتها وبما يؤدي إلى خفض التكلفة وبالتالي السعر ويزيد من قدرتها على المنافسة، وأخيرا يجب البحث عن موانع الخروج من الصناعة مثل التسهيلات المتخصصة التي قد تحصل عليها الصناعة أو اتفاقيات العمل والتي تحافظ على الشركات في الصناعة برغم أن معدلات العائد قد تكون أقل من المتوسط أو تكون سلبية².

- **مدى احتمال ظهور تهديدات دخول شركات جديدة :** تكون تهديدات الشركات الجديدة من خلال معرفة مدى إمكانية دخول شركات إلى السوق والتأثير على الحصة السوقية للشركات القائمة التي تحاول المحافظة على حصتها في السوق عادة، ويكون ذلك من الأسعار الحالية المنخفضة مقارنة بالتكاليف، مما يخفض مخاطر الدخول للشركات الجديدة، وتظهر هنا الحاجة إلى تحقيق موارد للمنافسة وقنوات توزيع ممتدة

1 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص77.

2 - طارق عبد العال حماد، أسس الاستثمار الناجح في البورصة، الدار الجامعية، مصر 2010، ص140.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

والاستفادة من العلامات التجارية وعدم وجود ممانعة حكومية وإذا لم تكن مثل هذه الموانع موجودة فإن الشركات الجديدة قادرة على الدخول وتخفيض معدلات العائد¹.

- **خطر المنتجات البديلة:** تحد المنتجات البديلة من حصة الربح في أي صناعة لأنها تحد من الأسعار التي يمكن أن تطلبها الشركات، وبالرغم من أن لكل منتج أو خدمة بديل إلا أن المحلل يجب أن يحدد مدى قرب البديل أو بعده من سعر ووظيفة المنتج القائم، ففي صناعة الغذاء فإن هناك بدائل مختلفة من اللحوم والدجاج والأسماك كما لا يمكن تجاهل دور التكنولوجيا والتي تمثل سبب رئيسي لتطوير المنتجات البديلة عبر الزمن².

- **القوة التساومية للمشتريين والموردين:** تشير القوة التساومية إلى تحديد موقف القوة لطرفي (الطلب والعرض) لمنتج الصناعة، بحيث يتحدد في النهاية أيهما الذي يستجيب للآخر، ومن ثم التعرف على مصدر القوة الموجهة لسوق منتج الصناعة، ومدى تأثير ذلك على ربحية الصناعة³.

- **القدرة التساومية لقوى الطلب:** قد يتسبب جانب الطلب في تقلص ربحية الصناعة، وذلك عندما يتمكن المشترون من الضغط على الأسعار لأدنى، أو أن يشترط هؤلاء مستوى عالياً من الجودة، ولعل القوة التساومية للمشتريين تحقق حال زيادة وعيهم بالجوانب التصنيعية لمنج الصناعة، لا سيما ما يخص عنصر التكلفة لهذا المنتج والجوانب الفنية الأخرى.

- **القوى التساومية لقوى العرض:** حالة أن يكون لدى المنتجين القدرة على الضغط على الأسعار لأعلى أو تقليل تكلفة منتج الصناعة حتى إذا كان على حساب جودة المنتج، على نحو يعظم من عوائد الصناعة المستقبلية، وتتحقق هذه الحالة كلما تراجع عدد المنتجين.

6- المتغيرات الاجتماعية على تحليل ظروف القطاع: يقصد بها التركيبة السكانية ومستوى المعيشي والقيم الاجتماعية، وهي تؤثر على القطاع والمنتجات واستراتيجيات الشركات بغض النظر عن النمو في

1 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص253..

2 - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص141.

3 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص76.

الاقتصاد الكلي، لذلك تهتم بالمخاطر السكانية، والاتجاهات السكانية لكل الأعمار وتأثيرها على القطاع وتهتم كذلك بأسلوب المعيشة، العمل، تمويل الأسرة، الاستهلاك، التمتع بالخدمات الترفيهية، التعليم، الأوراق المالية، كثافة السكان في الريف والمدينة، تحليل القيم الاجتماعية، الدينية، الأخلاقيات السائدة، الوعي البيئي والحقوق¹.

ثانيا: تحليل دورة حياة الصناعة

وهي تعبر عن دورة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة فكل صناعة تمر بمراحل دورة حياة مثلها مثل أي منتج من المنتجات وهذه المراحل تتمثل في:

1- مرحلة الظهور: هي مرحلة ولادة المنتج الجديد أو صناعة جديدة وهنا تكون مبيعات الصناعة أقل ما يمكن، وتتصف هذه المرحلة بوجود درجة مرتفعة من عدم التأكد بشأن المبيعات والأرباح لوجود رغبة دائمة لدى المنتج نحو إدخال التحسينات على المنتج طبقا لرغبات المستهلك، وفي هذه المرحلة تحقق المنشأة خسائر وتتفق كثيرا على الإعلان، وتتصف أسعار الأسهم هنا بأنها تكون عند أدنى حد لها نظرا لعدم وجود أي دلائل تشير إلى ازدهار الصناعة في المستقبل².

ففي هذه المرحلة قد تحقق الصناعة انطلاقا واختراقا للسوق بما يحقق عوائد مستقبلية مرتفعة، فيما يصاحب ذلك احتمالات أخرى لموجهة الفشل والخروج مبكرا، وعليه فإن هذه المرحلة تكون مناسبة لبعض المستثمرين الذين لديهم استعداد لمواجهة مزيد من المخاطر في سبيل الحصول على عوائد عالية، بينما يتجنب هذه المرحلة المستثمرين الدفاعيون وهم من لديهم رغبة التنازل عن أي عائد لأجل تجنب طفيف من المخاطر³.

2- مرحلة النمو السريع: في هذه المرحلة تظهر أنواع مختلفة من المنتج وبتزايد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وتزايد معه الأرباح المتولدة، غير أن الجانب الأكبر من الأرباح عادة ما يحتجز للمساهمة في تمويل مزيد

1 - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 254.

2 - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، مرجع سابق، ص 115.

3 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص 79.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

من الأجل، كذلك يميل الاتجاه في هذه المرحلة نحو الاقتراض لتدعيم الموارد الذاتية، فيزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، ويبدأ معدل نمو تجد المنشآت صعوبة في الاستمرار، وهي مخاطر ينبغي أخذها في الحسبان.¹

3- مرحلة النضوج: هذه المرحلة تمثل نهاية سنوات النمو السريع في حجم المبيعات حيث يكون السوق قد تشبع تماما ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى نمو الدخل الوطني، ويصبح النمو تحسينات جزئية في المنتجات وهنا تصل أسعار الأسهم لهذه الصناعة إلى أقصى حد لها ولا يوجد احتمال لزيادتها في المستقبل²، وعليه فإن الصناعة في هذه المرحلة ستكون مصدر جذب لفئة المستثمرين الساعون للحفاظ على مستويات مستقرة من الدخل وتجنب مخاطر محتملة، بينما يتجنبها المستثمرون الساعون لتحقيق أرباح رأسمالية عالية مع الاستعداد لمواجهة مزيد من المخاطر المحتملة.³

4- مرحلة الاستقرار: تعتبر هذه المرحلة من أطول مرحلة يصل فيها معدل نمو الصناعة إلى معدل نمو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه هذه الصناعة، ويتشبع السوق بمنتجات هذه الصناعة، وخلال هذه المرحلة يمكن للمستثمرين أن يقدروا النمو بسهولة لان المبيعات تنمو جنبا إلى جنبا إلى جنب مع الاقتصاد، إلا أن نمو الأرباح يختلف باختلاف الصناعة، وكذلك تختلف الشركات داخل الصناعة الواحدة وذلك لاختلاف القدرات الإدارية والرقابة على التكاليف وهوامش الربح المحققة، ومعدلات العائد على رأس المال، وتساوي معدلات العائد مع المستويات التنافسية الأخرى بل من الممكن أن تقل، ويتم دفع توزيعات أرباح الأسهم لأن الشركات في هذه الصناعة قد تواجه صعوبة في العثور على فرص لإعادة الاستثمار.⁴

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 174

2 - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، مرجع سابق، ص 116.

3 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص 80.

4 - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 147.

5- مرحلة التدهور: حيث تتصف هذه المرحلة بانخفاض المبيعات وكذلك انخفاض الأرباح بمعدل أعلى أو أسرع من انخفاض المبيعات، ما لم تبدأ الصناعة في تطوير ذاتها واستخدام موارد جديدة لإنتاج منتجات جديدة محل المنتجات القائمة وهي تمثل فترة حدوث انخفاضات كبيرة في أسعار الأسهم وكذلك توزيعات الأرباح وبفضل إجراء عمليات بيع على المكشوف للأسهم في هذه المرحلة ولا ينصح بإجراء عمليات شراء للأسهم¹.

المطلب الثالث: تحليل ظروف الشركة

يتمثل في تحليل أداء المالي للشركة المزمع الاستثمار في سهمها، فبعد نجاح المستثمر في تقييم أداء النشاط الاقتصادي والتحقق من سلامة البيئة الاقتصادية فإنه ينصرف إلى تحليل مجموعة القطاعات وذلك للوقوف على الصناعات الأكثر نشاطاً ومن ثم الأعلى عائداً، وبعد تحديد القطاعات يأتي تكوين المحفظة من خلال ترجيح مجموعة من الأسهم من بين القطاعات، وهنا يأتي دور المرحلة الأخيرة من التحليل التي يتم فيها تقييم الورقة المالية لشركات القطاعات.

أولاً: تعريف التحليل المالي وأهدافه

1- تعريف التحليل المالي: يعرف التحليل المالي على أنه " دراسة تفصيلية للبيانات والقوائم المالية للشركات من أجل الحصول على معلومات تستعمل في اتخاذ القرارات، وبذلك التخطيط للمستقبل لتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وتقييم أداء الشركات ومن ثم كشف الانحرافات وإيجاد نقاط القوة والضعف للسياسة المالية التي تنتهجها، وبالتالي المساهمة في التوفيق بين السيولة والربحية وذلك لضمان حمايتها من مخاطر عدم تسديد التزاماتها للدائنين من خلال الأموال المستخدمة في عملية الاستغلال والاستثمار، وزيادة قدرتها التنافسية ومدى استمراريتها في السوق².

1 - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، مرجع سابق، ص116.

2 - إبراهيم خليل حيدر السعدي، مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم وأثرها على استبدال الأصول، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد21، جامعة بغداد، العراق، 2009، ص122.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

وكما يعرف على أنه الوسيلة الهادفة إلى تحديد مجموعة من العلاقات والمقاييس على شكل نسب مالية أو اتجاهات تلخص أنشطة المشروع التشغيلية والاستثمارية والتمويلية وما تظهرها القوائم المالية ومصدر المعلومات الأخرى مع شرحها وتفسيرها ووضعها في خدمة قرارات الجهات ذات العلاقة¹.

2- أهداف التحليل المالي² : يهدف التحليل المالي إلى ما يلي:

- الحكم على أداء وكفاءة الإدارة
- التعرف على حقيقة الوضع المالي للمنشأة
- تقييم الخطط والبرامج التقييمية المطبقة
- بيان قدرة المنشأة على خدمة ديونها وقدرتها على الاقتراض
- المساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة والتقييم.
- الحكم على جدوى الاستثمار في المنشأة
- بيان وضع ومستوى المنشأة في القطاع الذي تنتمي إليه.
- الحكم على مستوى أنظمة الرقابة المستخدمة.

ثانيا: تحليل القوائم المالية

تعدّ القوائم المالية المصدر الأهم لتزويد المحلل المالي بالمعلومات التي تمثل جميع جوانب المنشأة وتصف عملياتها، والمحلل المالي يستخدمها لتفسير الأرقام في تلك القوائم المالية، وهي عدة أنواع:

- 1- قائمة الدخل: تبين هذه القائمة الأرباح أو الخسائر المتحققة في المؤسسة خلال فترة زمنية محددة، وهي تبين مقدار الإيرادات المتحققة فعلا وكذلك النفقات المتحققة مقابل الحصول على تلك الإيرادات، والفرق بينهما يشكل الربح أو الخسارة في المؤسسة³.

1 - محمد تسيير الرجبي، تحليل القوائم المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2014، ص 07.

2 - محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية العالمية، دار كنوز المعرفة العلمية للنضرب والتوزيع، عمان، 2010، ص 161.

3 - نعيم نمر داوود، التحليل المالي دراسة نظرية وتطبيقية، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2012، ص 10.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

2- الميزانية العمومية: هي عبارة عن صورة المؤسسة في لحظة معينة من حياتها، تبين الموارد المتاحة لها، واستخدامات الموارد وتنقسم إلى جانبين هما:

- الجانب الأيمن: ويمثل الموجودات وهي عبارة عن الأصول التي تمتلكها المؤسسة.

- الجانب الأيسر: يمثل المطلوبات التي حصلت عليها المؤسسة لاستخدامها في تمويل موجوداتها المختلفة¹.

وبالتالي فمن أجل الحكم على درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة وتقدير التدفقات النقدية لها في المستقبل، فإنه يجب تحليل الميزانية وتحديد مدى سيولة المؤسسة ومرونتها المالية².

3- التدفقات النقدية: وهي من القوائم المهمة لحسابات المؤسسة، والتي تبين مقدار التدفق النقدي الداخلك وكذلك التدفق النقدي الخارج من المؤسسة، والفرق بين التدفق النقدي الداخلك والتدفق النقدي الخارج يكون السيولة النقدية المتوفرة للمؤسسة، وبين مدى قدرتها على مواجهة متطلبات التزامات المؤسسة النقدية خلال تلك الفترة التشغيلية³.

وتأتي أهمية تحليل التدفقات النقدية من أهمية القائمة نفسها، حيث يستطيع المحلل المالي من خلال هذا التحليل أن يحكم على الأداء المالي للمنشأة كما يمكنه أيضا الحكم على مدى ملائمة التدفقات النقدية وكفايتها لاحتياجات المنشأة، بالإضافة إلى ما يوفره هذا التحليل من معلومات مهمة عن مصادر التدفق النقدي في المنشأة وما قد يوفره عن إمكانية التنبؤ باستمراريتها أو فشلها⁴.

ثالثا: تحليل القوائم المالية المقارن:

1 - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص230.

2 - دونالد كيسو، جيرى ويجانت، تعريب أحمد حامد حجاج وسلطان محمد السلطان، المحاسبة المتوسطة، الجزء 01، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1999، ص224.

3 - نعيم نمر داوود، مرجع سابق، ص10.

4 - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية، دار المسيرة، عمان، 2006، ص208.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

تعتبر القوائم المالية من أكثر التقارير المحاسبية أهمية نظرا لاحتوائها على معلومات تبين المركز المالي والنقدي للمنشأة في فترة محددة، كما أن هذه القوائم موزعة بشكل موحد يسهل عملية المقارنة على المحلل المالي¹، وهذا ويمكن إجراء التحليل المالي المقارن من خلال القوائم المالية السابقة بشكل رأسي وبشكل أفقي.

1- تحليل الرأسي أو العمودي: يتمثل في استخدام النسب المالية والذي يركز على دراسة العلاقة الإجمالية بين بنود القوائم المالية أي تحديد العلاقة بين كل بند في الميزانية لمجموع الأصول والعلاقة بين كل بند من بنود جدول الحسابات النتائج برقم الأعمال (المبيعات)، حيث يهدف هذا التحليل إلى تقييم الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة لنشاطها وقدرتها على تحقيق الربحية ومواجهة الالتزامات الطويلة والقصيرة الأجل، كما تمثل النسب المالية العلاقة بين بندين من نفس القائمة المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج، قائمة التدفقات النقدية)، علاقة بندين محاسبين قائمتين مختلفتين، والنتائج المالية لا يمكن أن يكون له معنى إلا إذا تم مقارنته بنسب نموذجية أو معيارية لمعرفة الموقف ووضع مالية المؤسسة وأدائها الاقتصادي.

2- تحليل الأفقي أو التاريخي: يقصد بالتحليل الأفقي مقارنة الأرقام الواردة بالقوائم المالية لعدة فترات محاسبية متتالية، حيث أن المقارنة ستتم بين قيمتي البند ذاته ولكن على مدار سنتين ماليتين متتاليتين أو أكثر، وكلما زادت عدة سنوات المقارنة كلما أصبحت الأرقام أكثر دلالة ويطلق على هذا التحليل بتحليل الاتجاهات، ويقوم عادة المحلل المالي من خلال هذا التحليل برصد سلوك واتجاهات البنود المختلفة من خلال إيجاد التغير فيها بالقيم المطلقة والنسب المئوية على حد سواء، وهو ما يساعده بشكل أفضل على إنجاز تحليله².

رابعا: تحليل النسب المالية

تعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي للقوائم المالية وأكثرها انتشارا في أوساط المحللين الماليين، وهي من أقدم هذه الأدوات حيث ظهرت في منتصف القرن التاسع عشر عندما كان يستعين فيها آنذاك

1 - محمد عبد الله شاهين، مرجع سابق، ص 73.

2 - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص 105.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

المستخدمون وأصحاب الصلة لاتخاذ قراراتهم الاقتصادية، ولعل أهم ما ساعد على انتشار النسب بين المحللين والمستخدمين سهولة استخراجها وفهمها وإمكانية الاعتماد عليها في تقييم الأداء وأوجه النشاط المختلفة¹.

هناك أنواع عديدة من النسب المالية التي تساعد المحلل المالي على تحليل وضع المؤسسة وسنذكر أهم النسب المالية والتي يمكن تقسيمها إلى مجموعات أساسية:

1- نسبة السيولة: تقيس نسبة السيولة مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل تجاه دائئيتها عندما يجين اجل استحقاق هذه الالتزامات وترتبط هذه الأصول السائلة التي يمكن تداولها في الأسواق وتحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة عند سعر السوق²، وتعرف أيضا بالنسب التي تقيس مدى قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها باستخدام أصولها السائلة والشبه سائلة (الأصول المتداولة) دون تحقيق خسائر، أي سهولة والسرعة في التحويل إلى نقد جاهز دون خسائر³. ومن أهم نسب السيولة المشار إليها⁴:

نسبة السيولة: وهذه النسبة تعمل على قياس توازن المؤسسة المالي من خلال إظهار درجة تغطية الأصول المتداولة في المؤسسة المطلوبات المتداولة (الخصوم) فيها، ويمكن إيجاد النسبة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نسبة السيولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} \div \text{المطلوبات المتداولة}}{100} \times 100$$

نسبة السيولة السريعة: هناك بعض الجهات تطلب أن تكون نسبة السيولة بشكل أكثر دقة بحيث يتم استثناء أصعب عناصر الأصول المتداولة تحولا إلى نقد، وغالبا ما يكون عنصر المخزون، وهذه النسبة تسمى نسبة السيولة السريعة، ويمكن إيجادها من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون} \div \text{المطلوبات المتداولة}}{100} \times 100$$

1 - نفسه، ص 127.

2 - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 88.

3 - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 62.

4 - نعيم نمر داوود، مرجع سابق، ص 60.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

إن الشركة الأكثر سيولة هي الأكثر جاذبية من حيث قدرتها على الوفاء بالالتزامات والتي تشكل أرضية صلبة ضد أي خلل أو تخلف عن الوفاء بالدين، والشركة ذات الآمال العريضة التي تفشل في تحقيق السيولة قد تواجه خطر الإفلاس في حال عدم تمكنها من تسديد الالتزامات قصيرة الأجل. لذلك تلجأ الشركات الاهتمام بنسب السيولة التي تساعد الشركات على تجنب خطر الوقوع في العسر المالي والاستعداد لدفع الالتزامات عند مواعيد استحقاقها، حيث إن نسب السيولة تعتبر مؤشرا جيدا للحكم على مقدرة الشركات على المدى الطويل¹.

2- نسبة النشاط: وهي تقيس مدى زيادة أو انخفاض نشاط الشركة في تحريك استثماراتها، ومدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات وتحقيق أكبر عدد ممكن من المبيعات²، ومن أهم النسب ما يلي:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$\text{معدل الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$$

وتؤثر نسب النشاط على العوائد، أي أن زيادة معدلات الدوران لهذه النسب يزيد من الأموال المتاحة للشركة، وبالتالي زيادة الاستثمارات والفرص الاستثمارية ما يعكس إيجابيا على أسعار الأسهم بالارتفاع، وحيث إن زيادة نسب النشاط قد تؤدي إلى زيادة لأسعار الأسهم أو انخفاض أسعار الأسهم، حيث إن زيادة نسب النشاط تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية وارتفاع عوائدها، بمعنى آخر إن الزيادة بنسب النشاط تؤدي إلى زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابيا على أسعار الأسهم والعائد (علاقة طردية)³.

1 - محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 63.

2 - جيهان جمال، عالم البورصة، مصر، 2011، ص 234.

3 - محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 65.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

3- نسبة الاقتراض: ويطلق عليها أيضا نسبة المديونية لأنها تعتبر إحدى مصادر التمويل خارج نطاق حقوق الملكية، فالدين يعتبر وسيلة من وسائل الحصول على التمويل اللازم للتوسع، ولكن خدمة الدين قد تستنزف بشكل كبير موارد السيولة النقدية اللازمة للتشغيل، وهذه النسبة تبين للمالكين كفاءة سياسات التمويل التي تتبعها إدارة المشروع، بينما تكون للدائنين مؤشر على مقدار هامش الأمان الموفر لهم عن ديونهم لدى الشركة، وهي توضح الأنواع المختلفة التي يتكون منها إجمالي أموال الشركة لمعرفة مدى التناسب فيها بين الملكية والمديونية ومصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية¹، وتمثل النسب التغطية فيما يلي:

$$\text{معدل التمويل بالقروض} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$\text{نسبة الديون لحقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي المطلوبات}}{\text{حقوق المساهمين}}$$

$$\text{نسبة الالتزامات الطويلة الأجل} = \frac{\text{الالتزامات الطويلة الأجل}}{\text{الأصول الثابتة}} \%$$

$$\text{نسبة الالتزامات قصيرة الأجل} = \frac{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}{\text{الأصول المتداولة}} \%$$

حيث أن الاعتماد على القروض في تمويل جانب من أنشطة الشركة عندما يصاحبه تكلفة منخفضة فإنه تعظيم ربحية الشركة، وذلك من منطلق أن هذا التمويل من المفترض أنه سينصرف إلى توسعات في الطاقة الإنتاجية للشركة، وهو ما سيولد قيمة مضافة مستقبلا تنعكس بصورة ايجابية على ربحية الشركة، غير أن زيادة القروض عن حد معين وفي ظل تكلفة إقراض غير مقبولة قد يهدد بخطر الإفلاس للشركة أو حتى تعرضها لتعثر مالي².

4- نسبة الربحية: من المؤكد أن المستثمر يعطي اهتماما خاص بربحية السهم، على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصحبه زيادة في القيمة السوقية للسهم، إضافة إلى احتمال زيادة ما يحصل عليه حامله

1 - جيهان جمال، مرجع سابق، ص 233.

2 - محمد محمود أحمد شلي، مرجع سابق، ص 86.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

من توزيعات¹، وتعرف الربحية على أنها النسب التي تقيس كفاءة إدارة الشركة في استغلال الموارد استغلالاً أمثل لتحقيق الأرباح، وهو مؤشر لتحسن أداء الشركة المالي، ويؤكد مدى قدرة الشركة على مواكبة النمو والتطور العالمي²، ومن أهم نسب الربحية³:

هامش مجمل الربح: مجمل الربح ÷ صافي المبيعات × 100

وتحدد هذه النسبة معدل ربحية المبيعات بعد خصم تكلفة المبيعات.

هامش الربح التشغيلي: يتميز هامش الربح التشغيلي بالقدرة على مقارنة الربح فيما بين الشركات المختلفة، بصرف النظر على اختلاف طريقة احتساب تكلفة المبيعات.

حيث أن الزيادة بنسب الربحية يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، فالزيادة المتوقعة بنسب الربحية تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حوكمة التعامل مع الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها وزيادة عوائدها، أي أن تحقيق الشركة للربح المناسب يساعد على الحفاظ على أسعار أسهم هذه الشركات في الأسواق المالية، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، وقد أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين العوائد والأرباح علاقة طردية⁴.

5- نسبة السوق: تعرف هذه النسب بنسب الاستثمار ونسب الأسهم حيث يلجأ إليها المستثمرون في الأسواق المالية والمتعاملون فيها، حيث يتسنى لهم المفاضلة بين خيارات الاستثمار المتاحة والتعرف على

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 179

2 - محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 59.

3 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص 88.

4 - محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 60.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم في السوق المالي، وتضم هذه النسب في كثير من الأحيان إلى النسب الربحية، لما للأخيرة من أثر هام على هذه النسب، وتمثل النسب فيما يلي¹:

عائد السهم العادي: تبين هذه النسب الربح الذي يتحقق عن كل سهم عادي خلال الفترة المالية، وتعتبر هذه النسبة من أهم نسب السوق ويلجأ إليها المستثمرين الحاليين والمترقبين، ولحساب عائد السهم تستخدم الصيغة البسيطة التالية:

$$\text{عائد السهم العادي} = (\text{صافي الدخل} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}) \div \text{المتوسط المرجح للأسهم العادية}$$

نسبة سعر السهم إلى ربحيته: تعرّف هذه النسبة بمضاعف عائد السهم لأنه إذا استخرجت النسبة وجرى ضربها بأحدث قيمة للأرباح المتحققة عن السهم، فعنده يمكن للمحلل المالي على تقدير لما يجب إن تكون عليه قيمة السهم في السوق، لذ فهي مؤشر جيد للتعرف على اتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم السوقية في الأسواق المالية، وتأخذ هذه النسبة الصيغة التالية:

$$\text{نسبة سعر السهم إلى ربحيته} = \text{سعر السهم السوقي} \div \text{عائد السهم} \times 100$$

القيمة الدفترية للسهم العادي: توضح هذه النسبة نصيب السهم العادي من حقوق المساهمين، أي نصيبه من رأس المال المدفوع وعلاوات الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة خلال السنوات الماضية من عمر الشركة، ويفضل أصحاب الأسهم نسب عالية للقيمة الدفترية للسهم وهو ما يشكل عامل اطمئنان لهم، وتحسب القيمة الدفترية للسهم العادي من خلال النسبة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق المساهمين} \div \text{عدد الأسهم العادية}$$

القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: تحسب هذه النسبة بالمرات، حيث الحصول على نسبة عالية مؤشر جيد، ويعني أن نظرة المستثمرين وتقييمهم لأداء المنشأة جيداً، مما انعكس على ارتفاع السعر السوق للسهم،

1 - مؤيد راضي خنفر غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص 146.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

أما المؤشر المتدني فيعني أداء غير جيد من قبل المنشأة من وجهة نظر المستثمرين، مما انعكس على السعر السوقي للسهم فانخفض إلى حد عدم وصوله إلى القيمة الدفترية للسهم، وتحسب من خلال النسبة التالية:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية} = \text{سعر السهم السوقي} \div \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

ربع السهم: يحسب ربع السهم لتقدير عائدات المساهمين بالنسبة إلى السعر السوقي للسهم، ويمكن احتساب ربع السهم بالنسبة التالية:

$$\text{ربع السهم} = \text{نصيب السهم العادي من التوزيعات} \div \text{سعر السهم السوقي}$$

وتقارن هذه النسبة بالعائد على السهم وتستخدم للحكم على فرص الاستثمار البديلة حيث المؤشر العالي لربع السهم يجعل المستثمرين يتوقعون نمواً بطيئاً للتوزيعات على أسهمهم.

6- نسبة التغطية: تقيس نسبة تغطية المخاطر المالية وقدرة التحمل المالي، فهي لا تقتصر على قياس قدرة المنشأة على تغطية أعباء الدين فحسب بل إنها تشمل قياس القدرة على تغطية توزيعات الأسهم الممتازة ومن أمثلة نسب التغطية¹:

معدل تغطية أعباء خدمة الديون: (صافي الربح قبل الضرائب وحقوق الأقلية في الأرباح + إجمالي

$$\text{أعباء الفوائد}) \div (\text{إجمالي أعباء الفوائد} + \text{أقساط القروض})$$

والهدف من هذا المعدل هو إنه كلما ارتفع كلما دل على تحسن الموقف المالي للشركة.

معدل تغطية الأسهم الممتازة (صافي الربح قبل الضرائب وحقوق الأقلية في الأرباح + إجمالي

$$\text{أعباء الفوائد}) \div (\text{إجمالي أعباء الفوائد} + \text{توزيعات الأسهم الممتازة})$$

وعليه فان هذا المعدل يقيس هامش الأمان لتوزيعات الأسهم الممتازة وذلك باعتبار أن توزيعات الأسهم الممتازة عبئاً ثابتاً كالفوائد إلا أنها تخصم من الأرباح وليس من الإيرادات.

1 - محمد محمود أحمد شلبي، مرجع سابق، ص 88.

المبحث الثالث: مدخل للتحليل الفني في سوق الأوراق المالية

يعتبر التحليل الفني إحدى منهجي التحليل الاستثماري في سوق الأوراق المالية، فهو يساعد على فهم حركة الأسعار في الأسواق المالية المختلفة، حيث يعتبر أحد أهم الأدوات المستخدمة كأساس عقلائي في اتخاذ قرارات التداول ووضع خطط المضاربة والاستثمار.

المطلب الأول: ماهية التحليل الفني في سوق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد مفهوم التحليل الفني ومركز قوة التحليل الفني بالإضافة إلى الإطار التحليلي للتحليل الفني والتحديات التي تواجه التحليل الفني.

أولاً: مفهوم التحليل الفني

إن مصطلح التحليل الفني المستخدم في سوق الأوراق المالية له معنى خاص يختلف عن التعريف الموجود في القاموس لهذه الكلمة، فهو يشير إلى دراسة وضع السوق نفسه وليس دراسة الأسهم التي يتم التعامل عليها في السوق.

يعرّف التحليل الفني "على أنه أسلوب يتم من خلاله تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية على خرائط وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار وحجم المعاملات وأحجام التداول وغيرها لسهم معين أو مؤشر معين، باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القائمة، ثم يقوم بعد ذلك استنتاج الاتجاه المستقبلي المحتمل من خلال الصورة التاريخية للماضي".¹

ويعرّف أيضاً "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

1 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 136.

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

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

ويعرف أيضا " على أنه فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، وذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول مسار الأسعار في اتجاه آخر".¹

ويعرف أيضا" على انه تحليل المؤشرات المستخدمة لقياس أداء السوق أو الأسهم في الماضي وتوقع الأداء المستقبلي بناء على طبيعة حركة الانخفاض والارتفاع في المؤشر، ويعد التحليل الفني البديل الممكن للمستثمر عن استخدام أسلوب التحليل الأساسي في توقيت اتخاذه قرار البيع أو الشراء، وان الأسواق المالية لا تتسم بالكفاءة تمثل أرضية خصبة لاستخدام أساليب وقواعد التحليل الفني.²

وعليه فإن التحليل الفني وسيلة تساعد المستثمر من خلال دراسة الرسوم البيانية وما تفرزه من مؤشرات فنية ونماذج فنية من تحديد أوقات الدخول والخروج من السهم أو السوق بشكل عام، وهو الوقت الملائم لشراء وبيع السهم من خلال دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية على أمل اكتشاف لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة السهم في المستقبل، فهو يعطي نتيجة عن خط اتجاه الأسعار السوقية للسهم.

ثانيا: مركز قوة التحليل الفني

لا تنشأ قوة المركز الفني للسوق من فراغ وإنما تحكمها مجموعة من الأسس والعوامل تعد أساسيات لقوة هذه السوق، بحيث تتاح أمام المستثمرين فيها الكثير من الأدوات الاستثمارية التي تمكنهم من التعامل معها، واهم هذه العوامل التي تعطي قوتها للمركز الفني للسوق هي³:

1- التوسع في عمليات البيع على المكشوف يقود إلى الشراء عاجلا أو آجلا.

1 - عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، ط5، مصر، 2004، ص47..

2 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص265.

3 - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات التحليل الفني (فن قراءة المخططات البيانية للأسعار)، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص89.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- 2- بعد انخفاض الذي يحقق أرباحاً للبائعين على المكشوف يكون السوق عادة في مركز فني قوي لعدة أسباب، وهذا الانخفاض يكون قد أدى إلى التخلص من عدد كبير من المشتركين على حساب التأمينات الضعيفة، ومن ثم فلا خطر من وجود تصفية إجبارية جديدة، وهذا ما يحدث عادة في العديد من الأسواق المالية في افتتاحه بداية أسبوع التعامل حيث أن المضاربين يكونون قد غطوا مركزهم يوم الإغلاق في الأسبوع الذي يسبقه.
- 3- بعد فترة تجميع الأسهم الورقية (الورقة المالية) نظراً لأنها قد انتقلت من أيدي ضعيفة إلى أيدي قوية أي من جمهور المستثمرين إلى كبار المتعاملين، فإن الخطوة التالية ارتفاع السعر.
- 4- إن عمليات التحكم في السوق لرفع سعر سهم معين، تؤدي إلى خلق مركز قوي لسوق هذا السعر ومقابل هذه العوامل التي تنشأ قوة في المركز الفني للسوق فإن هناك جملة عوامل أخرى يؤدي حدوثها إلى ضعف المركز الفني للسوق منها:
 - بعد التوسع الزائد عن الحد من عمليات شراء الأسهم (الأوراق المالية) يتوقع رد فعل أي لحظة في المستقبل القريب.
 - بعد ارتفاع سعر سهم إحدى شركات الأعمال لفترة من الزمن، يجد عدد كبير من أوامر إيقاف الخسائر، وقد وضعت بأسعار أقل من السعر السوقي لحماية المتعاملين من خطر الانخفاض المفاجئ في السعر، وإذا انخفض السعر قابلاً تحولت هذه الأوامر إلى أوامر سوق وبالتالي يعتبر السوق في مركز ضعيف إذا كانت أوامر وقف الخسائر قريبة التنفيذ.
 - عمليات التلاعب التي يقوم بها المضاربون بالنزول يؤدي إلى رد فعل يسبب انخفاض أسعار الأسهم مما يؤدي إلى مركز ضعيف للسوق.

ثالثا: الإطار التحليلي للتحليل الفني

يتحدد الإطار التحليلي للتحليل الفني من خلال عدة طرق أو نماذج في مقدمتها تبرز تحليل الخرائط أو الرسوم والمؤشرات، والشموع اليابانية، رغم أن تحليل الخرائط تعد أكثر من نماذج التحليل الفني استخداما، لدرجة أصبح من يهتم بالتحليل الفني يشار له بمحلل الخرائط.

وتقتضي الإشارة إلى إن هدف جميع المشاركين في السوق المالي سواء أكانوا مستثمرين أم محللين، هو تحقيق العائد، ويرى المحللون الفنيون أن تحقيق العائد لا يمكن أن يأتي بالقدرة على معرفة عدة أمور من أهمها:

- القدرة على تحديد أفضل الأسهم للاستثمار فيها.
- القدرة على تحديد اتجاه السوق أو اتجاه الأسهم.
- القدرة على تحديد أنسب الأماكن لدخول السوق والخروج منه.

وفيما يلي توضيح فني لهذه الأمور:

1- القدرة على تحديد أفضل الأسهم للاستثمار فيها: إن العديد من المستثمرين الذين يستخدمون أسلوب التحليل الفني يدعون أنهم قد حصلوا على معدلات مرتفع من العائد في العديد من الاستثمارات، وبالإضافة إلى ذلك أن كتاب الرسائل الإخبارية يعتمدون في توصياتهم على التحليل الفني، وأخيرا حتى الشركات الاستثمارية الكبرى التي تستخدم عددا كبيرا من المحللين الأساسيين تستخدم أيضا العديد من المحللين الفنيين لتقديم النصيحة الاستثمارية، وهكذا يتضح أن العديد من المحترفين والمستثمرين الأفراد في مجال الاستثمار يؤمنون ويستخدمون القواعد الفنية في اتخاذ قرارات الاستثمار¹.

2- القدرة على تحديد اتجاه السوق أو اتجاه الأسهم: من الافتراضات التي يقوم عليها أسلوب التحليل الفني أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة.

1 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص146.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

ويستطيعوا المحللون الفنيون تحديد الاتجاهات المتوقع لحركة الأسهم بأساليب مختلفة منها البسيطة ومنها المتطور ومن هذه الأساليب¹:

- **الأسلوب المجرّد البسيط:** وهو بالنظر إلى الرسم البياني الذي يمثل حركة السهم، يستطيع أي مستثمر معرفة الاتجاه العام لحركة الأسهم صعوداً ونزولاً، فإذا كانت حركة السهم تتجه صعوداً فإن المحللين الفنيين يفترضون أن هذه الحركة ستستمر إلى أن يعطي السوق إشارة واضحة إلى تغيير الاتجاه. ويستطيع أي مستثمر الحصول على الرسم البياني لحركة أي سهم من الموقع الإلكتروني لذلك السوق الذي يتعامل معه.
- **أسلوب المعدلات المتحركة:** والمقصود بالمعدل المتحرك هو معدل إغلاقات سعر سهم لفترة محددة من الزمن فلو أردنا معرفة المعدل المتحرك لسهم لمدة عشرة أيام لسهم معين فما علينا إلا أن نجمع قيمة إغلاقات هذا السهم للعشرة أيام السابقة وتقسيم النتيجة على عشرة.
- **أسلوب خطوط الاتجاه:** ويتم هذا الأسلوب عن طريق محاولة رسم خط يلامس أكبر عدد من الأسعار الدنيا لحركة السهم لأكثر فترة ممكنة أو خط يلامس أكبر عدد من الأسعار العليا لحركة السهم لأكثر فترة ممكنة، واتجاه هذا الخط يمثل اتجاه حركة السهم المتوقعة.
- **استخدام المؤشرات الفنية المتخصصة في تحديد اتجاهات الحركة:** حيث يوجد العديد من المؤشرات الفنية التي تعطي المحلل إشارات واضحة للحركات المتوقعة، ومن هذه المؤشرات، مؤشر الماكد ومؤشر أشرطة بولنجر باند ومؤشر الانحراف المعياري وغيرها من المؤشرات.

3- القدرة على تحديد أنسب الأماكن لدخول السوق والخروج منه: حيث يعتبر التحليل الفني وسيلة تساعد المستثمر من خلال دراسة الرسوم البيانية وما تفرزه من مؤشرات فنية من تحديد أوقات الدخول والخروج من السهم أو السوق بشكل عام، وهو الوقت الملائم لشراء وبيع السهم من خلال دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية على أمل اكتشاف نمط لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة السهم في المستقبل، فهو يعطي نتيجة عن خط اتجاه الأسعار السوقية للسهم، أي يحاول التحليل الفني تفسير العلاقة بين السعر والزمن من خلال دراسة

1 - حزمة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 92.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

تاريخ السعر وحركته، أي أنه يعتمد على معرفة ما هو السعر الحالي، وما هو تاريخ حركة السعر، ومن ثم يقوم برسم هذه العلاقة بيانياً، ويستنتج منها مؤشرات فنية لها دلالات معينة على الخرائط توضح سلوك السهم، فنجد ما يشير إلى الدخول أي تحديد نقطة الشراء ومنها يشير إلى الخروج أي تحديد نقطة البيع.¹

رابعاً: التحديات التي تواجه التحليل الفني

من أهم التحديات التي تواجه التحليل الفني ما يلي²:

- 1- إن عدم تكرار النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين المتغيرات في السوق وأسعار الأسهم هو التحدي للتحليل الفني، وعليه يمكن أن يفشل هذا الأسلوب في سهولة اتخاذ القرارات في السوق المالية مما دفع إلى استخدام أكثر من قاعدة تعامل تؤدي إلى اتفاق بينها حتى يستطيع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي.
- 2- أن تصبح تنبؤات ذاتية التنفيذ لأن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط، ولكن هذا السعر سيكون مؤقتاً وسرعان مما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي.
- 3- إن نجاح قواعد التعامل القائمة عن التحليل الفني سيثجع العديد من المستثمرين على تبنيها وهذه الشهرة والمنافسة سوف تجعل قيمة هذا الأسلوب متعادلة، فان التركيز على قاعدة تعامل فنية محددة سيحاول البعض التوقع قبل النموذج للسعر أو يدمر نموذج السعر التاريخي المتوقع أو تنخفض الأرباح عن طريق تغيير السعر بصورة أسرع.
- 4- إن اختيار القواعد الفنية يتطلب قدراً كبيراً من الحكم الموضوعي وقد يؤدي إلى الوصول إلى نتائج متشابهة ولكن ربما تكون التغيرات مختلفة لنفس النماذج وبالتالي اتخاذ القرار سيكون مختلفاً.
- 5- إن قواعد التعامل الفني تتغير بمرور الزمن، وعلى المحلل أن يقوم بتطوير قواعد التعادل الفني بمرور الوقت وبما تناسب مع البيئة الجديدة.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، التحليل الفني للأسواق المالية (المبادئ والنظريات)، النشر الجامعي الجديد، الجزائر، 2018، ص 14.

2 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 276.

المطلب الثاني: فلسفة وافتراضات وفروع التحليل الفني

سنتطرق في هذا الفصل إلى فلسفة وافتراضات التحليل الفني

أولاً: فلسفة التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على ثلاث فرضيات تبني عليها فلسفته تتمثل فيما يلي¹:

1- سلوك السوق يتجاهل كل شيء: تعتبر من أهم المبادئ فهي تضع حجر الأساس للتحليل الفني، وتتمثل في التركيز على حركة السوق، فدراسة حركة الأسعار هي الهدف الأول للمحلل الفني والتي منها يستطيع أن يتنبأ بالاتجاه المستقبلي للأسعار، فهو يعلم أن أي عامل مهما كان اقتصادي أو سياسي أو نفسي فهو منعكس في سعر السهم، وعليه فإن حركة السعر تعكس حالة العرض والطلب والتي تشكل أساس اتجاه الأسواق، فإذا كان الطلب أكثر من العرض فهذا سيؤدي إلى ارتفاع السعر والعكس صحيح².

كقاعدة لا يشغل المحلل الفني نفيه بالسبب وراء ارتفاع الأسعار أو نزولها، فغالبا عندما تكون بداية اتجاه سعري أو عند نقطة تحول حرجة، لا يمكن لأي شخص تبرير سلوك السوق بشكل دقيق في هذه المرحلة المعينة، في حين أن طريقة التحليل الفني وبشكل مبسط يبررها بشكل منطقي أن سلوك السوق يتجاهل كل شيء فاجتاه السوق حينها يتجاهل جميع الجوانب بما فيها العناصر الأساسية، ويمكن القول أيضا أنه بما أن جميع ما يؤثر على سعر السوق سوف ينعكس على سعر السوق، إذن فسلوك السعر هو كل ما نحتاجه، وذلك عن طريق دراسة الرسوم البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الفنية³.

1 - محمد الصالح الحناوي، وآخرون، مرجع سابق، ص 14.

2 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 18.

3 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 94.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

والمحلل الفني لا يحاول التذكي على السوق أو اختراع التوقعات وإنما يستخدم الأدوات والتقنيات الفنية لمساعدته في عملية دراسة سلوك السوق، فهو يعلم بان هناك أسباب وراء ارتفاع أو نزول السوق ولكنه لا يؤمن بأن معرفة هذه الأسباب يعتبر ضروريا في عملية الخروج بالتوقعات.

2- الأسعار تتحرك في اتجاهات: يعتبر مفهوم الاتجاهات أحد الركائز الأساسية للتحليل الفني، فالغرض الرئيسي من دراسة سلوك سعر السوق عن طريق الرسوم البيانية هو للتعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال تطورها لغرض المتاجرة مع هذا الاتجاه، حيث يميل السعر للتتحرك في اتجاهات ويستمر الاتجاه لفترة زمنية طويلة قبل أن يتغير وذلك يعد أمر منطقي فالدورات الاقتصادية تستمر وقتا طويلا ما بين الانتعاش والكساد لذلك فالاتجاهات السعرية تمتد طويلا¹.

وبالتالي يمكن للمستثمر تتبع الاتجاهات إلى أن تظهر شواهد قوية تشير إلى حدوث تغيرات ذات دلالة في ذلك الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بيع أو شراء السهم، ولا يكفي هنا حدوث قراءة واحدة في الاتجاه المعاكس للحكم بأن هناك تغيير حقيقي، إذ يجب التأكد من التعامل عادة ما تكون مصاحبة للاتجاه الصعودي في الأسعار وعلى العكس من ذلك فانخفاض حجم التداول يكون مصاحبا للاتجاه النزولي في الأسعار².

لذلك فدور المحلل الفني هو أن يحرص دائما في التعرف على الاتجاه الحالي للسوق ومن ثم المتاجرة في هذا الاتجاه، لذلك ليس من الغريب أن نجد أن أحد أشهر الأقوال في أسواق المال أن الاتجاه صديق المتأخر.

3- التاريخ يعيد نفسه: جزء كبير من تركيبة التحليل الفني ودراسة سلوك السوق هو في الحقيقة دراسة للسلوك البشري، وكمثال على ذلك ننظر للأنماط الرسوم البيانية والتي تم التعرف عليها وتصنيفها خلال المائة سنة السابقة سوف نجد أنها تعكس أنماط للسلوك البشري وتبين صورة لأشكال حالة الارتفاع والانخفاض النفسية للسوق، ونظرا لعمل هذه الأنماط الجيد في الماضي فإنه يفترض بأنها ستستمر على نفس العمل الجيد

1 - نفسه، ص 94.

2 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 19.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

في المستقبل، فهي تعتمد على دراسة السلوك البشري والذي يتجه دائماً لما تعود عليها بعدم تغييرها فتصبح كالعادة، وبطريقة أخرى يمكن تفسير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن الطريق لفهم المستقبل هو دراسة الماضي، أو أن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي¹.

ثانياً: افتراضات التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات تبني عليها فلسفته تتمثل فيما يلي²:

- 1- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب.
- 2- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب، منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.
- 3- الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره.
- 4- يؤدي التغيير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ونلاحظ التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

يرى Reilly and Brown أن الفرضيتين الأولى والثانية مقبولتان من قبل المحللين الفنيين وغير الفنيين

على حد سواء، وبما أن الفارق الوحيد في الرأي يتعلق بتأثير عوامل غير عقلانية، فإن الجميع يتفق على أن السوق يزيد باستمرار كل هذه العوامل.

على الجانب الآخر هناك اختلاف كبير في الرأي نشأ حول الافتراض الثالث والرابع، وذلك عن سرعة تغير أسعار الأسهم مقارنة بالتغيرات في العرض والطلب ويتوقع المحللون الفنيون أن تتحرك أسعار الأسهم في

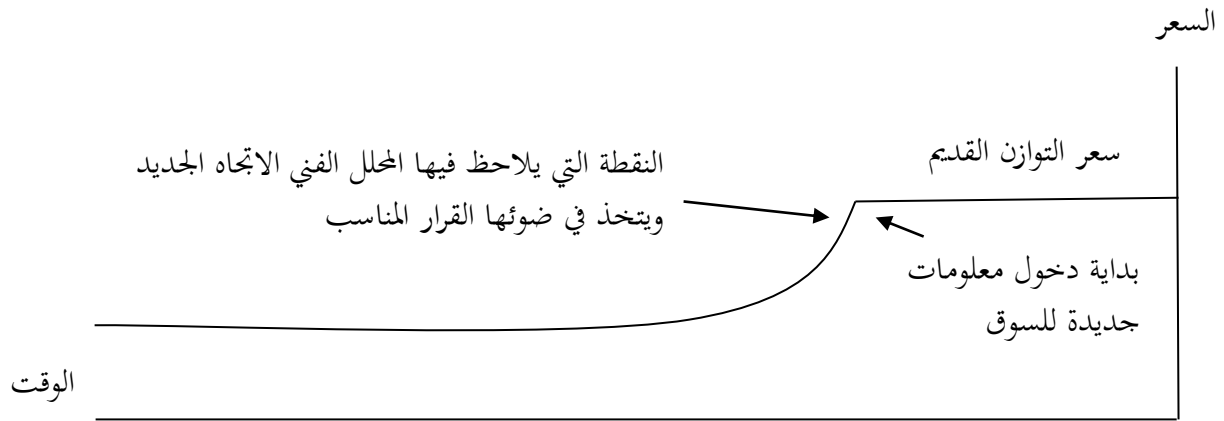
1 - عاطف ياسين الشريف، البورصة، مطبعة العاصمة، مصر، 2015، ص 288.

2 - محمد الصالح الحناوي، وآخرون، مرجع سابق، ص 14.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

اتجاهات تستمر لفترة طويلة ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض والطلب لا تدخل إلى السوق في نقطة زمنية معينة، ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة، ويحدث ذلك بسبب اختلاف مصادر المعلومات التي تصل إلى المستثمرين، فوفقًا لهذه المعلومات، فإن سعرها يتحرك نحو نقطة توازن جديدة، إلا أنه يتم الانتقال إلى سعر التوازن الجديد بالتدرج، والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات¹.

الشكل رقم (3-3): النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد



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

ثالثًا: فروع التحليل الفني

ينقسم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية وهي²:

1- مؤشرات نفسية: تتحكم المؤشرات النفسية في تصرفات الكثير من المستثمرين، ومثال ذلك ما يطلق عليه المستثمر الصغير، وصناديق الاستثمار، ومتخصص الصالة، وتشبه التصرفات في هذه الحالة سياسة

1- أحمد سليمان أحمد سليمان وافي، "دراسة لمصادقية نتائج التحليل الفني مقارنة بنتائج التحليل الأساسي بالنسبة لأسعار وعوائد الأسهم في السوق المصري"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2013، ص 41.

2 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 331.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

القطيع، والتي تتحرك من طرف عند المضاربة النزولية بالبورصة إلى الطرف الآخر عند المضاربة على الصعود بالبورصة.

2- مؤشرات لتتبع تدفق الأموال: تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لقياس المقدرة على شراء أو بيع الأسهم، ولأن 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- مؤشرات هيكل السوق: هذه المؤشرات توضح اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجم سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تحديد منطقية وصحة الاستثمار في حالة الصعود والاستثمار في حالة الهبوط.

المطلب الثالث: تقييم التحليل الفني للأسواق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى مميزات وعيوب التحليل الفني، إضافة إلى الاختلافات الموجودة بين التحليل الفني والأساسي.

أولاً: مميزات وعيوب التحليل الفني

1- مميزات التحليل الفني: هناك جملة من العوامل ساعدت على انتشار التحليل الفني خاصة في السنوات الأخيرة بسبب مجموعة من الخصائص المتميزة التي يتمتع بها هذا التحليل عن غيره من أساليب التحليل المالي الأخرى. ومن أهم مميزات أسلوب التحليل الفني هي¹:

1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 102.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- سهولة تعلمه وتطبيقه حيث أنه لا يحتاج إلى كثير من المعلومات والدراسات عند التحليل، كما أن المعلومات التي يحتاجها المحللون الفنيون تكون متوفرة وباستمرار حتى في الصحف اليومية، كما أن هذا الأسلوب متاح لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثقافتهم الاستثمارية.
- يؤكد أصحاب التحليل الفني على أن هذا التحليل يخلق طابع منظم في عملية المتاجرة بالأسهم، حيث يحدد أسعار الدخول والخروج من السوق بالربح أو الخسارة وهذه ميزة مهمة جدا بدلا من الدخول والخروج من السوق بعشوائية.
- إن التحليل الفني يركز على دراسة الأسعار وتحركات السوق وبسبب ذلك فهو يضمن الطريقة السهلة والمباشرة لمعرفة العلاقة بين العرض والطلب.
- إمكانية تطبيق الأسلوب الفني على جميع الفترات الزمنية سواء القصيرة أو المتوسطة أو حتى الطويلة على عكس التحليلات الأخرى التي تخص بدراسة الأسهم على مدى الطويل.
- تفوق التحليل الفني في تفسير جميع الحركات التي تؤثر في الاتجاه العام لحركة الأسهم بالإضافة إلى تفوقها بالتنبؤ بهذه الحركات.
- يعتبر التحليل الفني الأداة المثالية للمستثمرين الذين يعتمدون في استثماراتهم على المدى القصير أو المتوسط.
- يحتاج التحليل الفني إلى بيانات أقل من السعر والحجم كما يركز على تحديد انعكاس الاتجاه.
- وأهم ميزة رئيسية للتحليل الفني هي أنها لا تعتمد بصورة كبيرة البيانات المحاسبة المالية عكس التحليل الأساسي وذلك لوجود مشاكل تواجه تلك البيانات المحاسبية أهمها¹:
- أنها لا تحتوي على قدر كبير من المعلومات التي يحتاجها محللو الأوراق المالية مثل: تفاصيل المبيعات والمصروفات حسب خطوط الإنتاج أو العملاء والمناطق الجغرافية.

1 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 156.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- يتحمل اختلاف الطرق والسياسات المحاسبية المستعملة عند إعداد القوائم المالية في الشركات، والتي تؤدي إلى نتائج وقيم كثيرة مختلفة، ونتيجة لهذا فان المستثمر سيواجه متاعب في مقارنة بيانات الشركة سواء التي تنتمي إلى نفس الصناعة أو التي تنتمي إلى صناعات مختلفة.
 - هناك العديد من العوامل النفسية والمتغيرات غير الكمية التي لا تظهر في البيانات المالية مثل ولاء العملاء، الموقف العام للمستثمر تجاه صناعة معينة المخاطرة الناتجة من القيود أو الضرائب على المنتجات
- 2-عيوب التحليل الفني:** من أهم عيوب التحليل الفني ما يلي¹:
- يتأثر كثيرا بالتقييم أو المنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل، فالانطباعات المسبقة عن الحالة قد تعطي قرارات خاطئة.
 - في بعض الحالات يكون التحليل التقني متأخر قليلا في اختيار التوقيت، فمثلا بوجود أخبار مهمة أو أرباح قد يتأخر المحلل في اتخاذ القرار حتى يجد أو يرى تأكيد تبرر القيام بذلك.
 - بوجود عامل التنبؤ قد تختلف قرارات المتخصص بالتحليل التقني للمنحنى نفسه على الرغم من وجود قواعد عامة والأسباب كثيرة.
 - بالنسبة لتحليل الأسواق الناشئة عموما يعتبر التحليل الفني الوسيلة الأفضل لاتخاذ القرار وذلك لقلة البيانات التاريخية نسبيا بالإضافة لقلة المتابعين والتخصصين بهذا النوع من التحليل حيث أن زيادة المعرفة العامة بهذا النوع من التحليل يزيد من أهميته وإمكانية تطبيقه.
 - فالعيب الرئيسي للتحليل الفني هو أنه لا يوجد تأكيد أكاديمي أو علمي وأنه لا يمكن التحقق من صحة أي الحجج المنطقية، حيث لا يوجد شيء كما يقولون حول تشكيل الرسم البياني الذي يجعل بالضرورة

1 - عصام حسين، مرجع سابق، ص 164 .

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

الأسهم تتحرك بطريقة يمكن التنبؤ بها، ومن ناحية أخرى إذا آمن عدد كافٍ من المتابعين بالقوة التنبؤية للمخطط فسوف يشاركون في نشاط البيع والشراء الذي سيجعل التنبؤ حقيقة¹.

ثانياً: الاختلافات بين التحليل الأساسي والفني

إن تقنيات تقييم وتسعير الأوراق المالية المستهدفة (مدخل التحليل الأساسي)، وتقنيات وأساليب لدراسة اتجاهات الأسعار، لمعرفة واكتشاف نمط معين تسلكه في المستقبل القريب (مدخل التحليل الفني) قصد اتخاذ القرار المناسب حسب كل ظرف، ويلعب التقييم دوراً مهماً عند محاولة الوقوف على القيمة الحقيقية للأوراق المالية، واكتشاف فرص تحقيق الأرباح، ومن ثم توجيه القرارات بشكل سليم²، والجدول التالي يوضح الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني :

الجدول رقم (01-3): يبين الفرق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

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 وتحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر وتلك المسعرة بأكبر من قيمتها.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية
الافتراضات	إن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف، ويمثل هذا النوع من التحليل ضماناً لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	تحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوي العرض والطلب، كما أن العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية، وإن السوق أفضل متنبأ لنفسه، كما إن التحرك

1 - Nada Petrusheva, Igor Jordanoski, op,cit ,p29.

2 - هوارى سويسى ، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد5، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007، ص121.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

<p>من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.</p>		
<p>إن سوق رأس المال غير كفء، وعوامل السوق نفسه مثل: حجم التداول، أسعار الأوراق المالية، حجم التداول، عدد الصفقات وحجمها، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف، التوقيت الزمني، اتساع السوق، الجو النفسي.</p>	<p>عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجيا. بالإضافة إلى عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات والملاحظات.</p>	<p>مصادر البيانات الخاصة للتحليل</p>
<p>مؤشرات ميول المستثمرين، مؤشرات تدفقات الأموال، مؤشرات هيكل السوق</p>	<p>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</p>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>
<p>وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب ويحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ، وتحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني، وتوجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة، وصعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص ص 427-429.

المطلب الرابع: النظريات المفسرة للتحليل الفني

سننظر في هذا المطلب لأهم النظريات المفسرة للتحليل الفني

أولاً: نظرية داو جونز

1- مفهوم النظرية: تعد نظرية داو بمثابة الجذع لجميع دراسات التحليل الفني لظروف السوق، فهي نظرية معروفة لكل من له علاقة بالسوق، وتعتمد السياسات الاستثمارية للكثير من المستثمرين على القواعد الفنية دون إن يلاحظوا ذلك فعلاً، وقواعد التحليل الفني تعني بوضع سوق الأسهم نفسه دون أن ترهق نفسها بالتحليل الأساسي والذي يتضمن تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف الشركة.¹

وتعتبر نظرية (داو) واحدة من أقدم وأهم أدوات التحليل الفني ومرجع هذه النظرية يعود لشخص مطورها (Charles Dow) والذي يستند إليه مؤشر داو جونز Dow Jones الشاسع الاستعمال في بورصة نيويورك لتحديد متوسط الصناعة وقد توفي داو عام 1902، وبعده خضعت قواعد نظريته إلى التطور والتعديل من قبل هيئة تحرير صحيفة وول ستريت The Wall street journal والتي كان (داو) أحد أهم المحررين فيها²، في كثير من كتاباته أوضح شارلز داو أنه لم يفكر في نظريته وسيلة للتنبؤ بسوق الأسهم أو حتى كمرشد للمستثمر ولكن كمقياس للاتجاه العام، وتؤكد نظرية داو على اتجاه السوق العام وأن معظم الأسهم تسبح معاً، بمعنى أن أسعار الأسهم في المتوسط تتأرجح معاً بين الصعود أو الهبوط، كما إنها تعد من أولى الأعمال التي اهتمت باستخدام بيانات السعر والحجم وقد ظلت أساس العديد من المؤشرات الفنية، حيث أن داو قام بدمج المعلومات الخاصة بالسعر والحجم معاً لتحليل كل من الأسهم الفردية ومؤشر السوق، وعلى الرغم من ذلك فإنها لا تتنبأ باتجاه التغيير في أسعار الأسهم الفردية ولكنها تشير فقط إلى الاتجاه الذي يمكن أن يسلكه السوق وهكذا فإنها طريقة لتحديد قمة سوق صاعدة وقاع سوق هابطة³.

1 - طارق عبد العال، أسس الاستثمار الناجح في البورصة، مرجع سابق، ص 347.

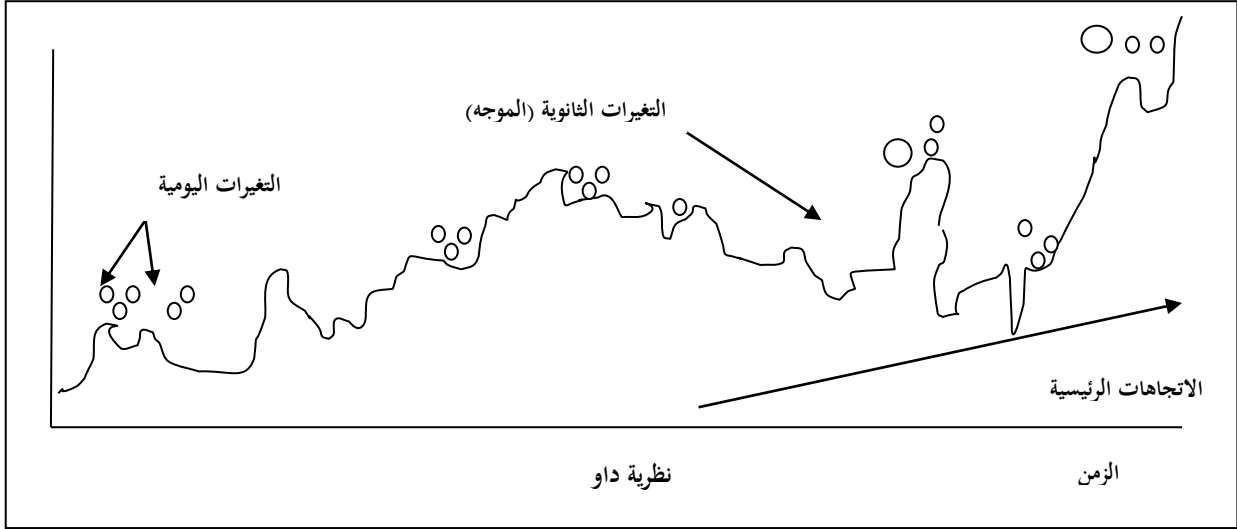
2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 105.

3 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 22..

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

إن المحلل الفني يفترض أن الأسعار في البورصة لها نماذج معينة في التغيير يمكن توقعها استناداً إلى نظرية داو، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (3-04): يوضح نظرية داو



المصدر: دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 288.

2- افتراضات نظرية داو جونز:

تقوم نظرية داو جونز على ست افتراضات وهي كما يلي:

1-2 الفرض الأول: إن المتوسطات تأخذ في الحسبان كل شيء: فسر السوق يتحدد نتيجة تفاعلات قوى العرض والطلب، وتقوم المتوسطات بخضم كل العوامل المؤثرة في العرض والطلب، فالمتوسط مؤشر عددي تقاس به التغيرات في الأسواق المالية، ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير في يوم معين مقارنة بقيمته في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار أسهم مجموعة من أهم وأكبر الشركات، ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه¹.

1 - عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق، ص 189.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

2-2 الفرض الثاني: للسوق ثلاثة اتجاهات: وصف داو أسعار الأسهم بأنها تتحرك في اتجاهات تشبه تحركات الماء وافترض بأن خط اتجاه السعر يتكون من ثلاثة أجزاء، الجزء الأساسي والثانوي والأصغر (التقلبات اليومية) والتي قارنها بتيار البحر وأمواجه وتموجاته، حيث يمثل اتجاه السعر الأساسي التيار والثانوي أو المتوسط الأمواج التي تصنع التيار أما خطوط اتجاه السعر الأصغر فتتصرف مثل المتموجات الصغيرة¹، ويمكن إبراز تلك التحركات كما يلي²:

- التغيرات اليومية: وهي الحركة التي تشبه التموجات في البحر، ولا تتصف بالأهمية وخاصة لو أخذت بمفردها وتسمى بالتغيرات العشوائية، وتأتي أهميتها من مجموع التحركات أي متوسط أسعار السوق اليومية التي تؤثر على التحركات الثانوية واتجاهات السوق، وأهميتها تأتي عندما يقوم المحلل الفني برسم حركة أسعار الأسهم.

- تغيرات الاتجاهات الأساسية: وهي الحركة الأكثر أهمية وتشبه حرة المد في البحر وهي طويلة الفترة نسبياً، وقد تكون فترتها سنة وأكثر ويطلق عليها سوق الثور (نسبة إلى قرن الثور المتصاعد حلزونياً) عندما تشهد الأسعار ارتفاعاً متواصلاً أي أن السوق صاعدة.

- التغيرات الثانوية: وهي المرحلة التي تشبه حكة أمواج البحر وتحرك في الغالب عكس حركة المد، وهي عبارة عن ردود فعل تصحيحية تؤثر على الأسعار بصفة مؤقتة وتعمل على إخفاء الانسجام والتصحيحات اللازمة على تغيرات الاتجاه الأساسي أثناء السوق الصاعد (الثور)، مما قد تؤدي إلى رفع أسعار الأسهم، ومعنى آخر أنها تساهم في توحيد ردود فعل المستثمرين وفترة التغيرات الثانوية بين 3 أسابيع إلى عدد من الأشهر.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 23.

2 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص 290.

2-3 الفرض الثالث: يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل: يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل سواء للاتجاه الصاعد أو الهابط، فعلى صعيد السوق الصاعد نجد¹:

- مرحلة التجميع (مرحلة تراكم التداول): وتحدث عند قرب نهاية الاتجاه الرئيسي، إذ تقوم قلة من المستثمرين المتميزين بشراء كل الأسهم المطروحة في السوق على الرغم من حالة التشاؤم المسيطرة على السوق نتيجة انتشار أخبار اقتصادية غير مشجعة.

- مرحلة الجذب (مرحلة المشاركة العامة): يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين وجذب مستثمرين جدد نتيجة الارتفاع المتواصل للأسعار الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد، فهذه المرحلة توصف بكونها مرحلة جني الأرباح من خلال بيع الأسهم نظرا لحدوث ارتفاع ثابت وتزايد الأسعار نتيجة لزيادة أرباح الشركات وتحسن الظروف الاقتصادية.

- مرحلة التوزيع (التصريف): يبدأ فيها خروج مستثمري مرحلة التجميع منتهزين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة نتيجة ورود أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي، ويسود جو استثمار شديد التفاؤل، فحدث غليان في السوق وتقدم واضح بالأسعار والذي يبقى حجم التداول في ارتفاع.

أما على صعيد السوق الهابط فان المرحلة الأولى هي مرحلة للتخلص (التصريف) من الأسهم نتيجة لوصول الأسعار إلى ارتفاع غير طبيعي مع بقاء حجم التداول مرتفعا ويتجه نحو التقلص، وفي المرحلة الثانية يسود الذعر السوق نتيجة الهبوط المفاجئ في الأسعار، بينما تتميز المرحلة الثالثة (مرحلة اليأس) بعملية بيع غير مشجع من المستثمرين لتسييل استثماراتهم لمقابلة احتياجاتهم النقدية، وبذلك ينتهي السوق الهابط عندما يستوعب كل الأخبار السيئة.

2-4 الفرض الرابع: مؤشرات السوق (المتوسطات) تؤكد بعضها البعض: والمقصود هنا أن متوسطات الأسهم أو مؤشرات الأسهم يجب أن تتحرك في اتجاه واحد يشير (دو) إن أحدهما يؤكد الآخر، بمعنى أن مؤشرات أسهم الصناعة تتحرك في نفس اتجاه مؤشر أسهم شركات الزراعة نظرا للعلاقة بين الشركات.

1- نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 25.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

ويعتقد (داو) أنه لا أهمية لأي إشارة لاتجاه هابط أو اتجاه صاعد ما لم تؤكد المتوسطات معا وهو لتأكيد حدهما الآخر فهو يعتقد إن المتوسطين يجب أن يتجاوزا قمة ثانوية سابقة لتأكيد استمرار الاتجاه الصاعد، وهذا المبدأ لا يزال يطبق الحد الآن، فمؤشر داو جونز للأسهم الصاعدة في بورصة نيويورك يتحرك بنفس اتجاه مؤشر S and P500¹.

2-5 الفرض الخامس: حجم التداول يجب أن يعزز اتجاه الأسعار: هذا يعني إن 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 المحركة للأسعار، فكلما زاد الحجم زادت قوة دفع الأسعار في الاتجاه الرئيسي، فإذا كان الاتجاه الرئيسي للأسعار في صعود فان ارتفاع الأسعار يكون عادة مصحوبا بزيادة في حجم التداول، أما هبوط السعر فيكون بحجم تداول صغير، والعكس يحدث في حالة كون الاتجاه الرئيسي للأسعار هابطا، فان انخفاض الأسعار يحدث مع زيادة في حجم التداول، وأي حركة تصحيحية لأعلى يكون حجما ضئيلا، وبالرغم من أن حجم التداول مؤشر مهم، إلا انه يظل مؤشرا ثانويا، فالاهتمام الأساسي للمحلل الفني يجب أن ينصب في المقام الأول على حركة الأسعار².

2-6 الفرض السادس: استمرار خط الاتجاه في مساره حتى يعطي إشارات مؤكدة على انعكاسه: يشكل هذا الاعتقاد أساس الطرق في تتبع خط الاتجاه، ويتعلق الاعتقاد بالقانون المادي لحركة السوق والتي تقول بان اتجاه الحركة يميل إلى الاستمرار في اتجاهه إلى أن تأتي قوة خارجية تغير هذا الاتجاه، وتتوافر مجموعات من الأدوات تساعد المستثمرين في تحديد إشارات انعكاس الاتجاه في السوق ونجد منها خطوط الدعم والمقاومة، وخطوط الاتجاه، والنماذج الفنية، والمتوسطات المتحركة، فتلك المؤشرات تعطي إشارات يصعب على خط الاتجاه مخالفتها³.

1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 110.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 190.

3 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 27.

3- النقد الموجه لنظرية داو: من أهم النقد الموجه لنظرية داو متمثلة فيما يلي¹:

- **الإشارات المتأخرة:** بما أنك ستشتري أو تبيع الأسهم بعد أن يحدث تغير في اتجاه السوق، بدلا من إن تتوقع حدوثه، فإنك قد تفقد ما يصل إلى 25% أو أكثر من حركة الأسعار المرجحة. وعلى الرغم من أن هذا الكلام صحيح، فإن النقد نفسه يمكن أن يوجه إلى الأساليب الحذرة في تتبع اتجاهات السوق، فعندما تنتظر حتى يحدث تغير في الاتجاه، فإنك على الأقل ستتمكن من التأكد من حدوث التغير بالفعل.

- لا يمكن للمتعامل أن يشتري ويبيع الأسهم المدرجة في المؤشرات المتوسطة: حيث لم تعد هذه القاعدة سارية، ويرجع الفضل في هذا إلى صفقات المراهنة على الفروق بين سعري البيع والشراء وغيرها من صفقات التعامل الآجلة.

- تشتمل نظرية داو على بعض العيوب والمساوي: ويعد هذا صحيح حيث لا يوجد نموذج مثالي للتحليل الفني يخلو من أي أخطاء.

- تعد هذه النظرية غير قابلة للتطبيق الآن: يعتقد البعض أن نظرية داو غير قابلة للتطبيق حاليا، لأنها طبقت على مؤشرات لا يوجد لها بديل الآن.

من ناحية أخرى يعتقد مؤيدو نظرية داو إن هذه النظرية يمكن تطبيقها على مؤشرين للأسهم الأمريكية على الأقل، وهما مؤشر داو جونز للأسهم الشركات الصناعية الكبرى، الذي يشتمل على 30 شركة، ومؤشر شركات النقل، الذي يعد نموذجا أكبر لمؤشر شركات السكك الحديدية الأصلي.

وردا على هذا الانتقاد، يرى البعض إن داو لم يقصد أبدا بنظريته معرفة اتجاه خطوط اتجاه السعر قبل حدوثها بل انه كان يقصد التعرف على ظهور الأسواق الصاعدة الأساسية والأسواق الهابطة الأساسية والتعرف على حركات السوق الهامة، وتفيد بعض الدراسات بأن نظرية داو تؤدي تلك الوظيفة بشكل جيد

1 - ألكسندر ديفيدسون، المضاربة في البورصة، ترجمة دار الفاروق، ط2، مصر 2005، ص111.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

فمن عام 1920 إلى عام 1975، تمكنت نظرية داو من تتبع 68% من الحركات التي قام بها مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر المواصلات، و67% من حركات مؤشر S and P500¹.

ثانيا: نظرية الفايوناتشي

1- مفهوم النظرية: كان فايوناتشي المعروف باسم "ليونارد من بيزا" تاجرا ثريا من أثرياء بلدة بيزا الإيطالية، فقد كان عالما في الرياضيات حيث ألف عدة كتب في الرياضيات ومن أهم مؤلفاته المسمى كتاب العد الصادر في عام 1202 وصف فيه سلسلة أرقام متتالية تعرف حاليا في الرياضيات بمتتالية فايوناتشي وهي: 1، 2، 3، 5، 8، 13، 21، 34، 55، 89، 144، ...∞.

وأي رقم في المتتالية يساوي حاصل جمع الرقمين السابقين عليه، هذه الأرقام لها العديد من الخصائص المهمة، فبقسمة أي رقم على الرقم الذي يليه يكون الناتج 0.618، وعلى ثاني رقم يليه يكون الناتج 0.382، وعلى ثالث رقم يكون الناتج 0.236، أما قسمة أي رقم على الرقم الذي يسبقه مباشرة فيكون الناتج 1.618، وعلى الرقم الذي يسبقه برقمين فيكون الناتج 2.618. كل هذه النسب تعرف بنسب فايوناتشي².

تلعب نسب فايوناتشي دورا مهما في سوق الأوراق المالية، إذ يمكن استخدامها في تحديد النقاط الحرجة التي يحتمل أن تتراجع عندها أسعار الأسهم، وقد أثبتت التجارب أن السعر كلما لامس إحدى هذه النقاط يعود مرة أخرى للاتجاه السابق للسهم، حيث تعتبر نسب فايوناتشي الأساسية طريقة أساسية لقياس حركة السعر بشكل دقيق ولتحديد فرص التداول المحتملة والنماذج التوافقية، وتشمل هذه النسب الأساسية 0.618، 0.786، 1.27، 1.618، وإذا ما ارتد أي سهم عن تلك المستويات التي تقع عند تلك النسب فعلى المستثمر توقع بان الحركة التوافقية مع باقي النسب سوف تستمر أكثر في المستقبل³.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 27.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 200.

3 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 175.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

أما النسب الثانوية في تشمل الأرقام التالية: 0.382، 0.50، 1.00، 2.24، 2.618، 3.14، فهذه النسب تساعد على إتمام منطقة الانعكاس المحتمل، فعندما يتجاوز السعر مستوى التصحيح 1.618 ويخترقه فإن النسب التي يحترمها في هذا الصعود تكون 2.24، 2.618، 3.14، فالسهم سوف يتحرك بشكل غير عادي عندما يصطدم بإحدى نسب فيبوناتشي وتعتبر نسبة 1.618 القاعدة الأساسية للحلزون الذهبي وهي النسبة الذهبية.

2- نظرية فيبوناتشي والتصحيحات السعرية: الحركة التصحيحية للسعر هي حركة تصحيحية للسعر نفسه كنسبة معينة من أصل الحركة السابقة لها، في العادة تصحح الأسهم لتصل إلى أحد مستويات فيبوناتشي التالية: 0.382، 0.50، 0.618، 0.786. وترسم هذه النسب كما يلي¹:

- في الاتجاه الصاعد يتم رسم فيبوناتشي من بداية الحركة أي من الأسفل إلى الأعلى بحيث يكون الصفر في الأعلى عند نهاية الحركة والـ(100) في الأسفل عند نهاية الحركة.

- في الاتجاه الهابط، يتم رسم فيبوناتشي من بداية الحركة أي من الأعلى إلى الأسفل بحيث تكون (100) في الأعلى عند بداية الحركة والصفر في الأسفل عند نهاية الحركة.

وهذا يعني أن تحدد نسب التصحيح لفيبوناتشي عن طريق تحديد أدنى مستوى إلى أعلى مستوى لحركة طويلة لنستطيع تحديد مستوى دعم محتمل عند تراجع أو انعكاس السعر من مستويات عالية ومن الممكن أيضا تحديد مستويات التصحيح لفيبوناتشي من مستويات عالية إلى مستويات متدنية من أصل حركة طويلة بعض الشيء باستخدام النظرية ذاتها لنستطيع تحديد مستوى مقاومة محتمل مع قفز السعر مرة أخرى من المناطق المتدنية.

وتستخدم اليوم أرقام ونسب فيبوناتشي في العديد من التحليلات الفنية لشتى الأسواق وفي اتخاذ قرارات التداول، ومنها على سبيل المثال²:

1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 122.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 203.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- تحديد نقاط التحول على خرائط الأسعار بأفاقها الزمنية المختلفة.
- حساب مستويات تراجع الأسعار ومدى الحركة التصحيحية للاتجاه، وذلك بتطبيق نسب التراجع للأسعار خلال حركتها التصحيحية.
- توقع مناطق الدعم والمقاومة.
- تحديد الأوقات المرجح تغير الاتجاه فيها.
- تحديد الأهداف السعرية المتوقع وصول الأسعار إليها.

ثالثاً: نظرية موجات إليوت

1- مفهوم النظرية: اكتسبت مبادئ موجات إليوت منذ أن وضعت على يد Ralph Nelson Eliot عام 1930 قبولاً واسعاً بوصفها أداة تنبؤ من جهة وأداة تحليل سوقية من جهة أخرى، فالنظرية تعد بمثابة وصف دقيق لآلية تشكل السلوك الجماعي أي سلوك المضاربين (المشترين والبائعين)، وتظهر كيفية انتقال سيكولوجيا الجمهور (المضاربين) من حالة التشاؤم إلى حالة التفاؤل ثم العودة، أي الانتقال من حالة التفاؤل إلى حالة التشاؤم وذلك في سياق دورة طبيعية تخلق أشكالاً ونماذج تكرر باستمرار، وبالتالي فإنها تكون قابلة للقياس ويمكن توقعها¹.

فمن خلال هذه النظرية يتم رصد التغير في سلوك المضاربين من خلال التغير في أشكال الحركة السعرية على الرسم البياني، ووفقاً لبيانات أسعار السهم التاريخية تمكن إليوت من تمييز مجموعة من النماذج للحركة أو للموجات السعرية المتكررة في السوق المالي، وقد بنى إليوت نظريته بالكامل على ملاحظاته التي دونها عن حركة أسواق الأسهم، واكتشف أن أسعار الأسهم تسير حسب نماذج معينة، وأن هذه النماذج تتكرر بشكل دوري، فدون هذه الملاحظات ووضع لها قوانين وقواعد حسب ملاحظاته.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 180.

في سنة 1939 نشر إبيوت كتاب سلسلة من أكثر المقالات التي يقبل عليها القراء في مجلة فاينانشال ورلد، وفي هذه المقالات شرح إبيوت المبادئ الأساسية لنظرية موجات إبيوت التي عرف فيها ثلاثة جوانب، يتمثل الجانب الأول في أشكال الموجات والثاني في النسبة بين الموجات والثالث في عنصر الوقت.

أما في سنة 1946 نشر إبيوت كتابا تناول فيه الشكل النهائي لنظرية موجات إبيوت، وقد طبق إبيوت في هذا الكتاب نظريته على مؤشر داو جونز لمجموعة الشركات الصناعية، واستهدف إبيوت بهذا ضرورة استخدام هذه النظرية في المواقف التي تتداخل فيها الكثير من العوامل النفسية، وتتضمن هذه المواقف التعاملات في البورصة وليس الأسهم الفردية¹.

2- نماذج موجات إبيوت

تعتبر الأسواق المالية واحدة من أكثر الأماكن وضوحا لمشاهدة تطبيقات هذه الظاهرة، حيث يتم رصد التغير في سلوك المضاربين من خلال التغير في أشكال الحركة السعرية على الرسم البياني، ولقد قام إبيوت بتسمية وتعريف وشرح نماذج موجات الحركة السعرية تلك، ثم وصف كيفية ارتباط هذه الموجات مع بعضها البعض لتكون موجة أكبر في نفس الهيكل الذي تنتمي إليه، ثم كيفية ارتباط تلك الموجات الأكبر حجما مع لتكون موجة أكبر حجما... وهكذا.... مرة بعد مرة، مداولة بعد مداولة يتكرر تكوين نماذج الموجات الأكبر حجما من حاصل تجميع نماذج الموجات الأصغر حجما ودواليك².

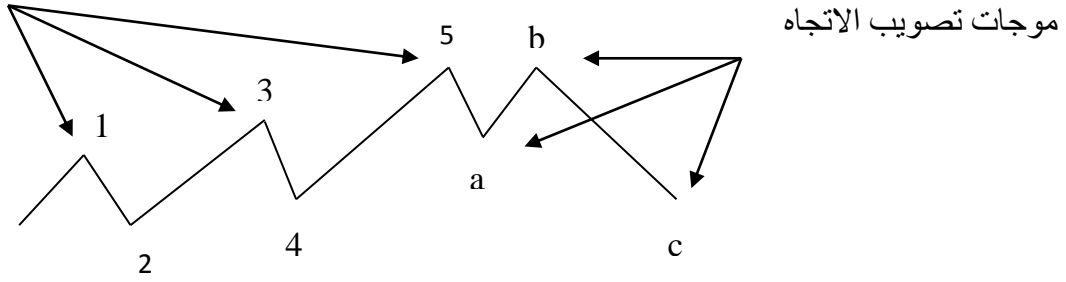
في نظرية موجات إبيوت، يعقب أي ارتفاع خماسي الموجة يعرف بمصطلح الموجة الأولى (الموجات الدافعة) انخفاض ثلاثي الموجة يعرف بالمصطلح الموجة الثانية (الموجات التصحيحية)، ويجسد شكل موجة البحر. والشكل التالي يوضح ذلك.

1 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 318.

2 - قاهر ناصر الطاهات، النظرية الموجية لإبيوت، الأردن، 2005، ص 03.

الشكل رقم (5-3): يوضح الأنماط الثمانية لموجات إيلوت

موجات اندفاع الأسعار



الموجات التصويبية

المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 101.

1-2 الموجات الدافعة: أطلق عليها هذا الاسم لأنها تقوم بتحفيز حركة النموذج والدفع في نفس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجما التي تحتويها أي الدرجة التالية الأكبر، وتضمن الموجات الدافعة خمس موجات، وتعطي التقييم 1،2،3،4،5 وهي التي تحدد الاتجاه العام للسوق سواء صعودا أو هبوطا وتتضمن 3 موجات محفزة (الموجات الدافعة القاعدية) وهي الموجات رقم 1،3،5 وهي موجات تصاعدية تتوسطها موجتين تتوسطها موجتين تصحيحيتين وهما رقم 2،4 والتين تعاكسان الاتجاه التصاعدي، وتسمى هاتين الموجتين بالموجات التصحيحية وذلك لأنهما مصححتان للموجتين 1 و 3.

2-2 الموجات التصحيحية: وأطلق عليها هذا الاسم لأنها تقوم بتصحيح حرة النموذج بعكس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجما التي تحتويها، فهي موجات ارتدادية وظيفتها رد فعل الدفع، وتتكون من ثلاث موجات وتعرف بالأحرف a،b،c¹.

وتبعاً لمبدأ موجة إيلوت فإن هناك بعض القواعد يجب من إتباعها في تحديد الموجات:

- عدم تراجع الموجة الثانية إلى أدنى من نقطة بداية الموجة الأولى.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 183.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- عدم هبوط الموجة الرابعة إلى أدنى من نهاية الموجة الأولى، أي عدم تشابك الموجة الرابعة مع الأولى، فأدنى نقطة بالموجة الرابعة يجب أن تكون أعلى من أعلى نقطة بالموجة الأولى.
- ألا تكون الموجة الثالثة أقصر الموجات الدافعة، فقد تكون أقصر من إحداها ولكنها عادة ما تكون أطول من كل من الموجتين الأولى والخامسة.
- وتبعاً لمبدأ موجة اليوت فإن هناك ثلاث ركائز رئيسية لسلوك الأسعار بالأسواق¹:
- نمط أو شكل (pattern) حركة الأسعار خمس موجات إلى أعلى وثلاث إلى أدنى أو العكس.
- النسب (ratio) التي تحكم العلاقات السعرية بعضها البعض أهمها الحركة التصحيحية بتراجع الأسعار بنسبة 38.2%، 50% أو 61.8% من الحركة السابقة لها.
- الزمن (time) وهي المدة التي تستغرقها الأسعار في حركتها من أدنى سعر نسبي (relative low) إلى أعلى سعر نسبي (relative high) أو العكس، وتستخدم النسبة الذهبية في التنبؤ بتاريخ مسار الأسعار مستقبلاً.

رابعاً: قاعدة التغيير

بموجب قاعدة التغيير، لا يكرر السوق نفسه مطلقاً فإذا حدثت بسيطة التركيب، من المحتمل أن تعقبها موجة معقدة التركيب، والعكس صحيح، وتتغير الأحوال في الأسواق المتجهة إلى الصعود وتلك المتجهة إلى الهبوط، وتستند قاعدة التغيير على أساس احتمالي وليس يقيني، وفقاً لما ذكره بريشتر².

وتستخدم النظرية أيضاً في حساب هدف سعري معين، سواء أعلى أو أدنى سعر يمكن إن تصل إليه الأسعار خلال رحلتها في الاتجاه الجاري، وإذا كان هدف المتعاملين بالأسواق هو تحقيق الأرباح، فإن وسيلتهم إلى ذلك هي معرفة اتجاه الأسعار المستقبلي لبناء المراكز الاستثمارية السليمة واتخاذ قرارات الشراء والبيع

1 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 207.

2 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 321.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

الصائبة، وتعين نظرية اليوت في ذلك كثيرا ، حيث إنها ترسم خارطة لحركة الأسعار، كما أنها تفيد في حساب نقاط التحول السعرية والزمنية، وذلك بإمكانية استخدامها ليس فقط في تحديد أهداف سعرية من المرجح أن تصل إليها الأسعار، بل أيضا تحديد أزمدة معينة يتوقع أن تدور الأسعار من عندها لتغير اتجاهها، وهو ما يتيح للمضارب والمستثمر معرفة انساب الأسعار والأوقات للدخول والخروج من السوق¹.

1 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص207.

المبحث الرابع: أدوات التحليل الفني في سوق الأوراق المالية

يعرّف التحليل الفني بأنه أسلوب تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية ومتابعة تغيرات الأسعار وحجم المعاملات لسهم معين ثم الاستنتاج بالاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي، ويتحقق ذلك من خلال مجموعة من الأدوات تعطي قدرة فنية للمحلل الفني في أن يتابع حركة الأسعار ويمكنه من التنبؤ باتجاهها المستقبلي.

المطلب الأول: الرسوم البيانية

سنتطرق في هذا المطلب على أهم الرسوم البيانية المستخدمة في التحليل الفني والمتمثلة فيما يلي: الخط البياني، خريطة النقطة والشكل، الأعمدة البيانية.

أولاً: الخط البياني

الخط البياني أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق. فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط، ويعتقد الفنيون عموماً إن سعر الإقفال هو أن سعر الإقفال هو أهم سعر في جلسة التداول، فهو بمثابة إعلان النتيجة النهائية بين المشتريين والبائعين، حيث يتم تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار، ثم يتم التوصيل النقاط المتتالية ببعضها البعض بخط ممهد، فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار.

ثانياً: خريطة النقطة والشكل

توضح خريطة النقطة والشكل حركة الأسعار بدون قياس الزمن وينسب اسم النقطة والشكل إلى *Victor de Villiers* والذي ورد في كتابه الصادر عام 1993 بعنوان " توقعات حركات الأسهم المستقبلية باستخدام طريقة النقطة والشكل "، انطلاقاً من أسعار إغلاق السهم يتم تشكيل هذا النوع من الخرائط،

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

تتخذ علامتا (O) و (X) الموضحتان على التخطيط ترتيباً منطقياً، فإذا كان سعر السهم يتجه إلى الصعود، يجب أن يتحرك بمقدار محدد قبل أن يتم تسجيل علامة (X) على التخطيط، أما إذا كان سعر السهم يتجه إلى الهبوط، يجب أن يتحرك بالمقدار نفسه ولكن باتجاه عكسي قبل أن تسجل علامة (O) على التخطيط، أما إذا تغير اتجاه سعر السهم تغييراً ملحوظاً، فإنك تبدأ تسجيل علامة (X) في عمود جديد إذا كان اتجاه السعر في العمود السابق إلى الهبوط أو علامة (O) إذا كان اتجاه السعر في العمود السابق إلى الصعود. حيث لا يمكن تسجيل علامتا (O) و (X) في عمود واحد¹.

وهناك معيارين لتضمين أي حوكة سعرية تحد يومياً هما²:

1- حجم أو مدى النقاط الذي يشير إلى المقدار الأدنى الذي يجب أن يتحركه السعر أعلى آخر سعر إغلاق يومي في عمود (X) وفي حالة اتجاه صاعد، أو دون مستوى إغلاق اليوم السابق في عمود (O) وفي حالة اتجاه هابط.

2- مدى أو مقدار الانعكاس والذي يشير إلى الحد الأدنى الذي يجب أن تختلف فيه حوكة السعر مع الاتجاه الحالي، وهو يمثل الحد الأدنى الذي سنحتاجه إلى استبعاد عمود (X) من أجل بدء عمود (O)، إذا ما بدأ السعر في التراجع والعكس بالعكس في حالة الاتجاه الصاعد.

بمعنى طالما عن الانعكاس أقل من مقدار الانعكاس المحدد في الاتجاه الصاعد سيظل لدينا عمود (X) أو نفس الأمر في حالة الاتجاه الهابط نظل محافظين على عمود (O).

ثالثاً: الأعمدة البيانية

بداية يتم توضيح سعر السهم في مقابل التوقيت الذي سجل فيه، ويرسم عمود لكل فترة زمنية، حيث تمثل قمة العمود أعلى سعر سجله السهم على مدار الفترة الزمنية، في حين يوضح الجزء السفلي للعمود أقل سعر

1 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 122.

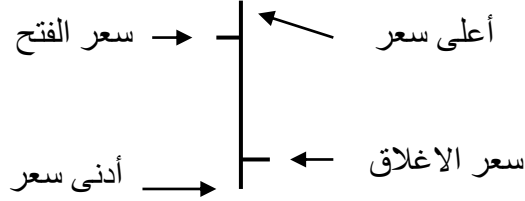
2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 150.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

سجله السهم على مدار الفترة الزمنية ذاتها، كما توجد علامة على يسار العمود توضح سعر الفتح، في حين توجد علامات أخرى على يمينه توضح سعر الإقفال.

وعادة ما ترك تخطيطات الأعمدة على حركة الأسعار اليومية على مدار أيام العمل الخمس في الأسبوع¹.

الشكل رقم (3-07): يوضح رسم تفصيلي لأحد الأعمدة البيانية



المصدر: عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص64.

والغرض من رسم الأعمدة لفترات زمنية مختلفة، هو اختلاف منظور كل منها، فالخريطة الشهرية تعطي صورة مختلفة تماما عن الخريطة اليومية، فالأولى ترسم حركة السوق على المدى البعيد، والأخيرة ترسمها على المدى القصير. فالكثير من الفنيين يراجعون الخرائط طويلة المدى قبل الخرائط الأسعار للمدد القصيرة، رغبة منهم في تحديد اتجاه الأسعار الرئيسي أولا الذي تظهره الخريطة الشهرية، قبل الدخول في تفاصيل حركة الأسعار كل ساعة أو كل يوم، فمنهم من ينصح بأخذ مراكز قصيرة المدى فقط عندما تتفق في الاتجاه مع الاتجاهين المتوسط والطويل المدى².

1- ألكسندر ديكيدسون، مرجع سابق، ص 118.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص64.

المطلب الثاني: الشموع اليابانية

تختلف المعاني التي تقدمها الشموع اليابانية باختلاف أشكالها، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى توضيح مفهوم الشموع اليابانية وأشكالها المختلفة.

أولاً: مفهوم الشموع اليابانية

تعد الشموع اليابانية من أحد فروع التحليل الفني وهي تعد المدرسة الشرقية في التحليل الفني، ونجد هذا الأسلوب يعني بنطاق زمني قصير جداً¹، ونظراً لقصور المخططات والأعمدة البيانية في إعطاء صورة واضحة ومحددة يمكن الارتكاز إليها في تكوين إستراتيجية معينة للمضاربة والاستثمار من خلال التركيز على حركة الأسعار في السوق، لذا فقد وجد المحللون ضالتهم في أسلوب الشموع اليابانية الذي يعد من أفضل الأساليب الفنية في أسواق المال كونه يركز على نفسية المتعاملين، ويمتاز بقدرة عالية على التنبؤ الصحيح لمسار أسعار الأسهم مما قد يؤدي إلى تحقيق معدلات عائد مرتفعة².

حيث سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة، تتكون من مستطيل له فتيلان علوي وسفلي، قمة الفتيل السفلي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة و أدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر تم التداول به خلال تلك الفترة، أما سعر الفتح و الإقفال فيمثلان إما الخط العلوي أو السفلي للمستطيل حيث يسمى المستطيل بالجسم و الفتيل بالظل، رمز اليابانيون لأيام ارتفاع الأسعار (سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح) بشمعة بيضاء تمثل الفرح بجني الأرباح، كما رمزوا لأيام انخفاض الأسعار (سعر الإقفال أدنى من سعر الفتح) بشمعة سوداء تعبر عن الحزن للخسارة³، والشكل التالي يوضح شكل الشمعة.

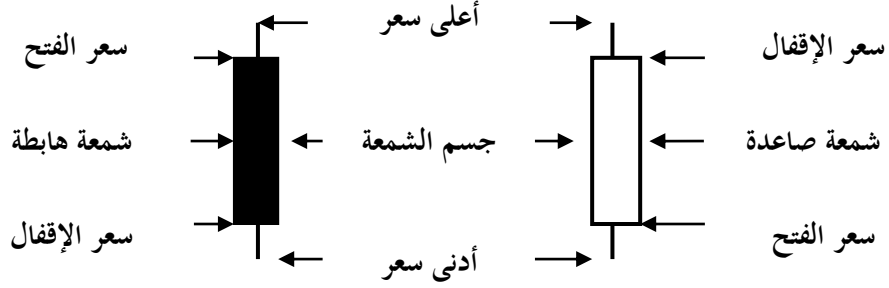
1 - محمد الصالح الحناوي وآخرون ، مرجع سابق، ص126.

2 - زيد طارق صالح، إلياس خضير فنوش، استخدام أسلوب الشموع اليابانية في قراءة السوق المالي للمساعدة في تقليل مخاطرة الاستثمار في الأسهم، المجلة العراقية للعلوم، العراق، العدد22، 2008، ص106.

3 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص218.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

الشكل رقم (8-3): يوضح شكل الشمعة اليابانية



المصدر : المصدر : عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص218..

إن هذا النوع من الرسوم هو أكثر الأنواع استخداماً من قبل المحللين الفنيين في السوق لأنه يوضح حركة السعر بسهولة، كما تتسم الرسوم بأفضليتها من ناحية الرؤية والإدراك البصري، ومن خلال رسم الشموع يمكن المقارنة أو فهم العلاقة بين الافتتاح والإقفال، وكذلك أعلى سعر وأقل سعر لان هذه العلاقة تعني الكثير وذات أهمية للمحلل الفني، وعندما يكون سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح فهذا يعني أن هناك طلب أكبر لشراء السهم المحدد، وعندما يكون سعر الإقفال أقل من سعر الافتتاح فهذا يعني أن ضغط البيع أكثر من الشراء¹.

قد تجسد الشموع اليابانية التحركات الأسبوعية أو الشهرية أو التغيرات التي تحدث خلال اليوم، وقد تمثل الشمعة التغيرات السعرية التي تحدث خلال دقائق معدودة إلى عدة ساعات، وتعتبر الشموع اليابانية وتحليل نماذج الشموع ثم الأدوات الأساسية لاتخاذ قرار وقتي في السوق من خلال سيكولوجية المتداولين، ولا تعكس الشموع اليابانية تسلسل الأحداث التي تحصل بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق وإنما تعكس فقط العلاقة بينهما².

1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 163.

2 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 42.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

تكتسب الشموع اليابانية أهمية خاصة في التحليل الفني لما يعطيه من إشارات عن حالة السوق، من خلال ما تقدمه من وظائف ومن أهم تلك الوظائف هي¹:

- تعد الشموع اليابانية أفضل المخططات للحصول على نتائج ايجابية في التحليل الفني للسوق.
- رسوم الشموع اليابانية تترجم السوق وتعطي توقع للمحطات القادمة للأسعار.
- تستخدم لتمييز نقاط تحول اتجاه السوق أي تغييره من هابط إلى صاعد ومن صاعد إلى هابط.
- الشموع اليابانية لها أشكال وأسماء متعددة مثل المطرقة، والشهاب، والرجل المشنوق، وكلها مفيدة لتوقع واستشعار حركات السوق القادمة.

ثانيا: أشكال الشموع اليابانية

هناك أكثر من شكل للشموع اليابانية، ولكل شكل مواصفات معينة يدل على حركة سعر سهم ما، وشكل التداول عليه. هناك نوعين من الشموع اليابانية، الأول يسمى بالشمعة الفردية، التي تتكون من شمعة واحدة، أما الثانية فهي الشموع لأكبة.

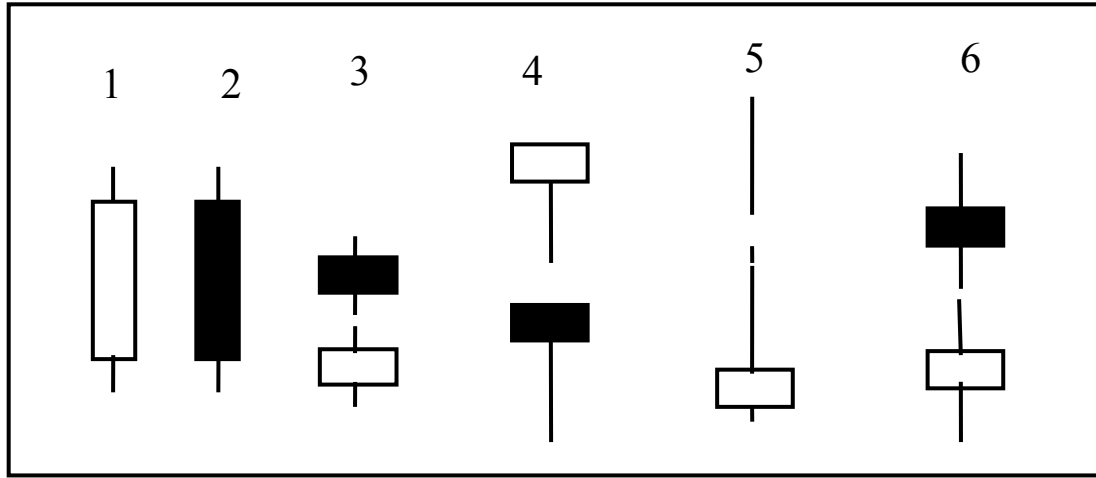
1- الشموع الفردية

النوع الأول من الشموع اليابانية تسمى بالشمعة الفردية وهي عدد من الأشكال بعضها شموع الاتجاه والبعض الآخر شموع انعكاسية، ولكل شكل تفسير محدد، وتمثل هذه الأشكال في الرسم البياني التالي.

كل شمعة من الشموع اليابانية الموجودة في الشكل تعبر عن حالة سعرية معينة في السوق ويمكن عرضها فيما يلي:

1 - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، ص 164.

الشكل رقم (3-09): يوضح أنواع الشموع الفردية



المصدر: حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، ص 170.

1-1- الشمعة رقم (01): الشمعة الطويلة البيضاء: تشير الشمعة المحوفة (البيضاء) إلى أداء صعودي، بمعنى أن الافتتاح أقل من الإغلاق. كما تشير إلى أن المشترين في السوق مسيطرين على التداول وكثرة الشراء أدى إلى انخفاض السعر¹.

1-2- الشمعة رقم (02): الشمعة الطويلة السوداء: وهي عكس الشمعة البيضاء في كل شيء، حيث يكون سعر الافتتاح أعلى من سعر الإغلاق، مما يعني هبوط حاد بالسعر للسهم وإغلاقه على انخفاض، كما تشير إلى أن البائعين في السوق مسيطرين على التداول وكثرة البيع أدى إلى انخفاض السعر، وهناك إصرار منهم على تخفيض السعر حتى نهاية التداول، الرأس والرجل قصير دليل على أن السعر لم ينزل عن سعر الإغلاق ولم يرتفع عن سعر الافتتاح إلا بنسبة قليلة، هذه الشمعة تدل على حالة هبوط السوق².

1 - Felipe Tudela, *THE SECRET CODE OF JAPANESE CANDLESTICKS*. John Wiley & Sons, Ltd, 2008, p24.

2 - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، ص 171.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

1-3- الشمعة رقم (03): الشمعة القصيرة: ويكون جسم الشمعة قصيرا جدا وظلالها قصيران أيضا وفي هذه الحالة لا يكون للون الشمعة أهمية كبيرة حيث تعتبر هذه الشمعة عن تذبذب حركة السعر في نطاق ضيق، ويوصف ذلك اليوم باليوم القصير¹.

1-4- الشمعة رقم (04): شمعة الهامر والرجل المشنوق: هي عبارة عن شموع ذات ظل سفلي طويل وأجسام شموع صغيرة، تكون أجسام الشموع بالقرب من قمة نطاق التعامل اليومي، وهي شموع يمكن أن تكون إشارة صعودية أو تراجعية تبعا لظهور الشمعة بالنسبة للمسار العام، فإذا ظهرت أيا من الشمعتين خلال مسار هابط فتلك إشارة أن هذا المسار الهابط قد ينتهي، عند حدوث ذلك نسمي الشمعة مطرقة وذلك لأن السوق تختبر مستوى سعري بالطرق عليه، وإذا ظهرت أي من الشمعتين بعد سباق سرعة فهي تخبرك أن السياق السابق ربما وصل للنهاية، وتسمى هذه الشمعة باسم ينذر بالسوء هو الرجل المشنوق².

1-5- الشمعة رقم (05): شمعة النجم الساقط والمطرقة المقلوبة: تتميز شمعة النجم الساقط بأن حجمها صغير مما يدل على تداول ضعيف للسهم في السوق وبما أنها شمعة سوداء فهي دليل على أن السعر سوف يهبط عن سعر الافتتاح ولكن بمبوط بسيط. ويظهر من الشكل السابق أن الرأس طويل مما يدل على تداول عالي على السهم إلا إن البائعين تمكنوا من السيطرة عن التداول وتمكنوا من تخفيض السعر حتى دون سعر الافتتاح وهو سعر الإغلاق، مما يعني وجود سيطرة كاملة من البائعين على السهم في السوق³.

أما شمعة المطرقة المقلوبة فهي تمتاز بجسم صغير مما يدل على تداول ضعيف في السوق ولون الجسم أبيض، مما يدل على إن السعر ارتفع عن الافتتاح، ولكن الزيادة ليست كبيرة، ويظهر من الشمعة أن الرأس طويل جدا، مما يعني إن التداول على السهم عالي، مما جعل البائعين يتجهون نحو تخفيض السعر ولكن توجد مقاومة

¹ - J. John Murphy, *The Visual Investor, How to spot market Trends, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Son. 2009, p125.*

2 - ستيف نيسون، ترجمة أحمد صلح عبد العزيز، براعة الشموع اليابانية في تحليل الخرائط البيانية، 2007، ص 43.

3 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 172..

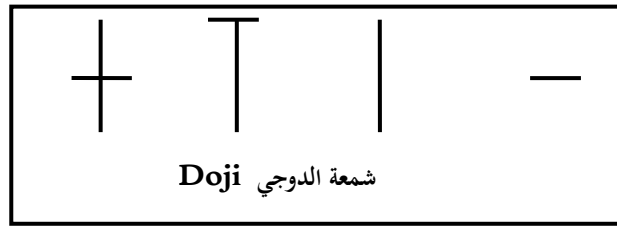
الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

على هذا الانخفاض، مما جعل السعر مستقر عند سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح، وهذا يعني أن السهم في السوق قد رفض الانخفاض ومصمم على الارتفاع، وتعتبر الشمعة هنا هي شمعة دعم للسهم.

1-6- الشمعة رقم (06): الشمعة القمم العلوية والظلال السفلية الطويلة (القمم المغزلية): وهي تتمثل في شموع ذات جسم صغير بظلال علوية وسفلية أطول من الجسم وتعني هذه الشمعة التردد، أي أن المستثمرين داخل السوق يفكرون في الخطوة المقبلة¹.

1-7- الشمعة رقم (07): شمعة الدوجي Doji: هذه شمعة يتم فتحها وإغلاقها عند نفس المستوى، هذا يعني وجود حالة التردد، أي السوق يفكر في خطواته التالية². وتأخذ الأشكال التالية:

الشكل رقم (10-3): يوضح شكل شمعة الدوجي



Source: Felipe Tudela, op, cit, p29.

1-8- الشمعة رقم (08): شمعة نموذج Marubozu: من أكثر نماذج الشموع الطويلة فعالية نجد نموذج الأخوين Marubozu الأسود والأبيض، فهذا النموذج ليس له ظلال علوية ولا سفلية حيث أن الارتفاع والانخفاض ممثلان بسعر الافتتاح والإغلاق فقط، فنموذج Marubozu الأبيض يدل على أن سعر الافتتاح هو الأدنى وسعر الإغلاق هو الأعلى، حيث لا يتم تسجيل أي سعر منخفض بعد الافتتاح لأنه لا يوجد ظل سفلي، كما لا يوجد ظل علوي، لأن سعر الإغلاق هو الأعلى الذي يتم تسجيله في الجلسة، فالشمعة تدل على أن المشترين سيطروا على السهم من الافتتاح إلى الإغلاق، بينما يتشكل نموذج Marubozu الأسود

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 45.

2 - Felipe Tudela, op, cit, p29.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

عندما يتساوى سعر الافتتاح مع سعر الارتفاع القياسي ويتساوى الإغلاق مع سعر الانخفاض القياسي وهذا يدل على أن البائعين سيطروا على السهم¹.

ثانيا: الشموع المركبة

هي الشموع التي تتكون من أكثر من شمعة متجاورة مع بعض، لا يوجد نوع واحد من الشموع اليابانية، كل منها يعبر عن حالة سوق، وسعر السهم وقرار المستثمر الذي يجب أن يكون².

1- النماذج الانعكاسية:

1-1- نموذج الابتلاع: هو أول هذه النماذج وهو عبارة عن نموذج مفصلي (انعكاسي) رئيسي مكون من شمعتين أحدهما بيضاء والأخرى سوداء، عندما يكون لسوق في مسارها هابط تأتي شمعة بيضاء لتطوق أو تبتلع شمعة اليوم السابق السوداء فهي تبين أن القوى الشرائية في السوق قهرت القوى البيعية. وعندما يكون السوق صاعدا، إن ابتلاع الشمعة البيضاء عن طريق الشمعة السوداء التالية هو إشارة قمة مفصلية³، ويوجد ثلاث معايير لنموذج الابتلاع:

- يجب أن تكون السوق في مسار عام واضح صاعد أو هابط ولو كان هذا المسار على المدى القصير.
- يتكون نموذج الابتلاع من شمعتين، جسم الشمعة الثانية فيها لا بد أن يبتلع جسم الشمعة الأولى بالكامل (ليس شرطا أن يبتلع ظلها السفلي والعلوي).
- يجب إن تكون لون الشمعة الثانية في النموذج عكس لون الشمعة الأولى.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 45.

2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 173.

3 - ستيف نيسون، مرجع سابق، ص 54.

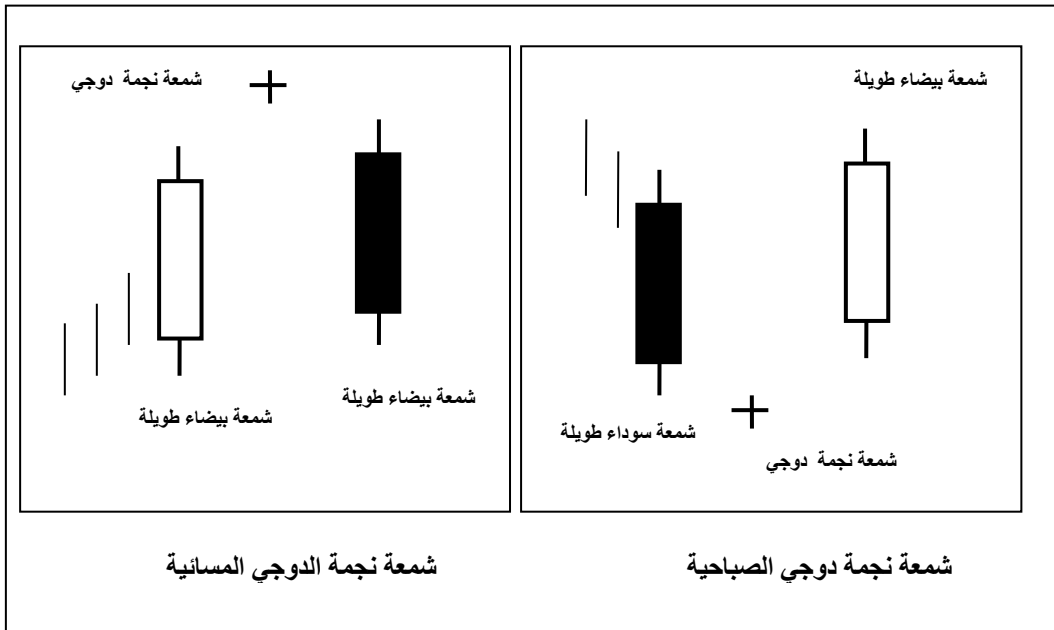
الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

1-2- نجمة الدوجي الصباحي والمسائي: هي عبارة عن نموذج ثلاثي الشموع والذي يمكن أن يوجد عادة في نهاية اتجاه وهو نموذج انعكاسي يشير إلى تغيير في السوق، يمكن التعرف عليه من خلال هذه الخصائص الثلاثة¹:

- الشمعة الأولى: هي شمعة صاعدة والتي هي جزء من اتجاه صعودي حديث.
- الشمعة الثانية: لها جسم صغير مشير إلى أنه قد يكون هناك بعض التردد في السوق.
- الشمعة الثالثة: بمثابة تأكيد على التغيير أو الانعكاس في الاتجاه كما أن الشمعة تغلق بعد منتصف الشمعة الأولى.

والشكل التالي يوضح نجمة الدوجي الصباحي والمسائي.

الشكل رقم (11-3): يوضح نجمة الدوجي الصباحي والمسائي



المصدر: أحمد فايز أحمد صقر، أثر التحليل الفني باستخدام الشموع اليابانية على قرارات الاستثمارات في تجارة العملات، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 80.

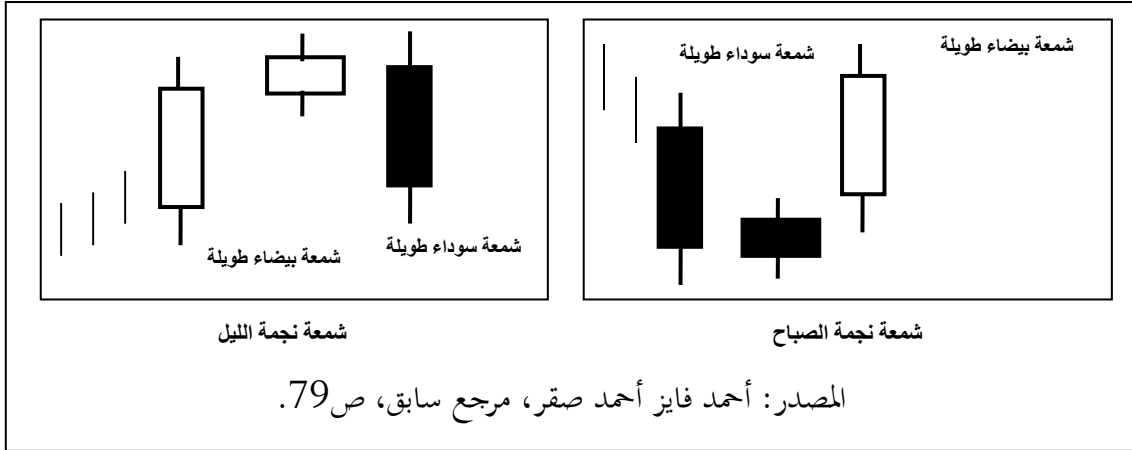
1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 174.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

إن أكثر ما تعرضه شمعة الدوجي هي عندما تكون أعلى قمة السوق أو قاع السوق فإذا كانت أعلى قمة السوق يكون اليوم السابق يوم صاعد حاد فهي تمثل الاتجاه للسوق، والعكس إذا ظهرت شمعة الدوجي أدنى قاع السوق بعد اتجاه هابط يكون اليوم السابق هابط، فهي تمثل عدم اليقين باتجاه معين أو انحصار المشترين عن الشراء والانتظار لمعرفة ما إذا كان سلوك السوق سوف يستمر صعوداً أم سيتغير.

1-3- نجممة الصباح ونجممة المساء: نجممة الصباح عبارة عن نموذج مفصلي ويرجع تسميتها لهذا الاسم إلى أنها تتنبأ بصعود الأسعار مثلما تشير نجممة الصباح إلى قرب شروق الشمس، وتتكون النجممة من شمعة سوداء طويلة يليها شمعة صغيرة بعد فجوة للأسفل (تمثل هاتان الشمعتان الهيكل الأساسي للنجممة)، ثم تأتي شمعة اليوم الثالث طويلة بيضاء تتقدم لعمق الشمعة السوداء، هذا النموذج هو إشارة لاستيلاء الثيران على قيادة السوق¹، أما نجممة المساء تتكون من ثلاث شموع، الشمعة الأولى شمعة طويلة بيضاء تليها نجممة تشكل أول تنبيه لتكون القمة وتأتي الشمعة الثالثة لتؤكد تكوين القمة وتكمل نموذج نجممة المساء المكون من ثلاث شموع. الشمعة الثالثة هي شمعة سوداء تتغلغل بقوة داخل نطاق الشمعة البيضاء (الأولى)، في نجممة الصباح والمساء يجب أن تكون هناك فجوة بين شمعة الدوجي والشمعدانات المجاورة لها²

الشكل رقم (12-3): يوضح نموذج نجمتي الصباح والمساء



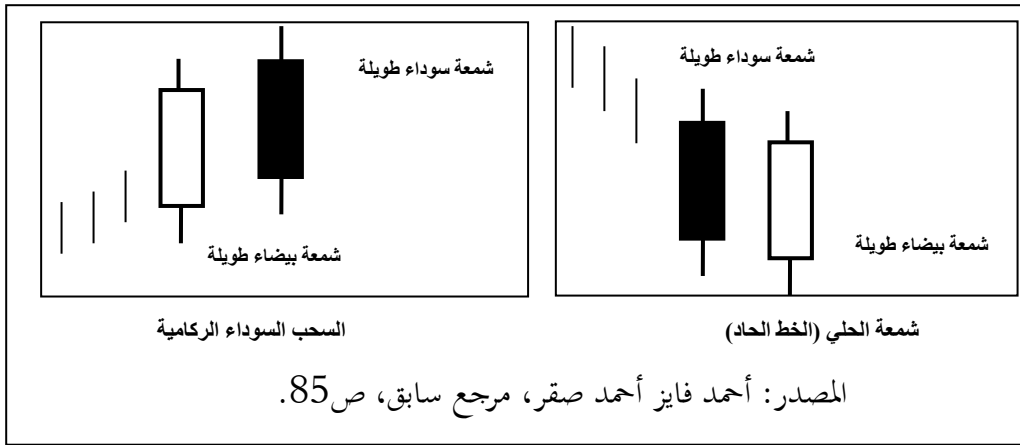
1 - ستيف نيسون، مرجع سابق، ص 79.

2 - Felipe Tudela, op, cit, p32.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

1-4- نموذج ثقب الحلي والسحب الركامية السوداء: يتكون نموذج ثقب الحلي من شمعتين في سوق هابطة الشمعة الأولى سوداء والثانية بيضاء طويلة، تفتح الشمعة الثانية بهبوط عنيف ينزل تحت مستوى أقل سعر للشمعة السوداء السابقة ثم تبدأ الأسعار في الاندفاع صعودا لتكوين شمعة بيضاء طويلة نسبيا تغلق فوق نقطة منتصف شمعة اليوم السابق السوداء، في نموذج ثقب الحلي تثقب الشمعة البيضاء جسم الشمعة السوداء التالية فقط وكلما زاد الاحتراق للشمعة السوداء، زاد احتمال كون النموذج قاع مفصلي¹.

الشكل رقم (13-3): يوضح نموذج ثقب الحلي والسحب الركامية السوداء



1-5- نموذج الطفل المشرد: هو نموذج له وجهان الأول ايجابي ذو دلالة قوية على بدء تغير اتجاه السوق نحو الأعلى، ويتكون من ثلاث شموع فردية تأتي في ثلاثة أيام متتالية أولها شمعة سوداء طويلة أي أن إغلاقها أقل بكثير من سعر افتتاحها، ويحدث بعدها فجوة إلى الأسفل في اليوم الثاني حيث تتشكل الشمعة الثانية وهي شمعة دوجي وتعتبر نقطة دعم، ثم تأتي بعدها شمعة بيضاء طويلة في اليوم الثالث لتفتتح بسعر أعلى من أعلى سعر (فجوة إلى أعلى) وهذا دليل على قيام المستثمرين بالشراء بكميات كبيرة².

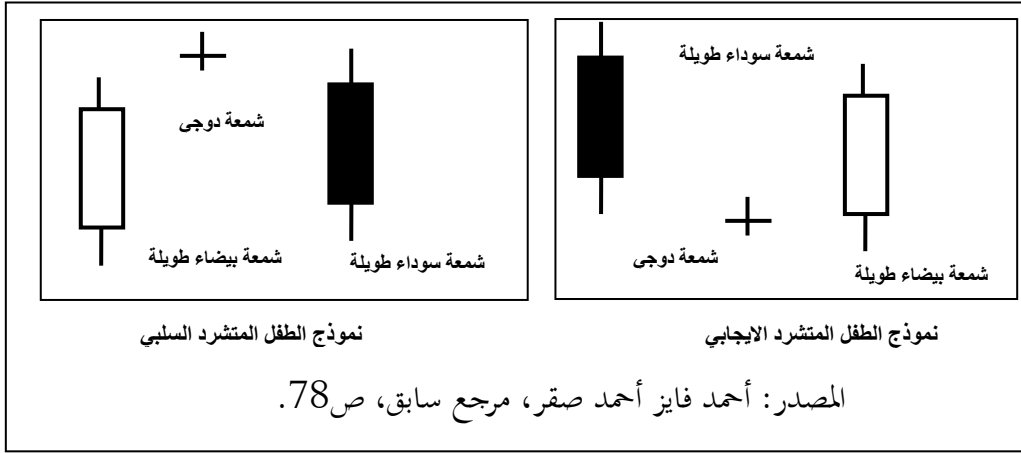
1 - ستيف نيسون، مرجع سابق، ص 67.

2 - Russell Rhoads, *Candlestick Charting For Dummies*, Hoboken: Wiley Publishing, 2008, p229.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

أما النموذج السلبي من نموذج الطفل المشرد فهو أيضا ذو دلالة قوية على بدء تغير اتجاه السوق ولكن نحو الأسفل، حيث يتكون من شمعة بيضاء طويلة يكون إغلاقها أعلى بكثير من سعر افتتاحها، ثم يليها فجوة إلى الأعلى قبل أن تتشكل في اليوم الثاني شمعة دوجي وتعتبر نقطة مقاومة، وتأتي بعدها شمعة سوداء طويلة في اليوم الثالث لتفتح بسعر اقل من السعر السابق.

الشكل رقم (14-3): يوضح نموذج الطفل المشرد

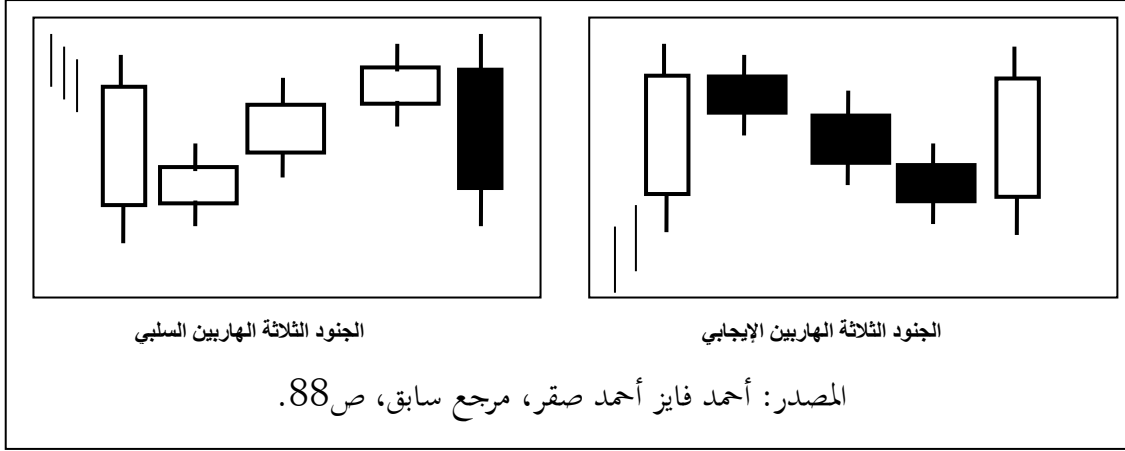


2- النماذج الاستمرارية:

2-1- نموذج الجنود الثلاثة الهاربين: يتشكل هذا النموذج من خمسة شموع تتشكل على مدى خمسة أيام في سوقين إما صاعدا (إيجابي) أو هابط (سلبي)، حيث يظهر نموذج الجنود الثلاثة الهاربين الثلاثة الإيجابي في السوق الصاعد حيث تشكل في اليوم الأول بشمعة بيضاء طويلة، يأتي في الأيام الثلاثة القادمة بعدها ثلاث شموع صغيرة سوداء، وقد تظهر شمعتان فقط، وتمثلان معا خط اتجاه هابط ويكون سعر إغلاق الشمعة الثالثة ضمن حدود الشمعة البيضاء الأولى، وفي اليوم الخامس تشكل شمعة بيضاء طويلة وتغلق بأعلى من سعر إغلاق أول يوم¹.

1 - Person, J. L.. Candlestick and pivot point trading triggers: setups for stock, forex, and futures markets. Hoboken, John Wiley & Sons. 2007,p122.

الشكل رقم (15-3): يوضح نموذج الجنود الهاربين الثلاثة الايجابي والسلبي

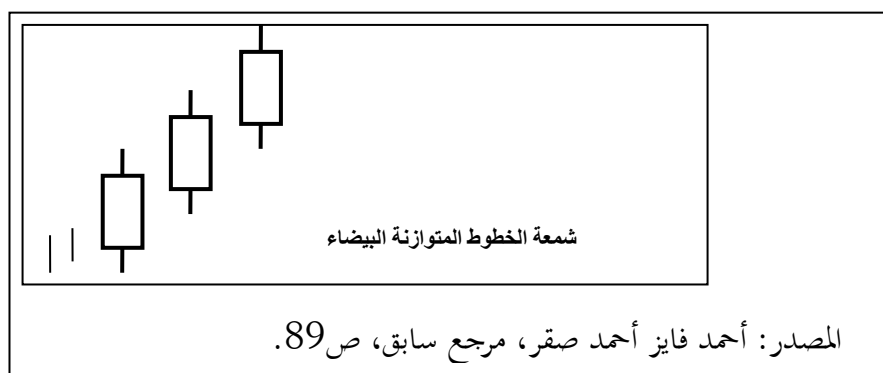


من خلال الشكل نموذج الجنود الهاربين الثلاثة الايجابي بعض دلالة قوية على استمرار السعر في الصعود، أي أنها إشارة شراء أو المحافظة على المراكز المفتوحة، أما الشكل السلبي للنموذج فيتشكل عند ظهور شمعة سوداء طويلة، تأتي بعدها ثلاث شموع بيضاء صغيرة تكون في اتجاه صاعد وآخر إغلاق لها يكون ضمن حدود الشمعة السوداء الأولى، أما في اليوم الأخير فتظهر شمعة سوداء طويلة وتغلق بأقل من سعر اليوم الأول.

2-2- نموذج الخطوط المتوازية البيضاء: هو نموذج مكون من ثلاث شموع بيضاء متلاحقة، حيث تظهر شمعة بيضاء طويلة في اليوم الأول، وبعد فجوة علوية تتشكل الشمعة الثانية وهي بيضاء اللون أيضا، وفي اليوم الثالث تظهر شمعة بيضاء افتتاحها يكون بنفس سعر اليوم الذي قبلها.

مما سبق يمكن فهم أن هذا النموذج يعطي إشارة قوية على استمرار صعود السعر وهو ما يمكن اعتباره إشارة شراء، والشكل التالي يوضح ذلك.

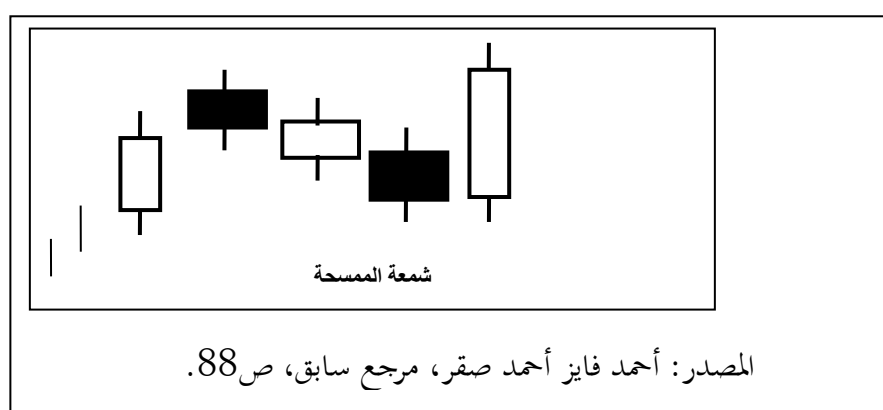
الشكل رقم (16-3): يوضح نموذج الخطوط المتوازنة البيضاء



2-3- نموذج الممسحة: وهو من النماذج التي تتكون بسبب اصطفاك خمس شموع متتالية، ففي اليوم الأول تظهر شمعة بيضاء طويلة، تليها في اليوم الثاني شمعة سوداء تفتح بفجوة علوية، يتبعها في اليوم الثالث والرابع شموع قصيرة باتجاه نحو الأسفل وتكون عند حدود اليوم الأول، أما في اليوم الأخير فتكون شمعة بيضاء طويلة يكون إغلاقها أعلى من الأيام الأربعة التي سبقتها.

مما سبق يمكن فهم أن هذا النموذج في سوق صاعد سوف يشير إلى وجود دلالة قوية على استمرار اتجاه السعر نحو الارتفاع إلى الأعلى أي إشارة شراء أو المحافظة على المراكز المفتوحة مع الأخذ بعين الاعتبار تقلبات السوق، والشكل التالي يوضح نموذج الممسحة.

الشكل رقم (17-3): يوضح نموذج الممسحة



المطلب الثالث: المؤشرات الفنية

تعتبر المؤشرات الفنية من بين أدوات التحليل الفني التي يستعملها المتداولون من أجل القيام بعمليات شراء الأسهم بأقل الأسعار وبيعها بأعلى الأسعار، وتستخدم المؤشرات الفنية في تحديد قوة تحركات الأسعار، لذا سوف نتطرق في هذا المطلب إلى بعض المؤشرات الفنية.

أولاً: المتوسطات المتحركة

يعدّ مؤشر المتوسطات المتحركة أحد المؤشرات الشائعة التي تمثل التغيرات في متوسط سعر السهم على مدار فترة محددة من الزمن، حيث يستعين المحللون الفنيون بمؤشر متوسط سعر السهم المتغير لتحديد نقطة انتهاء اتجاه قديم ونقطة بداية اتجاه جديد، وقد أجريت حول كيفية استخدام هذا المؤشر أبحاث عديدة فاقت تلك التي أجريت على غيره من المؤشرات الفنية، فقد اكتشف أحد الباحثين أن استخدام مؤشر متوسطات المتحركة يحقق المزيد من العوائد في التعاملات على المدى الطويل مقارنة بإستراتيجية شراء الأسهم والاحتفاظ بها¹.

ويستخدم المتوسط المتحرك لإعطاء إشارة بداية اتجاه جديدة للسعر ونهاية اتجاه سابق، وتحدد المتوسطات إشارات التداول عند عبور السعر لخط المتوسط إلى أعلى أو إلى أدنى، وإشارات الشراء تطلق بعبور السعر فوق خط المتوسط وهو ما يعرف بالعبور الذهبي كناية على ارتفاع الأسعار، أما العبور القاتل فيشير إلى البيع وذلك عندما يسقط السعر تحت خط المتوسط، والمتوسط المتحرك مؤشر غير قائد أو سابق للسعر بل متأخر عنه وتابع له، فهو يعلمنا بالخبر بعد وقوعه، ويعتبر من المؤشرات اللاحقة المتباطئة والتابعة، وذلك لأنه يتبع الأسعار بطبيعته وبحكم طريقة حسابه، فالأسعار هي أساس حساب المتوسط².

وهناك ثلاث أنواع من المتوسطات المتحركة التي تستخدم بكثرة في التحليل الفني لحركة الأسعار وهي: المتوسط المتحرك البسيط، المتوسط المتحرك المرجح، المتوسط المتحرك الأسّي.

1 - ألكسندر ديكيدسون، مرجع سابق، ص 188.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 160.

1- المتحرك البسيط: يعد مؤشر المتوسط المتحرك البسيط أثر أنواع المؤشرات شهرة، ويتميز بأنه لا يستجيب بسرعة التي قد بيت في النهاية أنها خاطئة، أما إذا كانت هذه الإشارات حقيقية، فإن هذا المؤشر قد يستجيب ببطء، مما قد يضيع على المتعاملين الفرصة في الربح من فترة بداية تغير الاتجاه¹، ولحساب المتوسط المتحرك البسيط تؤخذ أسعار لفترة زمنية (50) يوماً مثلاً، ثم يتم جمع هذه الأسعار وقسمتها على الفترة (50) وكل يوم يتم إضافته يتم حذف آخر يوم من المدة التي يتم دراستها، وهذا هو السبب الذي يتم تسميته بالمتوسط المتحرك البسيط، حيث تتغير قيمته يومياً كلما تم إضافة بيانات جديدة، وينطبق هذا على جميع أنواع الأسواق المالية ومنها سوق الأسهم².

وتعتبر المتوسطات المتحركة أفضل المتوسطات استخداماً وفاعلية هي المتوسطات المتحركة البسيطة ذات الإطار الزمني الذي يتراوح ما بين 25 و40 يوماً على جانب المتوسط المتحرك الذي يمتد إطاره الزمني لما يصل إلى 200 يوماً على الرسوم البيانية اليومية، والتي تماثل تقريباً المتوسط المتحرك الذي يمتد إلى 40 أسبوعاً، ويلجأ العديد من المحللين لاستخدام الأطر الزمنية التي تتراوح ما بين 25 و40 يوماً، والتي تؤدي فاعليتها في حشد الدعم المحتمل، أو إثارة المقاومة إلى تحقيق التنبؤات³.

2- المتوسط المتحرك المرجح: يستخدم المحللون المتوسط المتحرك المرجح في محاولة لحل مشكلة ترجيح أهمية البيانات المستخدمة لحساب المتوسط المتحرك، وتتلخص طريقة حساب هذا النوع من المتوسطات المتحركة في مضاعفة سعر إغلاق اليوم العاشر إلى عشرة أضعاف (في حالة إذا كان هذا هو المتوسط المتحرك لعشرة أيام)، ومضاعفة اليوم التاسع إلى تسعة أضعاف وهكذا، وبالتالي تكون الأهمية الأكبر للأسعار الإغلاق الأخيرة وبعد ذلك تتم قسمة الحاصل على المضاعفات (رقم 55 في حالة المتوسط المتحرك لعشرة أيام وهو مجموع $1+2+3+...+10$) ويتم حساب المتوسط المتحرك الخطي من خلال المعادلة التالية⁴:

1 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 190.

2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 196.

3 - كولين ألكسندر، دليلك للتوقيت المناسب في سوق الأسهم، مكتبة جرير، 2007، ص 125.

4 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 132.

$$MMP = \sum_{i=1}^n \frac{P_i C_{t-i-1}}{\sum_{i=1}^n P_i}$$

ورغم أهمية هذا المؤشر إلا أنه يؤخذ عليه بكثرة عيوبه منها¹:

- التأخير عن دخول الاتجاه أو الخروج منه عادة ما يكون كبير، ولكنه أقل من تأخير المتوسط المتحرك البسيط وذلك لأن الأوزان العالية للأسعار الأخيرة تؤدي إلى رد فعل أسرع لتغير السعر.
- في نطاق التداول يعطي المتوسط المتحرك المرجح الكثير من الإشارات الخاطئة ويتسبب في خسائر.
- حيث إن الأسعار الأخيرة يكون لها وزن أكبر، عند بداية حساب الأسعار، يزداد الاختلاف عن مستوى السعر الحالي في السوق أكثر من المتوسط المتحرك البسيط على الرغم من أنه عند الخروج من السعر، لا يعطي إشارة ثانية كاذبة.

3- المتوسط المتحرك الأسّي: يعتقد بعض المحللين أنه من الخطأ تجاهل الأسعار التاريخية تماماً، حيث إنها تظل ذات دلالة، وإن كانت متناقصة الأهمية، لذلك اتجهوا إلى استخدام المتوسط الأسّي المتحرك في تحليلاتهم، حيث إن هذا المتوسط لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة بخلاف المتوسطين السابقين، والمتوسط الأسّي يصعب حسابه بدون استخدام الحاسب الآلي، لأنه يحتاج إلى مجهود حسابي شاق ويستغرق وقتاً طويلاً.²

ويمكن استخدام هذا المؤشر مع أي سعر كان الأعلى أو الأدنى أو مع سعر الافتتاح أو الإغلاق، والمتوسط المتحرك الأسّي يصحح سلسلة البيانات وهذا مهم جداً في السوق المتذبذب، ومن أجل تقليل التباطؤ في المتوسطات المتحركة البسيطة، فإن أغلب المحللين الفنيين يستخدمون المتوسطات المتحركة الأسية³.

1 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 200.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 168.

3 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 200.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

يمكن للمحلل الفني استخدام عدة طرق لتحديد نقاط الشراء والبيع عن طريق استعمال المتوسطات المتحركة، فقد يلجأ إلى استعمال متوسط متحرك واحد، أو اثنين من المتوسطات أو حتى ثلاثة من اجل تحديد تلك النقاط، ويمكن تبيان كيفية استعمال تلك الطرق كما يلي:

3-1- استخدام متوسط متحرك واحد: يستخدم بعض المحللين الفنيين متوسط متحرك واحد للحصول على إشارات بالبيع أو الشراء، إذ توجد العديد من النقاط التي تقع على الخطين (خط متوسط المتحرك وخط مؤشر السوق) توضح القرارات المناسبة للشراء أو البيع وفقا للقاعدة التالية¹:

- عندما يخرق منحنى المتوسط المتحرك منحنى مؤشر السوق من أعلى إلى أسفل فإن هذه تمثل نقطة بيع، ويكون قرار البيع مناسباً عندما يتجه كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك إلى الهبوط، وينخفض السعر الفعلي للسهم إلى مستوى أدنى من المتوسط المتحرك.

- عندما يخرق منحنى المتوسط المتحرك منحنى مؤشر السوق من أسفل إلى أعلى فهي تمثل نقطة شراء، ويكون قرار الشراء مناسباً عندما يتجه كل من سعر السهم والمتوسط المتحرك نحو الصعود ويرتفع السعر الفعلي إلى أعلى من منحنى المتوسط المتحرك.

إن تأكيد صحة الاتجاه عندما يزيد السعر بمستوى أعلى من المتوسط المتحرك المتصاعد، أو بمستوى أقل من المتوسط المتحرك الهابط مما يعني انه لكي يواصل المتوسط المتحرك ارتفاعه ينبغي إن يظل السعر متقدماً عن المتوسطات، والعكس صحيح عندما تكون المتوسطات متجهة نحو الهبوط، أما تقاطع المتوسطات مع السعر فإنه لا يعد بمثابة إشارة في حد ذاته، ولكنه أمر مفيد كإندازار من احتمال حدوث تراجع في قوة الدفع على الأقل في المستقبل القريب².

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 133.

2 - كولين ألكسندر، مرجع سابق، ص 124.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

3-2- استخدام اثنين من المتوسطات المتحركة: تسمى هذه الطريقة بطريقة التقاطع المزدوج حيث تظهر إشارة الشراء عندما يتقاطع المتوسط المتحرك قصير المدى عابرا فوق المتوسط المتحرك طويل المدى،¹ يمكن استخدام تقاطع متوسطين متحركين لتوليد إشارات الشراء أو البيع كما يلي²:

- إشارة الشراء: عندما يتقاطع متوسط قصير المدى مع متوسط طويل المدى للأعلى.

- إشارة البيع: عندما يتقاطع متوسط قصير المدى مع متوسط طويل المدى للأسفل.

وأشهر المتوسطات التي تستخدم لهذا الغرض هي (5،20) و(10،50).

3-3- استخدام ثلاثة متوسطات متحركة: تسمى هذه الطريقة بطريقة التقاطع الثلاثية حيث تستعمل المتوسطات المتحركة للأربعة وتسعة وثمانية عشرة يوما، وكان أول من ذكر هذا المفهوم R.C.Allen في كتابه " كيف تجني ثروة في سوق السلع عام 1972"، ثم ذكره مرة أخرى في عمل بعنوان " المتوسطات المتحركة للأربعة وتسعة وثمانية عشرة يوما لجني الأرباح في سوق السلع" في عام 1974.³

يمكن استخدام ثلاث متوسطات متحركة لتوليد إشارات الشراء والبيع، ومن أشهر تطبيقاتها استخدام تقاطع المتوسطات (5،10،50) ويتحقق ذلك من خلال⁴ :

- إشارات الشراء: تقاطع 5 مع 10 للأعلى، ثم تقاطع 10 مع 20 للأعلى بحيث يكون أعلاهم هو 5 يليه 10 ثم 20.

- إشارات البيع: تقاطع 5 مع 10 للأسفل، ثم تقاطع 10 مع 20 للأسفل بحيث يكون أعلاهم هو 20 يليه 10 ثم 5.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 135.

2 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 202.

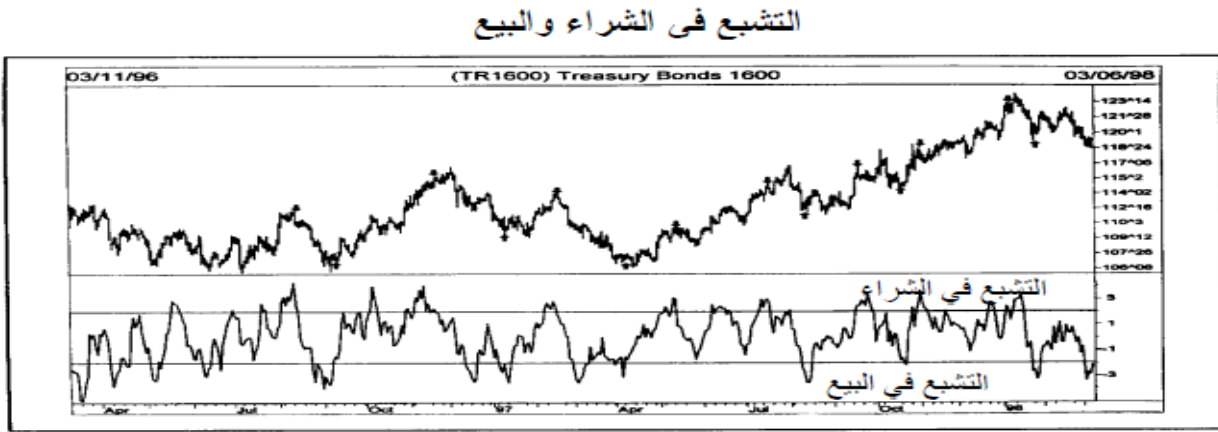
3 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 136.

4 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 202.

ثانياً: المذبذبات

هي وسيلة أو أداة فنية يتم حسابها بمعادلة محددة - يتقلب فيها اتجاه الخط البياني صعوداً وهبوطاً بصورة متكررة ويتأرجح ما بين 0 و100 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 وتفيده في تحديد تقلبات الأسعار، سواء كان السوق مترواحاً أي عندما تكون حوكة الأسعار فيه جانبياً (أفقية)، أو اتجاهية أي حركة الأسعار فيه رأسية إما إلى أعلى في اتجاه تصاعدي وإما إلى أسفل ف اتجاه نزولي¹.

الشكل رقم (18-3): يوضح التشبع في الشراء والبيع



Source: J John Murphy, *Technical Analysis Of The Financial Markets New Work Institute Of Finance. Prentice-Hall, New Work, 1999.,p231.*

يمكن استخدام المذبذبات استخداماً مفيداً جداً في الأوضاع التالية:²

- يكون المذبذب أكثر فائدة عندما تصل قيمته في القراءة النهائية بالقرب من النهاية العلوية، حينها يكون السوق دون إمكانية الشراء، أو بالقرب من النهاية السفلية لحدوده، حيث يكون السوق في هذه الحالة دون إمكانية البيع، وهذا يعني أن اتجاه السعر ممتد وواسع، أو ضعيف.

1 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص171.

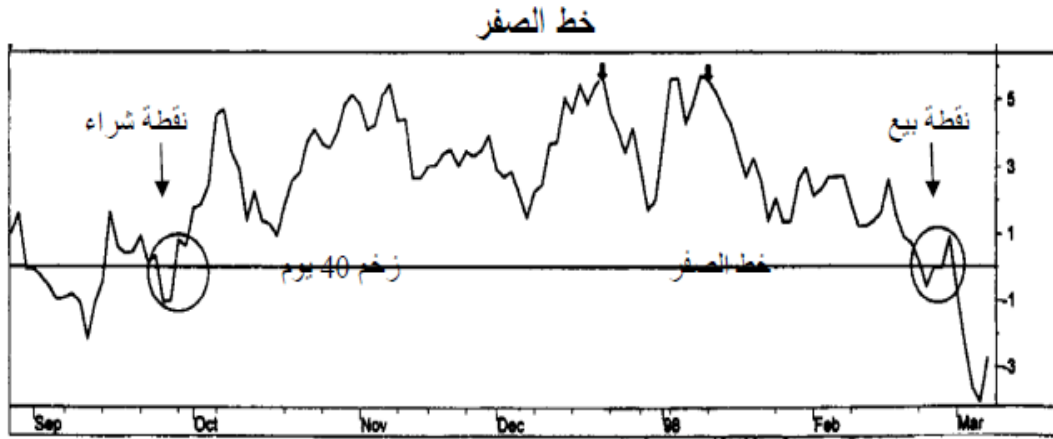
2 - J. John Murphy, *op, cit, 2009, p227.*

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

- انحراف بين المذبذب والسعر الفعلي، وهذا يكون عندما يكون المذبذب في الوضعية الخارجية أي هناك تحذير مهم.

- العبور في خط الصفر (منتصف النقطة) يعطي إشارات على البقاء في نفس مسار اتجاه السعر، وخط الصفر هو مؤشر للدخول (الشراء) والخروج (البيع)، فعندما يتجاوز الاتجاه خط الصفر للأعلى تكون نقطة شراء، وعندما يتجاوز الاتجاه خط الصفر إلى الأسفل تكون نقطة بيع.

الشكل رقم (3-19): يوضح أماكن التشبع في الشراء والبيع



Source: J John Murphy, 1999, op, cit, p231.

ويعبر الشكل رقم (3-18) عن أماكن التشبع في الشراء المتمثلة فوق الخط الأعلى من نقطة الواحد، وأماكن التشبع في البيع المتمثلة تحت الخط الأسفل من نقطة الواحد.

وكثيرا ما تعكس المذبذبات اتجاهها مقدما من اتجاه الأسعار نفسه، وهذه هي قيمتها الحقيقية، فهي تعتبر أحد أهم المؤشرات القائدة للسوق التي تشير إلى قرب حدوث تغير في حركة الأسعار، وتقوم المذبذبات بدراسة زخم السوق أي التغير في سرعة حركة الأسعار ونسبة ذلك التغير، فهي تقيس درجة تسارع أو تباطؤ الاتجاه. هناك أنواع كثيرة من المذبذبات سنتعرض لبعضها بشيء من التفصيل وهي: كمية اندفاع الحركة (الزخم)،

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

معدل التغير، مؤشر القوة النسبية، المتوسط المتحرك المتقارب المتباعد، وتتم قراءة وتفسير المذبذبات عالية بعدة طرق هي¹ :

- عبور المتوسطات المتحركة بعضها البعض.
- عبور خط الصفر، وهي نفس الفكرة والمنطق الكامنة وراء تقاطع خطي المتوسط مع السعر، أو خطي المتوسط القصير مع المتوسط الطويل.
- تحليل الانحراف أو الافتراق.
- تحليل الأشكال النمطية، أي تطبيق نفس قواعد تحليل الأشكال النمطية لحركة الأسعار على الخط البياني للمذبذب.
- تحليل خط الاتجاه للمذبذب تماما مثلما يحدث لخط اتجاه الأسعار.

1- الزخم: يقيس الزخم معدل تغير الأسعار، أي سرعة حركتها ونسب صعودها أو هبوطها، وهو يبين ما إذا كان اتجاه الأسعار في تسارع أم في تباطؤ، وبعبارة أخرى فإن الزخم يعبر عن قوة دفع الأسعار. ويتم حساب الزخم بتسجيل الأسعار كل فترة معينة، وحساب الفروق بين الأسعار كل فترة، وذلك طبقا للمعادلة التالية²:

$$\text{الزخم} = \text{آخر سعر إقفال} - \text{سعر الإقفال لعدة أيام سابقة}$$

يتذبذب هذا المؤشر ما بين الصفر و100 صعودا أو هبوطا، فإذا ارتفعت قيمة الزخم فهي إشارة شراء ، أما إذا انخفضت قيمته فهي إشارة بالبيع، أما إذا بقيت قيمته ثابتة فمعناه أن الاتجاه فقد قوته ولا بد من حدوث تغيير في الاتجاه ، كما أنه إذا كان سعر إغلاق اليوم الأخير أكبر من سعر الإغلاق للعشرة أيام الماضية

1 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص173.

2 - نفسه، ص173.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

(الأسعار تتجه للأعلى) تكون القيمة الناتجة بالموجب ويتم تحديدها فوق الخط الصفري، أما إذا كان سعر إغلاق اليوم أقل من سعر الإغلاق للعشرة الأيام الماضية (الأسعار تتجه للأسفل) تكون القيمة الناتجة بالسالب ويتم تحديدها تحت الخط الصفري، ويعتبر ابتعاد خط زخم التداول كثيرا عن خط الصفري للأعلى دلالة على وصول السوق لذروة الشراء، وعندما يكون ابتعاده كبيرا عن هذا الخط للأسفل دلالة على وصول السوق لذروة البيع¹.

وتعد مدة العشرة الأيام هي الفترة الشائعة لحساب زخم التداول، كما يتم استخدام الفترات الزمنية الأقصر (خمسة أيام) للحصول على مؤشر أكثر حساسية أما التغيرات الزمنية الأطول مثل 40 يوم فينتج عنها مؤشر للتذبذب أكثر هدوءا حيث تقل فيه سرعة تغير موجات هذا المؤشر.

ويستخدم مؤشر الزخم في تحديد إشارات الدخول والخروج من السوق، ولكن يجب تحديد اتجاه التيار وتحديد مناطق الشراء المكثف أو البيع المكثف قبل البدء في استخدامه لذلك يجب أن يكون الاتجاه الأساسي محط تركيز المحلل الفني أي أنه لا يمكنه الدخول في الاتجاه المعاكس لاتجاه السعر، فإذا كان الاتجاه تصاعديا فإن إشارات الشراء تظهر حين يتقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري للأعلى وهي التي يجب الأخذ بها، أما إذا كان الاتجاه تنازليا فلا يجب الأخذ إلا بإشارات البيع التي تظهر حين تقاطع زخم التداول مع الخط الصفري للأسفل .

2- معدل التغير: معدل التغير هو مقياس آخر لزخم الأسعار، فالزخم ومعدل التغير (ROC) مذبذبان شديدا التشابه يخضعان لتفسير واحد، ويقاس كل منهما مقدار تسارع أو تباطؤ حركة الأسعار أو سرعة اتجاه الأسعار، ويتم حسابه كالتالي²:

$$\text{معدل التغير} = \frac{\text{آخر سعر}}{\text{السعر لعدة أيام سابقة}}$$

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص144.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص173.

إن قراءة المذبذبات قد تعطي إنذاراً مبكراً لتغير الاتجاه، ويعتبر كل من الزخم ومعدل التغير من المؤشرات المبكرة المستخدمة، ويتم احتساب نقاط المؤشر مع مرور الزمن وتؤول هذه العملية إلى تشكيل خط يومي حول خط الصفر ويتم تحليل المؤشر من خلال مراقبة تحركاته ومدى الانفراج عن سعر السهم وقيمة المؤشر إضافة إلى تقاطعه مع الخط الصفري سواء باتجاه منطقة الموجب أو باتجاه منطقة السالب، ويشير انخفاض المؤشر من منطقة الموجب إلى منطقة السالب على بدا ضغوطات البيع والميول نحو الهبوط، بينما يدل اختراق المؤشر لخط الصفر باتجاه المنطقة الموجبة على بدأ سيطرة عمليات الشراء والتوجه نحو الصعود¹.

3- مؤشر القوة النسبية: ابتكر هذا المؤشر من طرف جيه ويليز وايلدر مؤشر القوة النسبية حيث يوضح فيه معدل التغير في سعر السهم ويجب ألا تخلط بين هذا المؤشر وبين مفهوم القوة النسبية كمقياس لمدى قوة أداء السعر وثباته في مقابل الأسعار الأخرى، ويصف بعض المحللين الفنيين مؤشر القوة النسبية للأسعار بأنه نموذج أكثر ثباتاً ودقة من مؤشر الحركة، ويمكن لهذا المؤشر أن يرد أية حركة في الأسعار، لذا فإنه يفضل استخدامه في الأسواق التي لا يسودها اتجاه محدد².

يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة السوق أو السهم، وما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها أو مرحلة بيع مغالي فيها فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها كان ذلك يدل على أنه عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تنخفض الأسعار عندما يقوم بعض المستثمرين ببيع ما لديهم من الأسهم لتحقيق الربح، أما إذا كان السوق يمر بمرحلة بيع مغالي فيها، فمعنى ذلك أن قليل من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، ومن ثم من المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين إلى شراء الأسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم مستقبلاً³.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 147.

2 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 201.

3 - جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 182.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

ومؤشر القوة النسبية عبارة عن مذبذب يتحرك ما بين صفر ومائة ويتم حسابه على خطوتين كالآتي¹:

- الأولى: حساب القوة النسبية (RS) وهو عبارة عن متوسط أسعار الإقفال التي ارتفعت مقسوما على متوسط أسعار الإقفال التي هبطت وذلك لفترة معينة، يتم عادة حسابها لعدد أيام 9، 10، أو 14.
- الثانية: مؤشر القوة النسبية (RSI): والمتمثل في المعادلة التالية

$$RSI = 100 - \left(\frac{100}{1 + RS} \right)$$

عموما فالمؤشر يعطي للمحلل الفني والمستثمر مناطق التشبع بالشراء (مناطق البيع) ومناطق التشبع البيعي (مناطق الشراء)، ويصنف المؤشر كمذبذب القوة الدافعة الذي يعكس سرعة تحركات الأسعار والتغيرات التي تطرأ عليها. ويشير المؤشر إلى مقدار التذبذب حيث يقسم المؤشر إلى أرقام من 1-100، إن تشكيل القمم والقيعان في الرسم البياني يفسر بوصول مؤشر القوة النسبية RSI فوق 70 أو تحت 30، وتعتبر قراءات مؤشر القوة النسبية الأعلى من مستوى 70 الدليل على وجود منطقة "ذروة شراء" وتعتبر قراءات مؤشر القوة النسبية الأقل من مستوى 30 الدليل على وجود منطقة "ذروة بيع"، وفي حال وجود المؤشر بين مستوى 30 و70 فهذا دليل على الحيادية في حين إن وصول المؤشر إلى مستوى 50 فهو علامة على عدم وجود أي اتجاه، وبشكل عام إذا كان مؤشر القوة النسبية ، أقل من 50 فهذا يعني عموما أن خسائر المشتريين هي أكبر من مكاسبهم، وعندما يكون مؤشر القوة النسبية فوق 50 هذا يعني أن مكاسب المشتريين أكبر من خسائرهم².

من خلال الشكل نلاحظ أنه إذا وصل السعر لمرحلة زيادة الشراء أي التشبع بالشراء فإن هناك إشارة بيع محتملة عندما يكون مؤشر القوة النسبية RSI في أو فوق مستوى (70)، لكن بالطبع هذا لا يعني أنك تبيع

1 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص176.

2 - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، ص 203.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

في كل مرة إذا ضرب السعر مستوى (70) فقد تكون إشارة مزيفة، أما إذا وصل سعر السهم لمرحلة زيادة المبيعات أي التشبع بالبيع فإن هناك إشارة شراء محتملة عندما يكون مؤشر القوة النسبية RSI في أو تحت مستوى (30) لكن بالطبع هذا لا يعني أنك تشتري في كل مرة إذا ضرب السعر مستوى ال (30) فقد تكون إشارة مزيفة.

عادة ما يقوم المحللون الفنيون الذين يستخدمون مؤشر القوة النسبية للأسهم بتقدير القوة النسبية على مدار 14 يوماً، وفقاً لطريقة وايلدر، وأحياناً ما يقومون بتقدير القوة النسبية على مدار فترة أقصر، مثل 9 أيام، ليحصلوا على قراءة أدق، وفي هذه الحالات أو إذا كانت أسعار الأسهم متقلبة، ربما يقدم المحلل على توسيع نطاق المبالغة في عمليات الشراء والبيع لتصبح من 80 إلى 20 يوماً¹.

4- المتوسط المتحرك المتقارب المتباعد: ينظر المحللين الفنيين إلى مؤشر الماكد MACD من أنه أهم مؤشرات التحليل الفني وأكثرها موثوقية، ويتم بناء هذا المؤشر على أساس المتوسطات المتحركة بحيث يتم طرح المتوسط المتحرك الأسرع من المتوسط المتحرك الأبطأ وبذلك يكون لدينا خط يتحرك فوق وتحت الصفر².

ويعد مؤشر التقارب والتباعد عن متوسط الأسعار المتغيرة واحدة من أكثر المذبذبات المعروفة، ووفقاً لهذا المؤشر، عندما ترتفع الأسعار السائدة في السوق، يتجاوز متوسط الأسعار قصيرة الأمد متوسط الأسعار الأطول أمداً والأقل استجابة لتقلبات الأسعار، وبالتالي يعتمد مؤشر الماكد عن متوسط الأسعار المتغيرة على متوسطين إرشاديين للأسعار المتغيرة، عادة ما يستغرق أحد المؤشرين 12 يوماً والآخر 26 يوماً، وعرف الفرق بين معدل المؤشرين بخط مؤشر التقارب والتباعد عن متوسط الأسعار المتغيرة، الذي يوضح على التخطيط البياني بخط متواصل ويقاس خط المؤشر مدى تقارب وتباعد متوسطي الأسعار الإرشاديين³.

1 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 202.

2 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 226.

3 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص 191.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

إن مؤشر الماكد عبارة عن مزيج من ثلاثة معدلات للتحرك تتحرك بسهولة غير عادية، وتتجسد في خطين الخط السريع لتباعد أو تقارب المتوسط المتحرك وهو عبارة عن متوسط متذبذب يتم احتسابه بطرح متوسط متحرك أقل طولاً من متوسط متحرك آخر يكون أطول منه والخط الآخر يسمى الخط البطيء، ودائماً ما يقترب معدل التحرك الأقصر، أو يبتعد عن المتوسط الأطول، لذلك أطلق عليه الخط البطيء، لتباعد أو تقارب معدل التحرك، وهو خط يتولد من المتوسط المتحرك الدال لمؤشر التذبذب¹.

إن القاعدة الأساسية للماكد تؤكد انه كلما كان متوسط الأيام الأقل (متوسط 12 يوم) أكبر من متوسط الأيام الأكبر (متوسط 26 يوم) فان سعر السهم سيتجه نحو الارتفاع (للأعلى) والعكس صحيح أي أنه كلما كان متوسط الأيام الأكثر (متوسط 26 يوم) أكبر من متوسط الأيام الأقل (متوسط 12 يوم) فان السعر لسهم أو مؤشر السوق سيتجه نحو الانخفاض (للأسفل). إن نقطة التقاطع بين المتوسطين هي المحك لتحديد التغير في اتجاه السعر نزولاً أو صعوداً، فإن المستثمر سوف يتخذ قرار للشراء عندما²:

- عندما يقطع خط الماكد خط متوسط الماكد ارتفاعاً.
 - الميل الإيجابي عندما يشكل لنا الماكد إنخفاضين ويكون الانخفاض الثاني أكبر من الأول وأسهم الشركة سعرها في انخفاض ولكن الماكد في ارتفاع.
 - عندما يتجاوز الماكد خط المنتصف إلى أعلى
- ويتخذ قرار البيع عندما:
- يقطع مؤشر الماكد خط متوسطه للأسفل.
 - الميل السلبي.
 - عندما يتجاوز الماكد خط المنتصف للأسفل.

1 - كولين ألكسندر، مرجع سابق، ص 86.

2 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 228.

ثالثاً: اتجاهات الأسعار ومستويات الدعم والمقاومة

1- الاتجاهات: تعرف الاتجاهات بأنها الحركة العامة لسعر السهم تسمى الاتجاه، حيث يعتبر هذا الوصف ثابت ومتعارف عليه، كما أن الاتجاه يكون صاعد أو أفقي أو هابط، وفي حالة الجمع بينهم تسمح الاتجاهات الثلاثة بالحركة الدورية لسعر السهم¹.

ويهدف المستثمرون إلى تحديد اتجاهات الأسعار من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وقد ميز داو بين ثلاثة أنواع من الاتجاهات وهي²:

1-1- الاتجاه الصاعد: بتعالي المرتفعات وتعالى المنخفضات (أعلى فأعلى وأدنى فأعلى) وهو ما يعني أن آخر قمة للسعر تكون أعلى من القمة التي سبقتها، كما أن آخر أدنى سعر سابق عليه، بما يشبه درجات السلم الصاعدة.

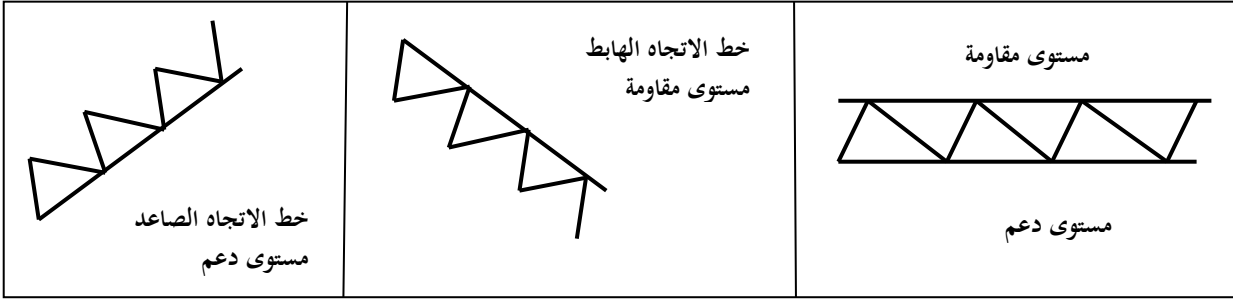
1-2- الاتجاه النازل: بتدني المرتفعات وتدني المنخفضات (أعلى فأدنى وأدنى فأعلى) أي أن آخر قمة للسعر تكون أدنى من القمة التي سبقتها، وآخر انخفاض سعري يكون أدنى من الانخفاض السابق عليه، كدرجات السلم الهابطة.

1-3- الاتجاه المستوي أو الأفقي: هذا يعني أن مرتفعات الأسعار تكون في مستوى واحد تقريبا، كما أن المنخفضات السعرية تقف عند خط شبه أفقي بمستوى أقل، فأعمدة الأسعار تكون شبه متراصة جنباً إلى جنب.

1 - Romeu, Rafael and Serajuddin, Umar, *Technical Analysis FOR Direct Access Trading, A Guide to Charts, Indicators, and Other Indispensable Market Analysis Tools*, New York: McGraw-Hill, 2001, p65.

2 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص75.

الشكل رقم (20-3): يوضح أشكال اتجاه الأسعار



Source: J John Murphy, op,cit,p65-66.

تتغير سلوكيات المتعاملين في السوق وفقا للاتجاه السائد، حيث ينقسم من حيث حركته إلى ثلاثة أنواع¹:

- **التحرك ضمن نقاط سعري محدود:** أي يتحرك السهم بين مستوى دعم ومقاومة (من أعلى إلى أسفل) في مدى محدود يسمح بالمضاربة.

- **التحرك ضمن نطاق ضيق جدا:** أي يتحرك السهم في مدى ضيق جدا لا يشجع على المضاربة، إذ يجب مراقبة السهم نظرا لأنه يتحرك في نطاق سعري ضيق، وتكون قوة الاتجاه صعودا أو هبوطا قوية.

- **التحرك المنفصل بدون ضوابط:** حيث يتحرك السهم بطريقة عشوائية بين مستوى دعم ومقاومة وهذا التحرك لا يمكن الوثوق فيه باتجاه السهم لأنه غير واضح المعالم ولا يعطي نقاط دعم ومقاومة واضحة، ولا يمكن الاعتماد عليه في تحديد توقيت الدخول والخروج.

إن الأسعار تتحرك في كثير من الأحيان داخل قناة سعري متوازية الضفتين، بمعنى أنها تتحرك صعودا وهبوطا داخل خطين متوازيين، الخط الأول هو خط الاتجاه والخط الثاني 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

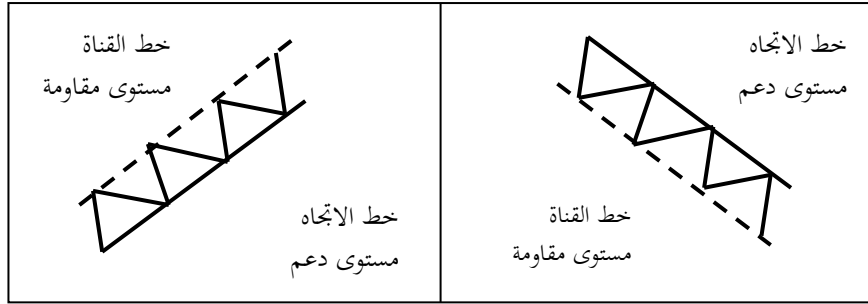
1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 65.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

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.

ويطلق على خط الموازي لخط الاتجاه خط القناة أو خط العودة، وهو منطقة لجني الأرباح، ففي حالة الصعود تتوقف الأسعار عنده، أما في حالة هبوط الأسعار فهي منطقة شراء.

الشكل رقم (21-3): خط الاتجاه والقناة السعرية



Source: J John Murphy, op,cit,p81.

2- مستويات الدعم والمقاومة: يعد مستوى المقاومة أعلى نقطة يصل إليها السهم أو مؤشر الأسهم، وعند هذه النقطة كان المستثمرون في الماضي يتراجعون عن شراء المزيد من الأسهم، ون ثم تتوقف الأسعار عن الارتفاع، ويبادر البائعون ببيع أسهمهم، وعادة ما تتكرر هذه المواقف في البورصة، الأمر الذي يساعد في إنشاء مستوى مقاومة قوي.

بناء على المبدأ ذاته، ينشأ مستوى الدعم عندما يتوقف المستثمرون ببيع أسهمهم، ومن ثم تتوقف أسعار الأسهم عن الانخفاض ويبادر المستثمرون بشراء الأسهم، ومرة أخرى من المرجح أن تكون الإجراءات التي اتخذها المستثمرون في وقت سابق هي التي أدت إلى إنشاء مستوى الدعم هذا²، وكقاعدة عامة، كلما طالت مدة خطي الدعم أو المقاومة أو خضعا للمزيد من الاختبارات في البورصة، زادت فعاليتها بالتأكيد.

1 - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص77.

2 - ألكسندر ديقيدسون، مرجع سابق، ص139.

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني في سوق الأوراق المالية

وهناك ثلاثة طرق يمكن من خلالها تحديد كمية التداول في منطقة الدعم أو المقاومة وهي¹:

- 2-1- المدة الزمنية:** فإذا طال وقت فترة التداول عند منطقة الدعم والمقاومة فإن هذه المنطقة تصبح أكثر أهمية، فمثلا إذا اتخذت الأسعار اتجاها جانبيا في تداولها لمدة ثلاثة أسابيع في منطقة ازدحام قبل أن تتحرك للأعلى فإن منطقة الدعم هذه تصبح أكثر أهمية من المنطقة التي تستغرق فيها فترة التداول ثلاثة أيام.
- 2-2- حجم التداول:** إن تكون خط الدعم عند منطقة ذات حجم تداول مكثف فهذا يشير إلى إن عددا كبير قد تداولها، وبالتالي تكون منطقة الدعم هذه أكثر أهمية من المنطقة التي يقل فيها حجم التداول.
- 2-3- تاريخ التداول:** يتم معرفة ردود أفعال المستثمرين في الفترة الأخيرة لحركات السوق والصفقات التي عقدها بالفعل أو الصفقات التي فشلوا إلى الدخول فيها فإن نشاط التداول الأكثر حداثة يصبح هو التداول الأقوى.

1 - نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص 74.

خلاصة الفصل:

تم التعرض في هذا الفصل إلى التحليل الأساسي والتحليل الفني في سوق الأوراق المالية وكذا منهجية ومراحل منهج التحليل الأساسي بالإضافة إلى مدخل وأدوات التحليل الفني، إذ تعتبر عملية تحليل وتقييم الأوراق المالية خطوة أساسية تساعد المستثمر على اتخاذ قرارات الشراء والبيع.

ويهتم التحليل الأساسي بتحليل الوضع المالي للشركة صاحبة الورقة المالية ومقارنتها مع باقي أوضاع الشركات التابعة لذلك القطاع ويتحقق باستخدام النسب المالية ضمن مجموعتها المختلفة والمعروفة بالتحليل المالي.

أما بالنسبة للتحليل الفني ما هو إلاّ دراسة السعر السابق وحركات السوق لتوقع الأسعار المستقبلية وحركات السوق المستقبلية، ليدرك المستثمر الوقت المناسب لدخول السوق بغرض الشراء والبيع، وكذا الخروج منه، وبعيدا عن الخطأ في القرار وتجنباً للخسائر.

لذا يهدف جميع المشاركين في السوق المالي سواء كانوا مستثمرين أو محللين إلى تحقيق العائد، ولا يمكن أن يأتي العائد إلاّ بالقدرة على معرفة وضعية السوق والقدرة على تحديد اتجاهه وأسعاره واتجاه الأسهم وأماكن دخول السوق وحركته وخروجه.

الفصل الرابع:

استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي

في سوق الدوحة للأوراق المالية

- **المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة - قطر للأوراق المالية**
- **المبحث الثاني: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الأساسي**
- **المبحث الثالث: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الفني**

تمهيد:

يتناول هذا الفصل إلى الجوانب النظرية لسوق الدوحة للأوراق المالية، وعرض لأدائه وتطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، كما سنقوم بدراسة اختيار محفظة الاستثمارية من خلال التحليل الأساسي للشركات، كما سنقوم بدراسة أثر عوائد السوق على عوائد القطاعات في البورصة، وذلك بدلالة مؤشر عائد سوق الدوحة أي دراسة العلاقة بين عائد السوق ومؤشر عائد القطاعات ومدى تأثيره فيه. وذلك من خلال النقاط التالية:

المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة – قطر للأوراق المالية

المبحث الثاني: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الأساسي

المبحث الثالث: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الفني

المبحث الأول: تقديم سوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية

تعتبر بورصة قطر واحدة من أهم أسواق الأوراق المالية الرائدة في منطقة الخليج العربي، وهي السوق الرسمي والوحيد في دولة قطر لتداول أسهم الشركات القطرية، ويتمحور هدفها الأساسي في دعم الاقتصاد القطري من خلال زيادة رأس مال الشركات القطرية وتزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. وتتيح البورصة للجمهور إمكانية الوصول إلى معلومات صحيحة حول السوق وأخبار الشركات المدرجة وإفصاحاتها.

المطلب الأول: الأساس التنظيمي لسوق الدوحة - قطر - للأوراق المالية

أولاً: النشأة

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية وفقاً للقانون رقم 14 لسنة 1995 المتعلق بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث جاء فيه أن سوق الدوحة للأوراق المالية تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي ويكون مقرها الرئيسي مدينة الدوحة حيث تخضع لإشراف الوزير وبدأت عملها رسمياً في عام 1997م ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.

وفي يونيو 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وقّرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أُعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة، حيث تمثل هذه الاتفاقية بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر. وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقاً من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

مركزاً مالياً إقليمياً حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز
الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها¹.

في نهاية سنة 2010، كانت البورصة قد أتمت عملية الربط مع الأسواق العالمية التابعة لبورصة NYSE
Euronext من خلال شبكة بنية التداول التحتية المالية الآمنة لتساعد على تسهيل دخول المستثمرين
الأجانب إليها، وتسعى البورصة لتكون سوقاً جاذبة للجهات المصدرة المحلية والإقليمية التي تسعى لزيادة
رأسمائها و استقطاب المستثمرين الذين يطمحون لتداول الأوراق المالية ومنتجات المشتقات، وستكون البورصة
سوقاً رائدة في منطقة مجلس التعاون الخليجي وسوقاً جاذبة للمستثمرين والجهات المصدرة على الصعيد المحلي
وفي جميع أنحاء أوروبا وآسيا وأمريكا. وكما ستشكل البورصة أداة هامة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر
والمنطقة، كما أنها ستكون جزءاً أساسياً من هدف الحكومة في خلق صناعة عملية للخدمات المالية وسوق
رأسمالية تنافسية تهدف لتنويع الاقتصاد القطري.

ثانياً: الأهداف

يتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون
من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة، وتتميز بورصة قطر بكونها جزءاً من استراتيجية وطنية شاملة تقوم
على الوصول إلى العالمية في مجال الخدمات المالية وتشجيع الاستثمار من خلال تحويل البورصة إلى سوق من
الطرز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزاً مالياً إقليمياً حيث تم استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها
في البورصة، كما تم تعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة
إليها، كما تسعى البورصة لتحقيق الأهداف التالية²:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني
القطري.

1 - www.qatarexchange.qa (تم التصفح يوم 2017/06/28)

2 - القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة 5.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرها وتوفير الحماية للمتعاملين.
- تطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب.
- قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق، والتيسير والسرعة في تسجيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم.
- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقارير حولها، بشرط أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية.
- تقديم دراسات للمراكز المالية للشركات مما يساعد المستثمرين عند شراء الأوراق المالية.
- إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي تتطلبه السوق.
- الاتصال بالأسواق المالية في المجاورة بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين شركات الوساطة ووكلائها والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- توفير تواجد شركات وساطة ووكلاء مؤهلين في السوق مع تشجيع تأهيل شركات ووكلاء جدد وغيرهم من العاملين في سوق الأوراق المالية، بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.
- ضمان إتمام عملية بيع وشراء الأوراق المالية في جو من النزاهة والحياد من خلال إتباع سياسة الإفصاح عن معلومات الأسهم المتداولة ونشر كل المعلومات المتوفرة عن شركات المساهمة وتوفيرها للمتعاملين.

ثالثاً: أعضاء السوق:

تشمل عضوية السوق كلاً من¹:

- مصرف قطر المركزي
 - البنوك المرخص لها بالعمل، ومؤسسات الإقراض المتخصصة
 - شركات المساهمة القطرية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام
 - وسطاء الأوراق المالية لدى السوق
 - أي شخص طبيعي أو معنوي تقرر اللجنة قبول عضويته
- ويلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم القيد ورسوم الاشتراك السنوية فيها طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق، حيث يدفع الأعضاء رسوم الاشتراك السنوية خلال مدة لا تتجاوز الشهر، تبدأ اعتباراً من اليوم الأول من كل سنة، ويتم دفع رسوم الاشتراك في السنة الأولى للعضوية على أساس نسبة الفترة المتبقية من السنة، وكل عضو يتخلف عن دفع الرسوم المستحقة خلال المهلة التي تحددها اللجنة يتعرض لدفع غرامة تعادل ثلاثة أضعاف قيمة هذه الرسوم بخلاف ما يتعرض له من ملاحظات قانونية.

1 - نفس المرجع ، المادة 6.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

حيث يتوجب على كل شركة وساطة أجنبية ترغب في الحصول على العضوية في السوق أن تؤسس شركة في دولة قطر، على أن يتفق الشكل القانوني والتنظيمي لهذه الشركة وقانون الشركات في دولة قطر بالإضافة إلى استيفاء هذه الشركة لجميع المتطلبات والشروط الموضوعية من قبل اللجنة لقبول شركات الوساطة في السوق.

رابعاً: إدارة السوق

تدار السوق من خلال اللجنة، ويتم تنفيذ قراراتها من خلال الجهاز التنفيذي للسوق يتم تشكيل اللجنة برئاسة ممثل عن وزارة المالية والاقتصاد والتجارة وعضوية كل من:

- مدير السوق (نائباً للرئيس)
- ممثل ثان عن الوزارة
- ممثل عن مصرف قطر المركزي
- ممثل عن غرفة صناعة وتجارة قطر
- اثنان يمثلان شركات الوساطة
- اثنان يمثلان شركات المساهمة القطرية التي يجري التعامل في أوراقها المالية بالسوق
- اثنان من ذوي الخبرة والكفاءة

ويصدر بتشكيل اللجنة وتسمية رئيسها وأعضائها قرار من مجلس الوزراء بناء على اقتراح الوزير وتكون مدة العضوية في اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه، ويكون اجتماع اللجنة صحيحاً إذا حضره (6) ستة أعضاء على الأقل، من بينهم الرئيس أو نائبه.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

حيث تمارس اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وبوجه خاص ما يلي¹:

- رسم السياسة العامة للسوق
- اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكلة التنظيمية للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير.
- وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة عليها، والإشراف على تطبيق عمليات تداول هذه الأوراق.
- اتخاذ الإجراءات اللازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق.
- النظر في طلبات قيد الأوراق المالية للشركات في السوق وطلبات ترخيص شركات الوساطة.
- وقف التعامل مؤقتاً في السوق، أو في الأوراق المالية لشركة أو أكثر، في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.
- الموافقة على تقديرات الموازنة السنوية للسوق، وعلى الحسابات الختامية وتعيين مراقبي الحسابات وتحديد الأجر الذي يؤدي إليهم
- تشكيل اللجان المتخصصة، من أعضاء اللجنة أو من غيرهم، سواء بشكل دائم أو مؤقت، لمعالجة ما ترى اللجنة لزوم دراسته عن طريق هذه اللجان.
- العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر القطرية اللازمة لإدارة السوق وفقاً لأحدث الأساليب الإدارية والفنية، والعمل على نشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية.

1 - القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية، المادة 11.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- اقتراح مشروعات الأدوات التشريعية اللازمة لتنمية التعامل في السوق، وعرض المقترحات على الوزير
- أية صلاحيات أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق.

وللجنة أيضا الحق في فحص ومراجعة سجلات الوسطاء ودفاترهم وجميع معاملاتهم، وفحص ومراجعة أعمال ونشاطات أقسام إصدار الأوراق المالية في شركات المساهمة الأعضاء في السوق، ومحافظ الأوراق المالية التي يديرها أي عضو، وعلى هؤلاء تسهيل مهمة فريق الفحص والمراجعة، وتوفير جميع البيانات والمعلومات التي يطلبها، وتعامل جميع المعلومات والبيانات التي يطلع عليها فريق الفحص والمراجعة بحكم عمله بسرية تامة، ولا يجوز نشرها ولا إنشاء المعلومات الواردة فيها، وتقوم اللجنة- إذا كانت الجهة التي يقع عليها التفتيش بنكاً مرخصاً - بالتنسيق مع مصرف قطر المركزي، ويحق لها الاشتراك معه، في إجراء الفحص والمراجعة¹.

ويكون للسوق مدير يعين بقرار من الوزير، ويقوم المدير بتنفيذ قرارات اللجنة، وله أن يتقدم إلى اللجنة باقتراح الأنظمة والتعليمات التي يراها مناسبة، كما يتولى الإشراف على جميع الأجهزة الفنية والإدارية للسوق، وإصدار التعليمات اللازمة للقيام بمهامها، وفقاً للصلاحيات المخولة له في اللائحة الداخلية للسوق، وبموجب قرارات اللجنة، ويمثل المدير السوق أمام القضاء، وفي علاقته بالغير، ويكون له حق التوقيع عنه.

خامساً: هيئة قطر للأوراق المالية

تأسست هيئة قطر للأوراق المالية بموجب القانون (33) لعام 2005، والمعدل بالمرسوم الأميري (14) لعام 2007، والقانون رقم (10) لعام 2009 كهيئة تنظيمية إشرافية ورقابية مستقلة تعنى بالأسواق المالية في دولة قطر، حيث إنها تتمتع بالصلاحيات اللازمة لممارسة تنظيم أنشطة الأسواق المالية والإشراف والرقابة عليها.

1 - نفسه، المادة 12.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

وقد صدر القانون الجديد رقم 08 لسنة 2012 بشأن هيئة قطر للأسواق المالية ليلغي القانون رقم 33 لسنة 2005، و ليؤكد على استقلالية الهيئة و تمتعها بكافة الصلاحيات التنظيمية و الإشرافية و الرقابية اللازمة لممارسة مهامها، كما وسع القانون الجديد من سلطات الهيئة ليعطيها مزيدا من الصلاحيات لممارسة مهامها بفاعلية أكبر و بشكل اشمل، وتهدف الهيئة إلى المحافظة على الثقة في نظام التعامل في الأوراق المالية، وحماية مالكي هذه الأوراق، بما يضمن الاستقرار للأسواق المالية والحد من الأخطار التي قد تتعرض لها، ولها في سبيل تحقيق ذلك القيام بما يلي:

- تنظيم الأسواق المالية والإشراف والرقابة عليها.
 - إجراء الدراسات وجمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها ونشر التقارير الخاصة بها.
 - دعم الصلات والروابط وتبادل المعلومات مع الأسواق المالية الخارجية والهيئات والمؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية للاستفادة من أساليب التعامل فيها بما يساعد على تطوير الأسواق المالية داخل الدولة.
 - مراقبة قواعد التعامل بين المتعاملين في أنشطة تداول الأوراق المالية وغيرها.
 - تطبيق سياسة الإفصاح بما يحقق العدالة والشفافية ويحول دون تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.
 - مكافحة أسباب وقوع الجرائم المالية المتصلة بالأسواق المالية.
 - توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار فيه وتنميته.
 - تنظيم التعامل في أنشطة الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية.
- ويتولى إدارة الهيئة مجلس إدارة يشكل برئاسة المحافظ، ونائب المحافظ نائب للرئيس، وعضوية كل من:

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- ممثل عن وزارة الاقتصاد والمالية لا تقل درجته عن وكيل وزارة يختاره الوزير.
 - ممثل عن وزارة الأعمال والتجارة لا تقل درجته عن وكيل وزارة يختاره الوزير.
 - المدير العام التنفيذي لهيئة تنظيم قطر للمال.
 - اثنان من الخبراء في مجالات عمل الهيئة يختارها الرئيس ونائبه والأعضاء بقرار أميري.
 - ويحلّ نائبه الرئيس محل الرئيس في حالة غيابه أو خلو منصبه، ويكون للمجلس أمين سر يختاره المجلس، ويحد اختصاصاتها، ومكافئتها المالية.
 - ويكون للمجلس السلطات والصلاحيات اللازمة لإدارة شؤون الهيئة وتحقيق أهدافها، وبوجه خاص ما يلي¹:
 - وضع السياسة العامة للهيئة والإشراف على تنفيذها.
 - إقرار خطط قصيرة المدى وبرامج مشروعات الهيئة، ومتابعة تنفيذها.
 - إصدار اللوائح الإدارية والمالية المنظمة لشؤون الهيئة.
 - اقتراح الموازنة التقديرية السنوية للهيئة وحسابها الختامي.
 - تحديد رسوم مقابل الخدمات التي تؤديها الهيئة للغير.
 - الموافقة على مشروعات الاتفاقية التي تبرمها الهيئة.
 - اقتراح الأدوات التشريعية المتعلقة بأهداف واختصاصات الهيئة.
- ولا تكون قرارات المجلس المنصوص عليها في البند (3،4،6) نافذة، إلا بعد اعتمادها من مجلس الوزراء.

1 - القانون رقم 33 لسنة 2012، المتعلق بهيئة قطر للأوراق المالية، المادة 8.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

وتتولى الهيئة تنظيم أنشطة الأسواق المالية والإشراف والرقابة عليها، وفقا لأحكام القانون، ولا يجوز لأي شخص مزاوله أنشطة الأسواق، إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة، يبين فيه النشاط أو الأنشطة المصرح له بمزاومتها، وتحدد شروط وضوابط إجراءات منح هذه التراخيص، ومعايير ممارسة النشاط بموجب اللوائح والنظم المعمول بها.

المطلب الثاني: الواقع العملي لسوق الدوحة للأوراق المالية

بعد العرض في المطلب الأول الإطار التنظيمي لسوق الدوحة للأوراق المالية، سنحاول في هذا المطلب التطرق للواقع العملي لسوق الدوحة.

أولاً: الأوراق المالية المتداولة

تعتبر الأوراق المالية المرخص بإدراجها والمقبولة للتداول أي أداة مالية قابلة للتحويل ومقبولة التداول في البورصة مثل الأسهم، وشهادات الإيداع المتعلقة بالأسهم، وسندات الدين والأوراق المالية الأخرى المشابهة لها وصكوك الشراء اللاحق للأسهم والأوراق المالية التي تخول مالكيها الحصول على أي من الأوراق المالية المذكورة. أو مبلغاً من النقد يتم تحديده بالسعر المستقبلي لأي من الأوراق المالية، أو وحدات ضمن تعهدات الاستثمار الجماعي أي أوراق مالية أخرى خاضعة للقانون الواجب التطبيق والتي تعتبرها البورصة مؤهلة للتداول في البورصة.

ثانياً: المتطلبات العامة لقبول الأوراق المالية للتداول

يجب لقبول تداول الأوراق المالية أن تتوفر الشروط والأحكام التالية:

- 1- أن تقدم جهة الإصدار المستند الدال على موافقة الهيئة على قبول الأوراق المالية للإدراج، وفي جميع الأحوال يجوز قبول الطلب من جهة الإصدار قبل موافقة الهيئة بشرط تقديم ما يثبت تقديمها لطلب الإدراج إلى الهيئة.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- 2- أن تقدم جهة الإصدار المستند الدال على موافقة جهة الإيداع على قبول الأوراق المالية للإدراج، وفي جميع الأحوال يجوز قبول الطلب من جهة الإصدار قبل موافقة جهة الإيداع بشرط تقديم ما يثبت تقديمها لطلب الموافقة إلى جهة الإيداع.
- 3- أن يتوافق الوضع والهيكل القانوني لجهة الإصدار مع جميع القوانين واللوائح واجبة التطبيق، سواء فيما يتعلق بتشكيلها وعملياتها بموجب نظامها الأساسي أو غيرها من الوثائق التأسيسية.
- 4- أن تلتزم جهة الإصدار بشروط الهيئة، وأي جهة اختصاص أخرى داخل أو خارج الدولة حسب الأحوال مع مراعاة الأحكام والشروط الصادرة عن جهة الإيداع.
- 5- أن تلتزم جهة الإصدار بضمان أن الأوراق المالية قابلة لنقل وتداول ملكيتها بغير قيود، فيما عدا القيود القانونية.
- 6- أن يغطي طلب القبول للتداول جميع الأوراق المالية لجهة الإصدار من نفس الفئة والتي أصدرت في وقت الطلب أو التي يتم إصدارها لاحقاً.

ثالثاً: قواعد تداول الأوراق المالية

تحدد البورصة بعد موافقة الهيئة، أيام التداول سنوياً، وكذلك عدد ساعات التداول، ووقت الافتتاح والإغلاق عن طريق الإشعار الذي تنشره وتبلغ به الأعضاء. ويتم تداول الأوراق المالية بالريال القطري، أو بأي عملة أخرى تكون مناسبة للورقة المالية، وعند إجراء أي عملية تداول في البورصة أن يمتثلوا للمتطلبات التشغيلية والإجراءات الفنية الخاصة بالبورصة وشبكاتهما كما هو محدد في القواعد أو الإشعارات التي تنشرها البورصة.

يتم تداول الأوراق المالية عن طريق التداول المستمر أو عن طريق المزاد وذلك حسب قرار البورصة الذي يصدر وفق سيولة الورقة المالية، باستثناء الوقت المحدد للتداول المستمر أو سوق طريق المزاد. ويجوز للبورصة

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

من تلقاء نفسها أو بناء على طلب الهيئة، وقف تداول أي ورقة مالية مؤقتاً، لمنع حالات اضطراب السوق وعدم انتظامه، أو إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه¹.

رابعاً: مؤشر السوق

يتكون مؤشر بورصة قطر من أعلى 20 شركة مرتبة حسب قيمة التعويم الحر لرسملة السوق (قيمة رسملة السوق للأسهم المتاحة للتداول فقط) والمتوسط اليومي للقيمة المتداولة. ويعتبر هذا المؤشر عبارة عن مؤشر سعري لحساب نسبة التغير على أسعار الأسهم. ويحسب المؤشر وفق العلاقة التالية:

$$index\ level = base\ level * \frac{\sum_{i=1}^n x_{i,t} * s_{i,t} * ff_{i,t}}{b * k_t}$$

$$k_t = k_{t-1} * \frac{\sum_{i=1}^n s_{i,t} * ff_{i,t} * y_{i,t-1}}{\sum_{i=1}^n s_{i,t-1} * ff_{i,t-1} * x_{i,t-1}}$$

حيث :

t: يوم الاحتساب

i: العنصر

n: عدد أسهم العنصر ضمن المؤشر

S: عدد الأسهم

ff: نسبة التعويم الحر

X: سعر السهم

(تم التصفح يوم 2017/08/12) www.qatarexchange.qa-1

Y : سعر السهم المعدل

B : القيمة الأساسية لرسمة السوق

K : معامل التعديل للقيمة الأساسية لرسمة السوق.

المطلب الثالث: تقييم سوق الدوحة للأوراق المالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى مؤشر السوق ورسمة السوق خلال الفترة الممتدة من (2014-2017)

أولاً: مؤشر السوق

سجل مؤشر بورصة قطر في بداية سنة 2014 ارتفاعاً ملحوظاً، فقد ارتفع بدوره بنسبة 12.1 في المائة خلال الربع الأول، وبلغ عند نحو 11,640 نقطة بنهاية مارس 2014، ففي نهاية هذه السنة تراجع المؤشر بنسبة 10.5% خلال الربع الأخير، وفقد المؤشر أكثر من 1350 نقطة وبلغ عند مستوى 12286 نقطة نهاية ديسمبر 2014.

خلال عام 2015 فقد تراجع بدوره بنسبة 4.7 في المائة خلال ذات الفترة، وفقد المؤشر أكثر من 570 نقطة، وبلغ عند مستوى 11711 نقطة بنهاية مارس 2015. ثم استعيد المؤشر عافيته في الربع الثاني من هذه السنة ليرتفع بقيمة 4.2% وليسجل مكاسب بنحو 490 نقطة وبلغ عند مستوى 12201 نقطة نهاية جوان 2015. وفي نهاية هذه السنة يتراجع مؤشر البورصة بنسبة 9% ليسجل خسائر بنحو 103 نقطة وبلغ عند مستوى 10429 نقطة.

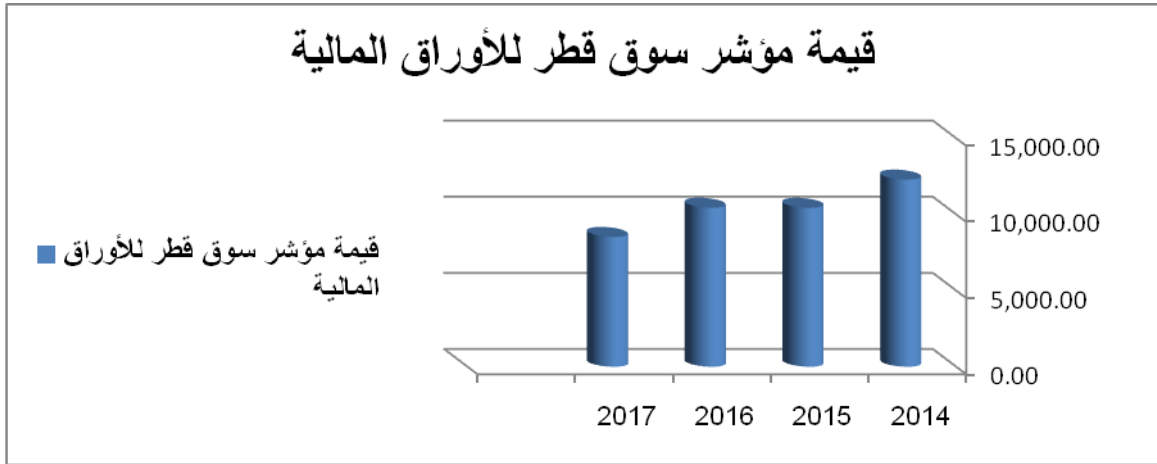
خلال سنة 2016 يواصل مؤشر بورصة قطر تراخيه تدريجياً، فقد تراجع بدوره بنحو نصف نقطة مئوية خلال ذات الفترة، وبلغ عند مستوى 10376 نقطة بنهاية مارس 2016، ويبقى مؤشر البورصة في تراجع، فقد تراجع في الربع الثاني بنسبة 4.7% وليفقد أكثر من 490 نقطة، وبلغ عند مستوى 9885

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

نقطة نهاية جوان 2016. ليستعيد مؤشر بورصة قطر عافيته فقد ارتفع بدوره بشكل طفيف وبنسبة تقل عن 0.2 في المائة خلال ذات الفترة، وليغلق عند نحو 10439 نقطة بنهاية ديسمبر 2016 .

خلال سنة 2017 فقد انخفض مؤشر بورصة قطر، بشكل طفيف وبنحو 4.0 في المائة خلال الربع الأول من هذه السنة، وليغلق عند نحو 10391 نقطة بنهاية مارس 2017، ثم يستمر المؤشر في الانخفاض في الربع الثاني من السنة، حيث انخفض بنحو 9.2% خلال ذات الفترة، وليفقد نحو 960 نقطة، وليغلق عند مستوى 9430 نقطة بنهاية جوان 2017. ليستمر المؤشر في الانخفاض، قد انخفض بنحو 11.9% خلال الربع الثالث، وليفقد حوالي 1118 نقطة وليغلق عند مستوى 8312 نقطة نهاية سبتمبر 2017. ليستعيد بعدها المؤشر انتعاشه في أواخر سنة 2017 فقد ارتفع في الربع الأخير بنحو 2.5% ويكسب نحو 211 نقطة، وليغلق عند مستوى 8523 نقطة في نهاية هذه السنة¹.

الشكل رقم (1- 4) :تطور مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2014 - 2017)



المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة قطر

ثانياً: رسملة السوق

تتمثل رسملة السوق في القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة، بالقيمة السوقية، فقد سجلت هذه القيمة ارتفاعاً كبيراً وبنحو 26 مليار دولار بنهاية الأشهر الثلاثة الأولى من العام الحالي، ولتصل هذه القيمة إلى 178.6 مليار دولار في نهاية مارس 2014، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في متوسط القيمة السوقية، للشركة الواحدة ليلغ 4.25 مليار دولار مقابل 3.63 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2013 مسجلة زيادة كبيرة بلغت نحو 620 مليون دولار. في نهاية سنة 2014 وانعكاساً للتراجع المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت القيمة السوقية تراجعاً بنحو 16.3 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 185.8 مليار دولار بنهاية الربع الرابع 2014، وقد ساهم التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية خلال الربع الأخير من 2014 في تعميق هذا التراجع في القيمة السوقية.

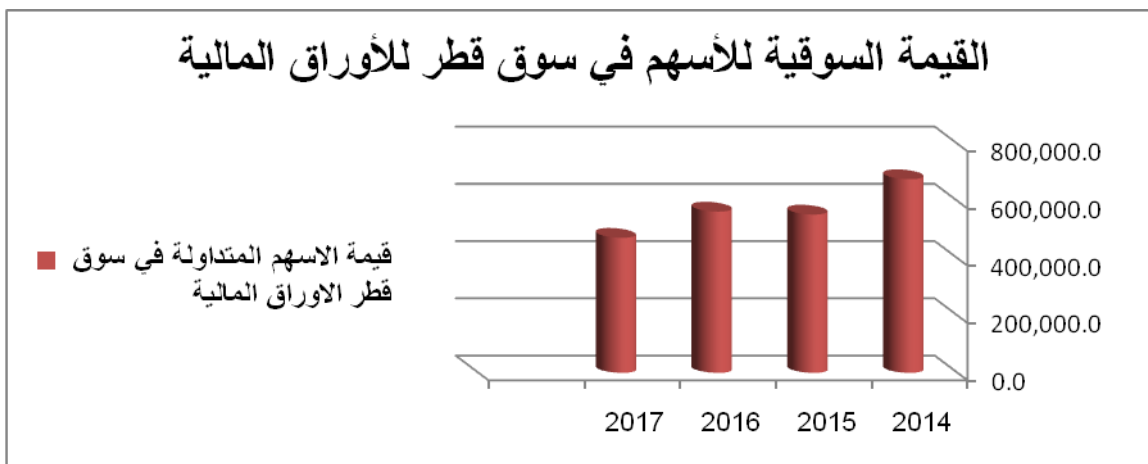
خلال سنة 2015 بسبب استمرار التراجع المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت القيمة السوقية تراجعاً بنحو 11.8 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 174 مليار دولار بنهاية الربع الأول 2015، وفي نهاية هذه السنة استمر الانخفاض في القيمة السوقية، حيث سجل انخفاضاً ربعياً بنحو 14.3 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2015.

خلال سنة 2016 فقد سجلت هذه القيمة تحسناً ربعياً طفيفاً بنحو 200 مليون دولار، ولتصل إلى نحو 152.1 مليار دولار بنهاية مارس 2016، واستمرارا للتحسن في مؤشرات الأسعار خلال الربع الأخير، سجلت هذه القيمة تحسناً ربعياً بنحو 760 مليون دولار، ولتصل إلى نحو 154.7 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2016.

خلال سنة 2017 استمر التحسن في مؤشرات الأسعار، حيث سجلت هذه القيمة في الربع الأول من هذه السنة تحسناً ربعياً بلغ 6.7 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 129.6 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2017.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

الشكل رقم (2-4): تطور القيمة السوقية للأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة (2014 - 2017)



المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة قطر

المبحث الثاني: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل

الأساسي

يتعين على المستثمر الذي يرغب في أن يكون عقلاً وعملياً في نشاطه الاستثماري تقييم الكثير من المعلومات حول الأداء السابق والأداء المستقبلي المتوقع للشركات والصناعات والاقتصاد ككل قبل اتخاذ قرار الاستثمار. حيث يفترض أن يكون لكل سهم قيمة اقتصادية بناءً على قدرته الحالية والمستقبلية على الكسب وهذا ما يسمى القيمة الجوهرية أو القيمة الأساسية.

المطلب الأول: التحليل القطاعي في سوق الأوراق المالية

أولاً: دراسة تأثير عائد قطاعات السوق على عائد السوق

1- **عينة الدراسة:** تتمثل عينة الدراسة في سوق الدوحة للأوراق المالية والقطاعات العاملة وهي قطاع البنوك والمؤسسات المالية، وقطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، وقطاع التأمين، وقطاع الاتصالات، وقطاع النقل، وقطاع العقارات ذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 2014/01/01 إلى 2017/12/31، وذلك بمشاهدات تقدر بـ 202 مشاهدة علماً أن هذه المشاهدات تمثل المؤشر الأسبوعي لعوائد القطاعات وكذلك المؤشر الأسبوعي لعوائد بورصة قطر.

2- **بيانات الدراسة والأساليب الإحصائية:** تم جمع المعلومات والبيانات بالاعتماد على تقارير التداول الأسبوعية الصادرة عن سوق الدوحة للأوراق المالية والخاصة بمؤشر السوق سواء على مستوى البورصة أو على مستوى القطاعات العاملة فيها، فقد اعتمدت القيمة السوقية لكل قطاع وكذلك القيمة السوقية الإجمالية للسوق في كل أسبوع.

أما فيما يخص الأساليب الإحصائية المعتمدة، فإن الدراسة تعتمد على استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد والبسيط لإثبات مدى صحة فروض الدراسة، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

المستقلة، وقياس مدى تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع، ومن أجل الكشف عن ذلك تم الاعتماد على البرنامج Eviews 09.

- **متغيرات الدراسة:** تتمثل متغيرات الدراسة في ثمانية متغيرات، مقسمة على متغير تابع واحد وسبعة متغيرات مستقلة والمتمثلة في:

- **المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع للدراسة في مؤشر عوائد السوق (R_m)، حيث يعتبر من أهم المؤشرات الرئيسية المعبرة على عائد السوق والمستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على عوائد السوق ككل خلال فترة معينة.

- **المتغيرات المستقلة:** تتمثل المتغيرات المستقلة في سبعة متغيرات وهي:

- R_b : مؤشر عائد قطاع البنوك والمؤسسات المالية

- R_s : مؤشر عائد قطاع الخدمات

- R_a : مؤشر عائد قطاع التأمين

- R_i : مؤشر عائد قطاع الصناعة

- R_{ti} : مؤشر قطاع الاتصالات

- R_t : مؤشر عائد قطاع النقل

- R_r : مؤشر عائد قطاع العقارات

- **3- الصياغة الإحصائية للنموذج:**

بفرض وجود علاقة خطية بين المتغيرات الأسبوعية لمؤشر عائد سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2017 بدلالة كل من المتغيرات (مؤشر عائد قطاع البنوك والمؤسسات المالية، مؤشر عائد قطاع

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

الخدمات، مؤشر عائد قطاع التأمين، مؤشر عائد قطاع الصناعة، مؤشر قطاع الاتصالات، مؤشر عائد قطاع النقل، مؤشر عائد قطاع العقارات) حيث يمكن كتابة المعادلة:

$$R_m = \alpha_0 + \alpha_1 R_a + \alpha_2 R_t + \alpha_3 R_b + \alpha_4 R_I + \alpha_5 R_{ti} + \alpha_6 R_s + \alpha_7 R_r$$

حيث:

R_m : مؤشر عائد السوق

$R_r, R_s, R_{ti}, R_I, R_b, R_t, R_a$: العائد في قطاع البنوك والمؤسسات المالية وقطاع التأمينات وقطاع الصناعة وقطاع الخدمات.

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7$: معاملات النموذج القياسي.

t : المشاهدات (الأشهر)

ε_t : حد الخطأ

أما فرضيات النموذج فهي:

- الأمل الرياضي للأخطاء معدوم وتعني أن جميع المتغيرات المستقلة المهمة في النموذج تنعدم بمتوسط حسابي:

- تجانس (ثبات تباين الأخطاء) Homoscedasticity:

- عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء: بمعنى أن التباينات المشتركة للأخطاء تكون معدومة، وهذا على مختلف مشاهدات مكونات العينة:

- الأخطاء العشوائية مستقلة عن المتغير المستقل X_i :

$$\text{Cov}(X_i, \varepsilon_i) = 0, \sigma$$

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

وبالاستعانة ببرنامج Eviews 09 تم الحصول على نتائج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية ols.

الجدول رقم (1-4): يوضح نتائج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية ols.

Dependent Variable: RM Method: Least Squares Date: 04/24/20 Time: 12:28 Sample: 1/24/2014 12/01/2017 Included observations: 202				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.051049	0.004665	-10.94218	0.0000
RA	0.019765	0.003826	5.166127	0.0000
RT	0.062271	0.004762	13.07565	0.0000
RB	0.347494	0.012292	28.26947	0.0000
RI	0.196817	0.010642	18.49428	0.0000
RTI	0.057808	0.007688	7.519117	0.0000
RS	0.070929	0.005396	13.14393	0.0000
RR	0.174341	0.009412	18.52396	0.0000
R-squared	0.982435	Mean dependent var	0.079752	
Adjusted R-squared	0.981802	S.D. dependent var	0.463350	
S.E. of regression	0.062507	Akaike info criterion	-2.668293	
Sum squared resid	0.757971	Schwarz criterion	-2.537272	
Log likelihood	277.4976	Hannan-Quinn criter.	-2.615282	
F-statistic	1550.136	Durbin-Watson stat	2.070016	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج Eviews 09

من خلال الجدول نستطيع الحصول على معادلة الانحدار الخطي المتعددة كما يلي :

$$\left\{ \begin{array}{l} R_m = -0.051049 + 0.019765R_a + 0.062271R_t + 0.347494R_b + \\ 0.196817R_I + 0.057808R_{ti} + 0.070929R_s + 0.174341R_r \\ R^2 = 0.981802 \quad Dw = 2.070016 \end{array} \right.$$

من خلال الجدول يتبين وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وهو ما تظهره معاملات النموذج، أي وجود علاقة طردية بين مؤشر عائد السوق ومؤشرات العائد لكل قطاع. حيث لا يمكن اعتماد هذه المعادلة إلا بعد تشخيص القوة الإحصائية إلا بعد اختبار النموذج.

4- اختبار النموذج:

- اختبار معنوية المعالم المقدرة: نلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمال الوقوع في الخطأ من النوع الأول (Prob) للثابت C (α_0) أن Prob تساوي 0.00 وهي أصغر من المستوى المعنوي 5% وبالتالي الثابت له معنوية إحصائية في النموذج، أما فيما يخص احتمال Prob لكل من $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_7$ ، α_5, α_6 فهو أقل من المستوى المعنوي 5% وبالتالي نقبل بالفرضية H_1 ، أي أن المعاملات لها معنوية إحصائية.

- اختبار جودة التوثيق: إن اختبار جودة التوثيق للنموذج تتم تحديدها من خلال معامل التحديد R^2 ومن خلال الجدول نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج يساوي 0.981802 أي أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر لنا 98.1% من التغير في مؤشر عائد السوق للفترة المدروسة.

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج (بواسطة اختبار فيشر): يتم اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر، ويتم قبول أو رفض النموذج وذلك بمقارنة القيمة المحسوبة لهذا الاختبار F-Statistic مع القيمة الجدولية لهذا الاختبار، أو من خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر Prob(F-Statistic) مع المستوى المعنوي 5%.

ومن خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر Prob(F-Statistic) والمقدرة ب 00 نجد أنها أقل من المستوى المعنوي 0.05 وبالتالي هنا يتم قبول النموذج إحصائياً، ومنه فالنموذج المقدر له دلالة ومعنوية كلية والمعالم المقدرة للنموذج تختلف على الصفر.

- تجانس (ثبات) تباين البواقي (الأخطاء): هناك عدة اختبارات للكشف على أن تباين البواقي متجانس أم لا، ومن بينها ومن بينها اختبار (ARCH)، يعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرنج LM، خطوات الاختبار كالتالي:

- اختبار الارتباط التسلسلي للأخطاء: يشير اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test إلى أن الاحتمال يساوي 0.58 وهو أكبر

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

من 5% بالتالي يشير إلى قبول الفرضية الصفرية H_0 التي تفترض عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج المقدر والناتج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-4): يوضح اختبار الارتباط التسلسلي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.290818	Prob. F(1,193)	0.5903
Obs*R-squared	0.303921	Prob. Chi-Square(1)	0.5814

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 09.

- اختبار الذاتي للأخطاء (بواسطة إحصائية دارين واتسون DW): نجد من جملة الفرضيات التي تعتمد عليها طريقة المربعات الصغرى فرضية انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء. لذا نقوم باختبار للتحقق من وجود هذا الارتباط من عدمه فيجري اختبار دارين - واتسون Durbin-Watson للقيام بذلك، وهو من أهم الاختبارات الشائعة للكشف عن الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء المقدر والشكل التالي يوضح مناطق قبول أو رفض اختبار DW.

الشكل رقم (3-4): مناطق اتخاذ القبول والرفض لاختبار دارين واتسون DW

0	$d_1 = 1.697$	$d_2 = 1.841$	2	$4 - d_2 = 2.159$	$4 - d_1 = 2.303$	4
---	---------------	---------------	---	-------------------	-------------------	---

ارتباط ذاتي سالب غير محدد استقلالية التامة بين الأخطاء غير محدد ارتباط ذاتي موجب

من خلال جدول دارين واتسون نجد أن d_1 و d_2 من جدول دارين واتسون، تساويان $(d_2=1.841, d_1=1.697)$ ، حيث تمثل قيمة دارين واتسون للنموذج (2.07) وهي توجد في المجال ما بين $(2 - 2.159)$ وهو مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي موجب بين من الدرجة الأولى.

وبما أن قيمة اختبار دارين واتسون DW تساوي 2.07 وهي أكبر من قيمة R^2 التي تساوي 0.98 هذا يثبت عدم وجود انحدار زائف للنموذج.

ثانياً: تحديد الارتباط والمخاطر للعوائد القطاعات مع عائد السوق

1- تحليل الارتباط:

نقوم بتحليل نتائج الارتباط بين المتغيرات خلال الفترة المدروسة لمعرفة مدى ارتباط مؤشر عائد السوق بمؤشر عائد القطاعات، وكذلك مدى ارتباط القطاعات فيما بينها، وذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews09

والجدول رقم (3-4) : نتائج الارتباط بين متغيرات النموذج

المتغيرات	RTI	RT	RS	RR	RI	RM	RB	RA
RTI	1	0.371606	0.298838	0.456784	0.459302	0.646781	0.555098	0.334432
RT	0.371606	1	0.359261	0.489738	0.430737	0.682371	0.524664	0.276166
RS	0.298838	0.359261	1	0.474653	0.338708	0.584889	0.368735	0.306016
RR	0.456784	0.489738	0.474653	1	0.428082	0.763816	0.538701	0.429330
RI	0.459302	0.430737	0.338708	0.428082	1	0.752938	0.609834	0.333451
RM	0.646781	0.682371	0.584889	0.763816	0.752938	1	0.873644	0.495239
RB	0.555098	0.524664	0.368735	0.538701	0.609834	0.873644	1	0.355245
RA	0.334432	0.276166	0.306016	0.429330	0.333451	0.495239	0.355245	1

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد برنامج الإحصائي Eviews 09

نلاحظ من خلال مصفوفة معاملات الارتباط الواردة أعلاه، أن معاملات الارتباط بين مؤشر عائد السوق ومؤشر عائد في كل قطاع ، قد أخذ عدد قيم من موجبة عالية ومتوسط، وهذا يدل على إن الأحداث التي تؤثر على تغير العائد في مؤشر هذه القطاعات يؤثر أيضا على تغير في مؤشر عائد السوق وفي نفس الاتجاه، حيث توجد علاقة قوية وممتازة بين مؤشر عائد سوق ومؤشر عائد في قطاع البنوك والمؤسسات المالية حيث بلغ معامل الارتباط (87%)، أما بين مؤشر عائد السوق ومؤشر عائد في كل من قطاع العقارات وفي قطاع الصناعة فقد كانت العلاقة قوية حيث بلغت 76%، 75% على التوالي، بينما بلغت قيمة الارتباط بين مؤشر عائد السوق ومؤشر عائد كل من قطاع النقل والاتصالات والخدمات ب 68%، 64%، 58%. أما فيما يخص مؤشر عائد قطاع التأمين ومؤشر عائد السوق فقد كان أقل ارتباط حيث بلغ 49%

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

أما فيما يخص المتغيرات المستقلة كان معامل الارتباط طردي وقوية نوعا ما فيما بينها، وهذا ذا دلالة إحصائية بمعنى يوجد ارتباط موجب بين عوائد المؤشرات القطاعية فيما بينها، حيث يدل على ضعف تنوع المحفظة الاستثمارية، كما يدل على أن القطاعات العاملة في السوق تتأثر بنفس الاتجاه مع الأحداث التي يمر بها السوق ككل وهذا يمكن أن يؤثر على تنوع المحافظ المالية التي تهدف إلى زيادة العائد والتقليل من المخاطر من خلال تقليل ارتباط الأوراق المالية. حيث سجلت أكبر قيمة موجبة بين مؤشر عائد في قطاع البنوك والمؤسسات المالية ومؤشر عائد في قطاع الصناعة بقيمة (60%)، وتليها بين مؤشر عائد في قطاع البنوك والمؤسسات المالية ومؤشر عائد في قطاع الاتصالات بقيمة (55%)، بينما سجلنا أصغر قيمة مؤشر عائد في قطاع النقل ومؤشر عائد في قطاع التأمينات بقيمة (27%).

2- تحديد متغيرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

لغرض تقييم أداء المحافظ الاستثمارية يجب تحديد متغيرات تقييم الأداء (معدلات العائد والألفا والبيتا) وباستخدام برنامج Eviews 09 تم إجراء الانحدار الخطي البسيط لمعدلات العوائد الأسبوعية كمتغيرات معتمدة على معدل عائد محفظة السوق كمتغير مستقل والتي ظهرت بقيمة موجبة (0.0793)، فضلا عن ذلك تم حساب متوسط الانحراف المعياري S.D للمحافظ الاستثمارية للقطاعات ومعامل التحديد R^2 لبيان مدى قدرة المتغير المستقل (محفظة السوق) في إعطاء تفسير للتباينات في معدلات عوائد الأسهم، كذلك تم حساب معامل الاختلاف C.V لبيان مدى تحمل كل وحدة من العائد بالمخاطرة المقاسة بالانحراف المعياري .

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

1-2- وصف متوسطات متغيرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية مقارنة بمتوسطات السوق :

الجدول رقم (4-4): يوضح نتائج متوسطات متغيرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية مقارنة بمتوسطات

السوق

C.V	S.D	B	a	R ²	R _i	القطاعات
0.282502	0.531509	1.002156	0.025690	0.762070	0.10509	قطاع البنوك والمؤسسات المالية
0.911739	0.954850	1.205311	0.107879	0.338805	0.20300	قطاع الخدمات
0.295683	0.543767	0.883615	0.037410	0.564750	0.10735	قطاع الصناعة
1.728468	1.314712	1.405193	0.264707	0.241488	0.37492	قطاع التأمين
0.406332	0.637442	1.050801	0.056146	0.581332	0.13926	قطاع العقارات
0.518955	0.720385	1.005571	0.083969	0.415417	0.16336	قطاع الاتصالات
1.328224	1.152486	1.697254	0.138652	0.462958	0.27266	قطاع النقل
0.78170	0.83645	1.17856	0.10206	0.48097	0.19509	محفظة السوق

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد برنامج Eviews 09

من خلال الجدول نلاحظ أن متوسطات العائد لجميع محافظ قطاعات السوق مختلفة وبالتالي فإن كل قطاع له عائد يختلف عن الآخر، ونلاحظ أن قيمة a في كل القطاعات موجبة، فذلك يشير إلى أن جميع عوائد المحافظ في قطاع السوق مرتبطة بالسوق ارتباط كبير، وقد فسر ذلك معمل التحديد R^2 ، إذ أن محفظة السوق فسرت 48% من تباينات متوسطات عوائد أسهم محافظ القطاع وهذا يشير إلى أن 52% تفسرها متغيرات أخرى، حيث سجل أكبر متوسط العائد في محفظة قطاع التأمين وأقل متوسط العائد في محفظة قطاع البنوك والمؤسسات المالية، أما فيما يخص الأكثر عوائد تقريبا هو محفظة قطاع النقل لأنه حقق أكبر قيمة لبيتا B حيث قدرت ب 1.69 أي أنه عندما ترتفع أو تنخفض عوائد محفظة

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

السوق ب 1% فإن عوائد محفظة السوق تتقلب بالاتجاه نفسه وبمقدار 1.69%، أما المحفظة الأقل تقلبا هي محفظة قطاع الصناعة حيث بلغت بيتا 0.88%. أما فيما يخص أكبر المخاطر والمقاسة بالانحراف المعياري كانت في قطاع التأمين وأقل قيمة كانت في قطاع البنوك والمؤسسات المالية.

2-2- تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لمعدلات العائد والمخاطرة:

سوف نقوم بتقييم معدل العائد لكل محفظة استثمارية والمخاطرة مقاسه بالانحراف المعياري ومعامل بيتا والعائد المعدل بالمخاطرة.

الجدول رقم (5-4): يوضح العائد والمخاطرة للمحافظ الاستثمارية والعائد المعدل بالمخاطرة.

محفظة النقل	محفظة الاتصالات	محفظة العقارات	محفظة التأمين	محفظة الصناعة	محفظة الخدمات	محفظة البنوك	القطاعات المتغيرات
0.27266	0.16336	0.13926	0.37492	0.10735	0.20300	0.10509	العائد
1.15249	0.72039	0.63744	1.31471	0.54377	0.95485	0.53151	المخاطر(الانحراف المعياري)
1.69725	1.00557	1.05080	1.40519	0.88362	1.20531	1.00216	المخاطر بيتا
0.236584	0.226768	0.218467	0.285173	0.197419	0.212599	0.19772	العائد المعدل بالمخاطرة (العائد / المخاطرة)
0.24636	0.12129	0.09171	0.35187	0.05161	0.17126	0.04806	شارب
0.25480	0.13322	0.11042	0.35335	0.07305	0.17785	0.07485	ترينور

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد برنامج Eviews 09

من الجدول نلاحظ أن بيتا مختلفة في جميع القطاعات إلا أنها معظمها فوق الواحد ماعدا في قطاع الصناعة والتي كانت قيمتها (0.88362) وهذا يعني أن القطاعات ذات بيتا أكبر من الواحد أنها قطاعات هجومية حيث كانت على الترتيب التالي : قطاع النقل، قطاع التأمين، قطاع الخدمات، قطاع العقارات، قطاع الاتصالات، قطاع البنوك والمؤسسات المالية، وهذا يعني إن التغير في عائد محفظة السوق يقابله تغير

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

في محفظة عائد القطاع بنسبة أعلى أما فيما يخص القاعات الدفاعية فكانت في قطاع الصناعة التي كانت بيتا أقل من الواحد (0.88362)، أي أن التغير في محفظة عائد السوق يقابله تغير أقل في عائد المحفظة ولكن في نفس الاتجاه.

يشير الجدول إلى أن أفضل محفظة وفقا لمؤشر العائد للمخاطرة هي محفظة قطاع لتأمين (0.285173) ثم تليها محفظة قطاع الاتصالات (0.226768) ثم محفظة قطاع العقارات (0.218467) ثم محفظة قطاع الخدمات (0.212599) ثم محفظة قطاع البنوك (0.19772)، وأخيرا محفظة قطاع الصناعة التي أخذت أقل قيمة بهذا المؤشر (0.197419).

أما عند المقارنة بمقياس شارب نجد إن محفظة قطاع التأمين هي أفضل محفظة (0.35187) ثم تليها محفظة قطاع النقل (0.24636) ثم تليها محفظة الخدمات (0.17126) ثم تليها محفظة قطاع الاتصالات (0.12129) ثم محفظة قطاع الصناعة (0.17126) ثم محفظة قطاع العقارات (0.09171) ثم محفظة قطاع البنوك (0.04806).

أما عند المقارنة بمقياس ترينور الذي يقيس العائد بالمخاطرة على أساس معدل بيتا فكانت أفضل محفظة في قطاع التأمين (0.35335) ثم تليها محفظة قطاع النقل (0.25480) ثم تليها محفظة الخدمات (0.17785) ثم تليها محفظة قطاع الاتصالات (0.13322) ثم محفظة قطاع العقارات (0.11042) ثم محفظة قطاع البنوك (0.07485) ثم محفظة قطاع الصناعة (0.07305). وتشير النتائج تقريبا التطابق لنتائج مقياسي ترينور وشارب في تحديد أفضل محفظة القطاعات فاختلاف كان موجود في ترتيب القطاع السادس والسابع.

المطلب الثاني: تحليل الشركات لاختيار المحفظة المثلى

أولاً: تقديم الدراسة

1- مجتمع وعينة الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في جميع أسهم الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية والبالغة عددها 44 سهماً، أما عينة الدراسة فقد تم اختيارها اعتماداً على شرط أساس وهو توفر المعلومات واستمرارية إدراج الشركات في السوق خلال مدة الدراسة، واستبعاد الشركات المشطوبة والشركات غير الداخلة في المدة المعتمدة في الدراسة، وعن طريقة مشاهدة الشركات المدرجة في السوق، تم اعتماد (42) سهم (شركة) بالاعتماد على الشرط المذكور سابقاً.

2- مدة وبيانات الدراسة: لغرض تحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على قيم أسعار الإغلاق الشهرية لمؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية وجميع الأسهم عينة الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2014-2017.

ثانياً: الأساليب الإحصائية والمالية المستخدمة

1- المتوسط: يعرف المتوسط بأنه مجموع القيم التي تمت مشاهدتها في المدة الزمنية مقسومة على عددها، ويحسب وفقاً للمعادلة التالية:

$$\bar{X} = \frac{\sum Xi}{n}$$

2- عائد السهم: ويقاس من خلال الفرق بين سعر الإغلاق له في الفترة الحالية وسعر الإغلاق في الفترة السابقة مقسوماً على سعر الإغلاق لفترة السابقة وفق للمعادلة الآتية:

$$R = \frac{Pj - Pj - 1}{Pj - 1}$$

3- الانحراف المعياري :

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(x - \bar{x})^2}{N - 1}}$$

حيث أن:

σ : الانحراف المعياري

X : المشاهدات

4- التباين: يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحرافات القيم عن وسطها الحسابي ويقاس وفقا للمعادلة التالية:

$$VAR = \sum (X - \bar{X})^2$$

5- تباين المحفظة: يعرف التباين بأنه مجموع مربعات انحراف القيم (العائد) عن العائد المتوقع ويقاس وفقا للمعادلة التالية:

$$\sigma^2 = \sum (R_x - E(R_x))$$

6- بيتا: ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حيث أن:

$Var(R_m)$: يمثل تباين السوق

$Cov(R_i, R_m)$: يمثل التباين المشترك (السوق ، الشركة)

-7 معدل ترينور:

$$T = \frac{(R_i - R_f)}{\beta_i}$$

حيث أن :

T: تمثل مقياس ترينور

R_i: يمثل عائد الشركة

R_f: يمثل العائد الخالي من المخاطر

B_i: تمثل بيتا الشركة

-8 معدل القطع:

$$C = \frac{\sigma_m^2 \sum_{i=1}^i \frac{(R_i - R_f) \beta_i}{\sigma_i^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{i=1}^i \frac{\beta_i^2}{\sigma_i^2}}$$

C : تمثل معدل القطع

R_i: تمثل عائد الشركة

R_f: يمثل العائد الخالي من المخاطر

B_i: تمثل بيتا الشركة

σ²_m: يمثل تباين السوق .

9- تحديد نسبة وزن الورقة في المحفظة :

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^n Z_i}$$

X_i : نسبة وزن الورقة في المحفظة

Z_i : القيمة العددية الصحيحة لوزن الموجودات والتي ضمت إلى المحفظة المثلى

$$Z_i = \frac{B_i}{VARe_i} \left[\frac{R_i - R_f}{B_i} - C^* \right]$$

ثالثا: اختيار المحفظة المثلى

1- تحليل عائد ومخاطر السوق المالية لعينة الدراسة:

يتطلب من المستثمر عندما يريد بناء المحفظة الاستثمارية أن يقوم بتهيئة المدخلات اللازمة لبناء المحفظة، ومن خلال مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية وأسعار الإغلاق الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في السوق وللمدة المحددة للدراسة يمكن تحديد عائد السوق والمتوسط والتباين والانحراف المعياري لجميع السنوات التي تم اعتمادها في الدراسة.

الجدول رقم (4-6): عرض شامل لتحليل مدخلات عينة الدراسة للمدة (2014-2017)

الرقم	القطاع	الشركة	Ri	S.D	β
01		QNB	-0.0059	0.0651	0.7473
02		المصرف	0.0095	0.0906	1.2193
03		التجاري	-0.0166	0.0709	0.8009
04		بنك الدوحة	-0.0146	0.0692	0.6642

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

-0.1430	0.0710	-0.0079	الأهلي	قطاع البنوك والمؤسسات المالية	05	
0.9397	0.0677	-0.0023	الدولي		06	
1.4657	0.0999	0.0068	الريان		07	
0.8352	0.0685	-0.0053	الخليجي		08	
0.5710	0.0958	-0.0279	الإجارة		09	
0.9915	0.1533	-0.0043	دلالة		10	
0.9403	0.0740	-0.0072	قطر وعمان		11	
1.0382	0.1824	0.0109	المجموعة إ قابضة		12	
0.5211	0.0713	0.0050	زاد		قطاع الخدمات	13
1.0170	0.1196	-0.0099	الطبية			14
0.8187	0.0856	-0.0107	السلام			15
1.4619	0.1411	0.0157	الرعاية			16
0.2502	0.0786	-0.0084	السينما	17		
0.5214	0.0768	-0.0187	قطر للوقود	18		
1.0033	0.0927	0.0086	ودام	19		
0.8919	0.1151	-0.0092	الميرة	20		
0.1535	0.5015	0.0654	التحويلية			21
0.6973	0.0946	-0.0148	الاسمنت			22

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

0.9770	0.0792	-0.0188	صناعات قطر	قطاع الصناعة	23	
1.4134	0.2069	0.0316	المستثمرون		24	
0.9348	0.1290	-0.0189	كهرباء وماء		25	
0.5119	0.2350	0.0280	مجمع المناعي		26	
1.1657	0.0996	-0.0064	أعمال		27	
1.0703	0.1025	-0.0250	الخليج الدولية		28	
0.8970	0.5590	0.0586	قطر		قطاع التأمين	29
0.9720	0.2470	0.0058	الدوحة			30
-0.1396	0.1715	0.0150	العامة	31		
1.4385	0.2724	0.0027	الخليج التكافلي	32		
0.4161	0.2593	0.0196	الإسلامية	33		
1.4549	0.1547	0.0002	المتحدة للتنمية	قطاع العقارات		34
1.0116	0.2203	0.0184	بروة			35
1.6803	0.2023	0.0083	ازدان القابضة		36	
4.5789	1.0599	0.1335	مزايا قطر		37	
1.8259	1.4849	0.1885	أوريدو	قطاع الاتصالات	38	
1.8259	1.4373	0.1886	فودافون قطر		39	
0.2483	0.1200	-0.0033	الملاحة	قطاع النقل	40	
0.9520	0.2358	0.0204	مخازن		41	

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

0.8498	0.0700	-0.0031	ناقلات		42
--------	--------	---------	--------	--	----

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق (01)

2- بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

2-1- تحديد عائد ومخاطر ومعدل ترينور للأسهم: لبناء المحفظة الاستثمارية يمكن ترتيب الأسهم

حسب مؤشر ترينور (ترتيباً تنازلياً) ومن خلالها يتم تحديد نسبة مرغوبة السهم للإدخال في المحفظة والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (7-4): يوضح معدل العائد المتوقع ومعامل بيتا ومعدل الفائدة على أذونات

الخزينة ومعدل ترينور لشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2014-2017)

Trynor	β	RF	Ri	الشركة	الرقم
0.26684	-0.14302	0.03031	-0.0079	الأهلي	01
0.22895	0.15346	0.03031	0.0654	التحويلية	02
0.10959	-0.13965	0.03031	0.0150	العامة	03
0.08666	1.82590	0.03031	0.1885	اوريدو	04
0.03157	0.89700	0.03031	0.0586	قطر	05
0.02761	5.73345	0.03031	0.1886	فودافون قطر	06
0.02254	4.57890	0.03031	0.1335	مزايا قطر	07
0.00094	1.41342	0.03031	0.0316	المستثمرون	08
-0.00443	0.51190	0.03031	0.0280	مجمع المناعي	09
-0.00999	1.46190	0.03031	0.0157	الرعاية	10

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

-0.01041	0.95199	0.03031	0.0204	مخازن	11
-0.01176	1.01162	0.03031	0.0184	بروة	12
-0.01312	1.68032	0.03031	0.0083	ازدان القابضة	13
-0.01607	1.46566	0.03031	0.0068	الريان	14
-0.01703	1.21931	0.03031	0.0095	المصرف	14
-0.01866	1.03818	0.03031	0.0109	المجموعة إ قابضة	16
-0.01918	1.43849	0.03031	0.0027	الخليج التكافلي	17
-0.02068	1.45494	0.03031	0.0002	المتحدة للتنمية	18
-0.02162	1.00335	0.03031	0.0086	ودام	19
-0.02527	0.97201	0.03031	0.0058	الدوحة	20
-0.02567	0.41606	0.03031	0.0196	الإسلامية	21
-0.03148	1.16575	0.03031	-0.0064	أعمال	22
-0.03471	0.93968	0.03031	-0.0023	الدولي	23
-0.03489	0.99147	0.03031	-0.0043	دلالة	24
-0.03931	0.84982	0.03031	-0.0031	ناقلات	25
-0.03949	1.01702	0.03031	-0.0099	الطبية	26
-0.03990	0.94029	0.03031	-0.0072	قطر وعمان	27
-0.04267	0.83516	0.03031	-0.0053	الخليجي	28
-0.04428	0.89193	0.03031	-0.0092	الميرة	29
-0.04847	0.74726	0.03031	-0.0059	QNB	30

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

-0.04853	0.52109	0.03031	0.0050	زاد	31
-0.05005	0.81867	0.03031	-0.0107	السلام	32
-0.05028	0.97702	0.03031	-0.0188	صناعات قطر	33
-0.05170	1.07025	0.03031	-0.0250	الخليج الدولية	34
-0.05261	0.93476	0.03031	-0.0189	كهرباء وماء	35
-0.05852	0.80087	0.03031	-0.0166	التجاري	36
-0.06472	0.69733	0.03031	-0.0148	الاسمنت	37
-0.06757	0.66422	0.03031	-0.0146	بنك الدوحة	38
-0.09404	0.52138	0.03031	-0.0187	قطر للوقود	39
-0.10201	0.57101	0.03031	-0.0279	الإحارة	40
-0.13551	0.24834	0.03031	-0.0033	الملاحة	41
-0.15476	0.25018	0.03031	-0.0084	السينما	42

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق (01)

يتضح من خلال الجدول أن أعلى قيمة لترينور هي لسهم شركة الأهلي بقيمة (0.26684)، وأن أقل قيمة لترينور لسهم شركة سيما بقيمة (-0.15476).

2-2- تحديد معدل القطع والأسهم المرشحة للمحافظة المثلى:

بعد حساب مؤشر ترينور وترتيب الأسهم بموجبه تنازليا (من الأعلى إلى الأصغر) ، يمكن حساب قيمة (C_i) وفقا لمعادلتها التي أشرنا إليها سابقا، وعلى أساسها يتم تحديد الأسهم المؤهلة للدخول في المحافظة الاستثمارية والأسهم التي يتم استبعادها وتحديد معدل القطع الأمثل (C^*) ويتم إدخال الأسهم ذات القيمة

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

الأعلى لترينور من قيمة (Ci) واستبعاد الأسهم الأقل قيمة لمؤشر ترينور بالمقارنة مع (Ci) من خلال الجدول التالي.

الجدول رقم (4-8): تحديد معدل القطع والأسهم المرشحة للمحافظة المثلى

Ci	Tyrnor	$1 + \text{VARm} \sum$ B2/VARei	$\sum \text{B2/VARe}$ i	$\sum (\text{Ri} - \text{Rf})$ B/VARei	B2/VA Rei	$(\text{Ri} - \text{Rf})$ B/VARei	الشركة	الترتيب
0.0037	0.2668	1.0139	4.0597	1.0833	4.0597	1.0833	الأهلي	01
0.0037	0.2290	1.0142	4.1533	1.1047	0.0936	0.0214	التحويلية	02
0.0003	0.1096	1.0026	0.7567	0.0941	0.6631	0.0727	العامة	03
0.0007	0.0867	1.0074	2.1752	0.2037	1.5121	0.1310	اوريدو	04
0.0007	0.0316	1.0140	4.0872	0.2123	2.5751	0.0813	قطر	05
0.0017	0.0276	1.0632	18.4878	0.5206	15.9127	0.4393	فودافون قطر	06
0.0026	0.0225	1.1182	34.5777	0.8600	18.6650	0.4207	مزايا قطر	07
0.0013	0.0009	1.2232	65.3230	0.4643	46.6580	0.0437	المستثمرون	08
0.0001	-0.0044	1.1757	51.4037	0.0226	4.7457	-0.0210	مجمع المناعي	09
-	0.0027	-0.0100	1.3831	112.1050	-1.0939	107.359 3	الرعاية	10
-	0.0030	-0.0104	1.4226	123.6647	-1.2427	16.3055	مخازن	11
-	0.0013	-0.0118	1.1278	37.3854	-0.4177	21.0799	بروة	12
-	0.0030	-0.0131	1.3077	90.0510	-1.1527	68.9711	ازدان القابضة	13
-	0.0076	-0.0161	1.9714	284.2504	-4.3638	215.279 3	الريان	14

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- 0.0095	-0.0170	2.3540	396.2193	-6.5413	180.940 0	-3.0823	المصرف	15
- 0.0073	-0.0187	1.7290	213.3355	-3.6869	32.3955	-0.6046	المجموعة إ قابضة	16
- 0.0032	-0.0192	1.2060	60.2847	-1.1394	27.8892	-0.5348	الخليج الكافلي	17
- 0.0058	-0.0207	1.3975	116.3221	-2.3638	88.4329	-1.8290	المتحدة للتنمية	18
- 0.0088	-0.0216	1.7025	205.5831	-4.3612	117.150 2	-2.5322	ودام	19
- 0.0069	-0.0253	1.4532	132.6314	-2.9234	15.4812	-0.3912	الدوحة	20
- 0.0015	-0.0257	1.0617	18.0555	-0.4572	2.5743	-0.0661	الاسلامية	21
- 0.0101	-0.0315	1.4765	139.4509	-4.3746	136.876 6	-4.3085	أعمال	22
- 0.0177	-0.0347	2.1266	329.6767	-11.0010	192.800 0	-6.6925	الدولي	23
- 0.0155	-0.0349	1.8019	234.6542	-8.1527	41.8542	-1.4602	دلالة	24
- 0.0151	-0.0393	1.6474	189.4354	-7.2611	147.581 2	-5.8009	ناقلات	25
- 0.0169	-0.0395	1.7514	219.8879	-8.6566	72.3066	-2.8557	الطبية	26
- 0.0177	-0.0399	1.7996	233.9829	-9.3066	161.676 2	-6.4509	قطر وعمان	27
- 0.0212	-0.0427	2.0604	310.2943	-12.7917	148.618 0	-6.3409	الخليجي	28
- 0.0180	-0.0443	1.7130	208.6470	-8.9987	60.0289	-2.6578	الميرة	29
- 0.0187	-0.0485	1.6559	191.9298	-9.0516	131.900 9	-6.3938	QNB	30
- 0.0188	-0.0485	1.6333	185.3241	-8.9866	53.4232	-2.5929	زاد	31

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

-	0.0164	-0.0500	1.4953	144.9528	-7.1736	91.5296	-4.5807	السلام	32
-	0.0228	-0.0503	1.8329	243.7367	-12.2341	152.207 0	-7.6534	صناعات قطر	33
-	0.0240	-0.0517	1.8928	261.2652	-13.2921	109.058 1	-5.6387	الخليج الدولية	34
-	0.0185	-0.0526	1.5523	161.6057	-8.4031	52.5476	-2.7644	كهرباء وماء	35
-	0.0216	-0.0585	1.6154	180.0935	-10.2289	127.545 9	-7.4645	التجاري	36
-	0.0231	-0.0647	1.6214	181.8317	-10.9779	54.2858	-3.5134	الاسمنت	37
-	0.0222	-0.0676	1.5001	146.3408	-9.7336	92.0550	-6.2202	بنك الدوحة	38
-	0.0245	-0.0940	1.4720	138.1265	-10.5526	46.0715	-4.3324	قطر للوقود	39
-	0.0213	-0.1020	1.2789	81.6151	-7.9584	35.5437	-3.6260	الإجارة	40
-	0.0127	-0.1355	1.1361	39.8294	-4.2067	4.2858	-0.5808	الملاحة	41
-	0.0070	-0.1548	1.0493	14.4229	-2.1496	10.1371	-1.5688	السينما	42

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الملحق (01)

جميع الأسهم التي لديها نسب عائد فائض على بيتا أعلى من معدل القسط يتم اختيارها والبقية يتم رفضها واستبعادها وقيمة (C^*) تحسب بضوء خصائص جميع الأسهم التي تنتمي إلى المحفظة المثلى، ولغرض تحديد (C^*) فإنه من الضروري حساب قيمته، ومعدل القسط الأمثل قد بلغ (0.0026)، وقد بلغ عدد الأسهم الداخلة في المحفظة الاستثمارية المثلى هي 7 أسهم فقط من 42 سهما تمثلت هذه الأسهم في ما يلي (الأهلي، التحويلية، العامة، أوريدو، قطر، فودافون قطر، مزايا قطر).

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

2-3- تحديد الوزن الاستثماري لكل سهم في المحفظة المثلى:

بعد تحديد الأسهم الداخلة في المحفظة الاستثمارية، فإن الخطوة التي تليها هي تحديد أوزان النسبية للأسهم الشركات وهذا يتطلب حساب (Z_i) وبحسب المعادلة التي ذكرناها سابقاً، والجدول التالي يوضح النتائج، حيث تحصل سهم شركة الأهلي على أعلى حصة من المحفظة.

الجدول رقم (9-4): يوضح الوزن الاستثماري لكل سهم داخل في المحفظة الاستثمارية المثلى

الترتيب	الشركة	$Tynor - C^*$	Z_i	W_i
01	الأهلي	0.2642	-7.4997	0.9912
02	التحويلية	0.2263	0.1381	-0.0182
03	العامّة	0.1070	-0.5079	0.0671
04	اوريدو	0.0840	0.0696	-0.0092
05	قطر	0.0289	0.0831	-0.0110
06	فودافون قطر	0.0250	0.0693	-0.0092
\sum المجموع	-	-	-7.5664	1

المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الثالث: تحديد واختيار الاستثمار في الأسهم باستخدام التحليل الفني

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد قرار الاستثماري من خلال تحديد قرار الدخول والخروج بواسطة مؤشرات التحليل الفني والمتمثلة في مؤشر التقارب والتباعد، ومؤشر القوة النسبية، ومؤشرات المتوسطات المتحركة، ومؤشر ستوكاستيك، ومؤشر تدفق السيولة، وسنعمد على برنامج (tickerchart trend) في جلب البيانات اللازمة عن أسهم المنشأة والسوق محل الدراسة، وكذا الاعتماد عليه في رسم الخرائط الفنية، وتمثيل المؤشرات المستخدمة في دراستنا هذه.

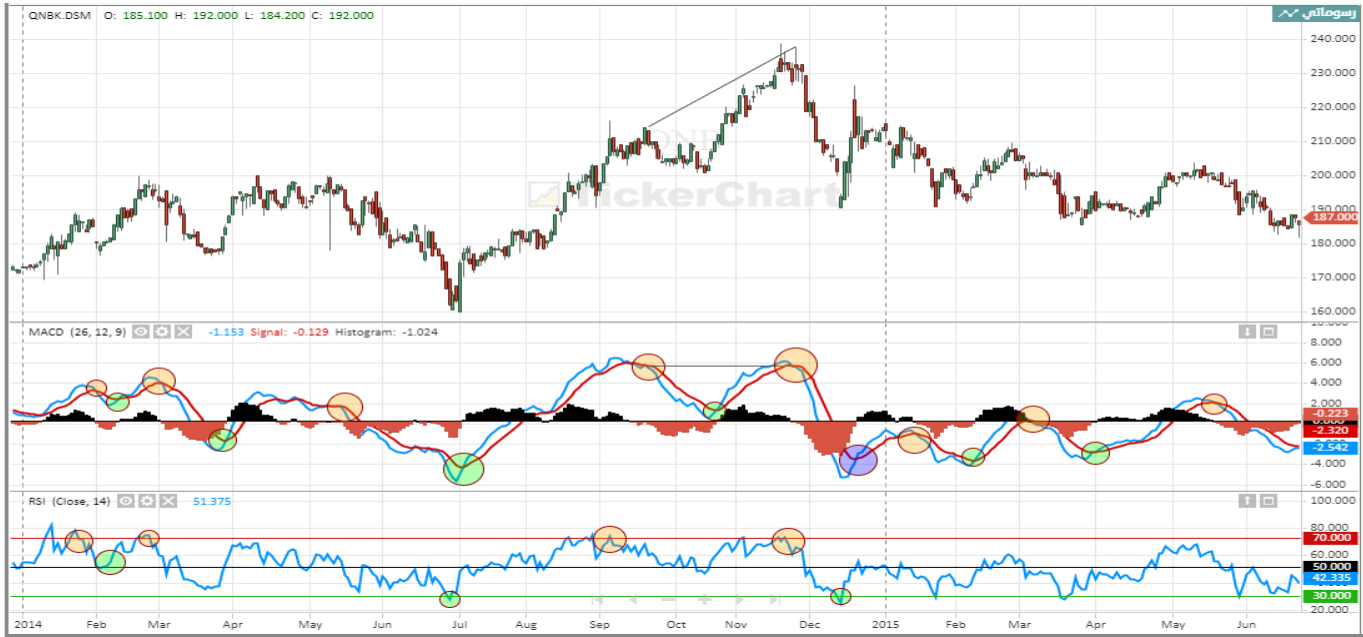
المطلب الأول: تحديد واختيار الأسهم باستخدام مؤشر التقارب والتباعد ومؤشر القوة النسبية

أولاً : تطبيق مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ومؤشر القوة النسبية (RSI) على منحنى حركة

سعر سهم بنك قطر QNB (قطر) خلال الفترة (2014/01/01 – 2015/06/01) :

الشكل رقم (4-4): يوضح تطبيق مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ومؤشر القوة النسبية (RSI) على

منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB خلال الفترة (2014/01/01 – 2015/06/01)



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج تكتشارت ترند

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

تحليل الشكل: يوضح الشكل (4-4) ثلاثة منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر سهم البنك QNB، أما الثاني مؤشر التقارب والتباعد (MACD)، أما السفلي فيمثل مؤشر القوة النسبية (RSI) وسيتم تحليل كل مؤشر كما يلي:

1- تحليل مؤشر التقارب والتباعد (MACD) لسهم بنك قطر خلال الفترة (2014/01/01 - 2015/06/01):

من خلال الشكل نلاحظ ظهور مجموعة من إشارات الدخول والخروج حيث كانت على الشكل التالي:

- بتاريخ 2014/02/02 أعطى المؤشر إشارة بيع عند تقاطع مؤشر الماكد السريع من الأعلى وبعد ارتفاع كبير للمتوسطين المتحركين السريع والبطيء وذلك عند النقطة (13.937)، حيث أثبت المؤشر حركة السهم ذلك من خلال الانخفاض المستمر إلى غاية 2014/03/31.

- بتاريخ 2014/02/12 ظهور إشارة شراء واضحة عندما تقاطع مؤشر الماكد السريع مع المؤشر البطيء من الأعلى وذلك عند القطة (13.577) ليبدأ المؤشر بعدها بالارتفاع.

- بتاريخ 2014/03/04 أعطى مؤشر الماكد نقطة أخرى ايجابية معلنا عن بداية ارتفاع سعر السهم وذلك بتقاطع المؤشر السريع مع المؤشر البطيء من الأسفل وذلك من خلال (13.485) نقطة وهذا التقاطع حدث فوق خط الصفر لمؤشر الماكد فهي نقطة ايجابية ودالة على الاتجاه العام لسعر السهم في الارتفاع.

- بتاريخ 2014/03/31 ظهور إشارة شراء جديدة وذلك بتقاطع المتوسطين عند النقطة (14.220) وذلك بعد انخفاض كبير للمؤشرين مما تعتبر هذه الإشارة قوية رغم أنها تحت خط الصفر ونلاحظ بعد استمرار الخطين في الارتفاع والاقتراب من خط الصفر إضافة إلى ذلك تباعد الخطين السريع والبطيء، يعطي إشارة أن السعر يبدأ في تكوين خط تصاعدي متعرج وذلك بسبب تسارع قوة دفع السعر في البورصة.

- بتاريخ 2014/05/15 ظهور إشارة بيع أخرى عند النقطة (14.334) ليبدأ المؤشر بعدها في الانخفاض.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2014/07/01 ظهور إشارة بيع أخرى وذلك عند تقاطع متوسط الماكد السريع مع المتوسط الماكد البطيء عند النقطة (12.178) وذلك بإعطاء إشارة شراء قوية وذلك من خلال إعطاء إشارة من المتوسط السريع عندما حدث له زيادة كبيرة في الانخفاض تفوق الانخفاض السابق بالإضافة إلى تباعده عن خط الماكد البطيء وخط الصفر الأساسي فهي تعطي إشارة بأن السعر قد تمادى بعيدا في الانخفاض لينذر بارتداد في السعر.

- بتاريخ 2014/09/18 ظهور إشارة بيع قوية عند النقطة (15.790) وذلك بعد ارتفاع كبير للمتوسطين الماكد السريع والبطيء وفوق مستوى الصفر بكثير محققا ارتفاعا أكبر من سابقتها (ذروة جديد) مشيرا إلى أنه سيحدث تغير في اتجاه السعر.

- بتاريخ 2014/10/23 ظهور إشارة شراء قوية عند النقطة (15.790) وذلك بعد ارتداد مؤشر الماكد السريع بعد تمادي في الانخفاض وابتعاده على متوسط الماكد البطيء.

- بتاريخ 2014/11/25 إشارة بيع قوية جدا عند النقطة (17.431) وذلك بعد ارتفاع كبير للمتوسطين البطيء والسريع وتشكل بما يعرف (الدايفرجنس)، وهو الاختلاف أو التباعد أو الانحراف، وهي أداة انعكاسية عاكسة للاتجاه ويأتي بعد الاتجاه الصاعد ليحوطه إلى هابط وبعد الاتجاه الهابط ليحوطه إلى صاعد. والدايفرجنس يعني الاختلاف بين حركة السعر وأحد المؤشرات الفنية الخاصة بالتذبذب، فلا أحد يختلف على جودة الدايفرجنس وفعاليتها في التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية.

- بتاريخ 2014/12/22 ظهور إشارة شراء كاذبة (متأخرة) عند النقطة (16.339) عند النقطة وذلك تحت خط الصفر وانخفاض كبير في سعر السهم وذلك بعد الدايفرجنس خلال فترة قصيرة وانخفاض كبير في قوة دفع حركة السعر وفي هذه الفترة لا يفضل الشراء.

- بتاريخ 2015/01/18 ظهور إشارة بيع صحيحة بعد تقاطع المتوسطين تحت خط الصفر عند النقطة (15752).

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2015/02/11 ظهور إشارة شراء قوية عند تقاطع المتوسطين السريع والبطيء تحت خط الصفر مع تباعد الخطين بثبات إلا أنها لم تحقق ربحاً كبيراً.
 - بتاريخ 2015/03/08 ظهور إشارة بيع أخرى عند تقاطع المتوسطين السريع والبطيء مع خط الصفر عند النقطة (14.996) مما تعطي إشارة بيع قوية.
 - بتاريخ 2015/04/02 ظهور إشارة شراء أخرى عند تقاطع المتوسطين لكن تحت خط الصفر عند النقطة (14.258) ليرتفع السعر بعدها بمدة طويلة رغم هذا الارتفاع لم يحقق ربح كبير وهذا راجع لأن الاتجاه العام للسعر هابط.
 - بتاريخ 2015/05/20 ظهور إشارة بيع قوية بسبب تقاطع المتوسطين وهو تحت خط الصفر بالإضافة إلى تكوين ارتفاع جديد بعد مدة زمنية طويلة فهي إشارة بيع قوية تدل على انخفاض السعر.
- 2- تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) لسهم بنك قطر خلال الفترة (2014/01/01-2015/06/01):**
- من خلال مؤشر القوة النسبية نلاحظ عدة إشارات دخول وخروج للسوق إلا أنها قليلة والمتمثلة فيما يلي :
- بتاريخ 2014/12/26 ظهور إشارة بيع عند النقطة (185.225) وذلك عند تجاوز مؤشر القوة النسبية RSI خط 70% الذي يشير عند تحطيه إلى تشبع عمليات الشراء وان حوكة سعر السهم سوف تتغير وأول إشارة بانعكاس مؤشر RSI تعتبر إشارة شراء.
 - بتاريخ 2014/02/09 ظهور إشارة شراء عند النقطة (180.497) وذلك عند اختراق RSI خط 50%، حيث تظهر تشبع عمليات البيع وأن السعر سوف يغير اتجاهه.
 - بتاريخ 2014/02/26 ظهور إشارة بيع عند النقطة (195.504) وذلك عند اختراق المؤشر خط 50%.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- من الفترة 2014/02/26 إلى غاية 2014/06/30 لم يعطي مؤشر RSI أي إشارة بيع أو إشارة إلا أن المؤشر أعطى إشارات توضح مسار منحنى سعر السهم فإذا كان مسار مؤشر RSI بين خطي 50% و 70% فإن مؤشر يتجه في مسار صعودي أم إذا كان مؤشر RSI بين خطي 30% و 50% فإن مسار منحنى سعر السهم هبوطي.
- بتاريخ 2014/06/30 ظهور إشارة شراء بعد تحطمي مؤشر RSI خط 30% وهي عبارة عن تشبع بيعي ليرتفع بعدها المؤشر ويواصل سعر السهم في الصعود ويؤكد ذلك نقاط الدعم التي تشكلت على خط 50% خلال 2014/09/01 إلى غاية 2014/08/10 ليستمر بعدها المؤشر في مساره الصعودي الذي يشتهه مؤشر RSI خلال الفترة 2014/08/10 إلى غاية 2014/09/07 وذلك لارتداده في مجال 50% إلى 70%.
- بتاريخ 2014/09/07 ظهور إشارة بيع عند النقطة (205.387) فهي إشارة صحيحة للخروج من السوق.
- بتاريخ 2014/11/23 ظهور إشارة بيع جديدة وتشكل ما يسمى الدايفرجنس مما يشير إلى أن السعر سوف يتغير، وكانت صحيحة حيث تغير اتجاه السعر وأصبح السوق في حالة هبوط.
- بتاريخ 2014/12/14 ظهور إشارة شراء جديدة وصحيحة عند النقطة (191.478)، وبعد هذا التاريخ إلى غاية جوان 2015 لم يعطي مؤشر القوة النسبية إشارة شراء أو بيع، حيث اكتفى بتوضيح مسار سعر السهم حيث كان في مسار هبوطي من خلال تذبذب مؤشر RSI في مجال 30% و 50%.

3- تحليل المؤشرين معا

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤشرين أشارا إلى العديد من إشارات الدخول والخروج من السوق إلا أننا لاحظنا أن مؤشر الماكد متأخر قليلا في إعطاء إشارات الدخول والخروج الأمر الذي أدى إلى إعطاء إشارة كاذبة بتاريخ 2014/12/22 عند النقطة (16.339)، أما فيما يخص عدد إشارات الدخول والخروج

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

لاحظت أن مؤشر الماكد أعطى عدد كبير من إشارات البيع والشراء الأمر الذي يؤدي بالمضارب إلى تحقيق العديد من الأرباح من خلال استخدام إستراتيجية الدخول والخروج من السوق .

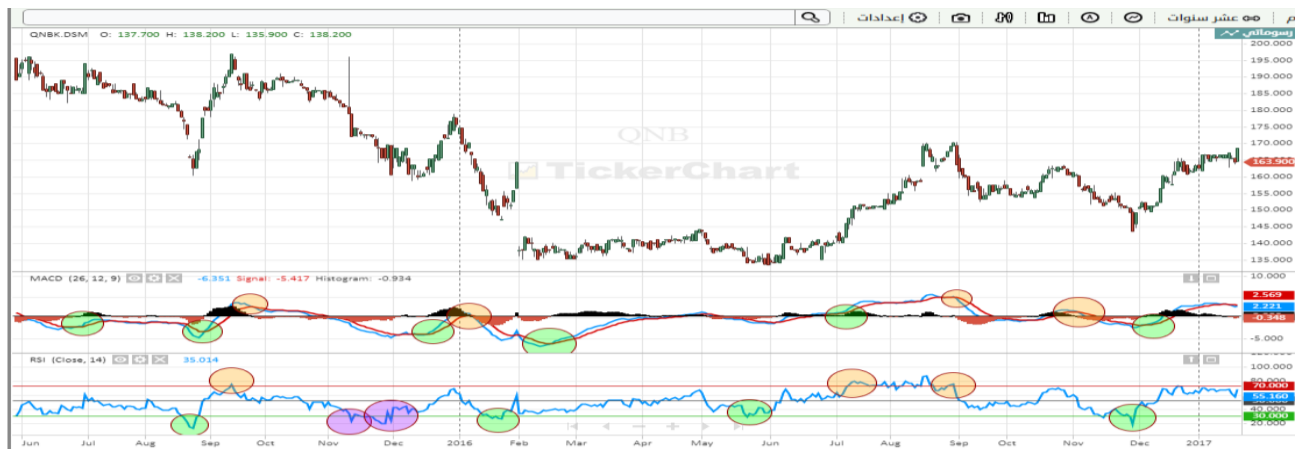
أما مؤشر RSI لم يعطي إشارات دخول وخروج كثيرة فالإشارات التي أشار إليها كانت إشارات صحيحة وسريعة مقارنة مع مؤشر الماكد، حيث يستطيع المضارب أن يعتمد على هذا المؤشر كثيرا لأنه لا يعطي إشارات كثيرة، فهو يشير فقط إلى الإشارات المؤكدة سواء في البيع أو الشراء، بالإضافة أنه لا يعطي إشارات الشراء والبيع إذا كان السوق في حالة هبوط.

ثانيا: تطبيق مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ومؤشر القوة النسبية (RSI) على منحنى حركة

سعر سهم بنك قطر QNB (قطر) خلال الفترة (2015/06/01 – 2016/12/01)

الشكل رقم (4-5): يوضح تطبيق مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ومؤشر القوة النسبية (RSI) على

منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB خلال الفترة (2015/06/01 – 2016/12/01)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج تكتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (4-5) ثلاثة منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر سهم البنك QNB ، أما الثاني مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ، أما السفلي فيمثل مؤشر القوة النسبية (RSI) وسيتم تحليل كل مؤشر كما يلي :

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

1- تحليل مؤشر التقارب والتباعد (MACD) لسهم بنك قطر خلال الفترة (2015/06/01 - 2016/12/01):

من خلال الشكل (4-5) نلاحظ ظهور مجموعة من إشارات الدخول والخروج، حيث كانت على الشكل التالي:

- بتاريخ 2015/06/30 ظهور إشارة شراء كاذبة عند النقطة (183.574) حيث انخفض السعر بعدها مباشرة، ولم يعطي المؤشر بعدها إشارة بيع.
- ظهور إشارة شراء عند النقطة (176.658) إشارة شراء قوية وذلك بعد تقاطع مؤشر الماكد السريع البطيء وبعد ابتعاد المؤشر السريع أكثر على المؤشر البطيء.
- بتاريخ 2015/09/21 ظهور إشارة بيع مؤكدة عند النقطة (184.128) وهي تعتبر إشارة بيع قوية وذلك من خلال ملاحظة التباعد المتواصل لمؤشر الماكد السريع إلى أن غير اتجاهه بالنزول ليتقاطع مع مؤشر الماكد البطيء مشيراً إلى إشارة بيع.
- بتاريخ 2015/12/16 ظهور إشارة شراء عند النقطة (161.995) بعد تقاطع مؤشر الماكد وبعد تزواج المؤشرين لفترة قصيرة قبل حدوث التقاطع.
- بتاريخ 2016/01/07 ظهور إشارة بيع قوية عند النقطة (166.145) وهذا بعد تقاطع مؤشر الماكد السريع مع خط الصفر.
- بتاريخ 2016/02/17 ظهور إشارة شراء قوية عند النقطة (137.650) من خلال تقاطع مؤشري الماكد البطيء والسريع وهذا بعد انخفاض كبير تحت خط الصفر.
- بتاريخ 2016/05/03 ظهور إشارة شراء صحيحة عند النقطة (140.140) وهذا بعد تقاطع مؤشري الماكد السريع والبطيء.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2016/07/06 ظهور إشارة شراء قوية وذلك عند تقاطع مؤشري الماكد ومواصلته في الارتفاع ليثبت في زيادة سعر السهم.
 - بتاريخ 2016/08/31 ظهور إشارة بيع قوية وذلك بعد ارتفاع مؤشر الماكد مشكلا قمة جديدة وتقاطع المؤشرين.
 - بتاريخ 2016/10/31 ظهور إشارة بيع صحيحة عند النقطة (161.500) ليواصل بعدها السعر بالانخفاض.
 - بتاريخ 2016/12/11 ظهور إشارة شراء صحيحة عند النقطة (161.915) ليواصل بعدها السهم في الارتفاع.
- 2- تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) لسهم بنك قطر خلال الفترة (2015/06/01-2016/12/01):**
- من خلال الشكل رقم (4-5) نلاحظ إن مؤشر RSI أعطى عدة إشارات بيع وشراء والمتمثلة فيما يلي:
- بتاريخ 2016/08/24 عند النقطة (160.997) فقد أشار مؤشر RSI إلى تشبع كبير في البيع بعد تخطيه خط 30% وكانت هذه الإشارة إشارة مبكرة وصحيحة فقد ارتفع السعر بعدها.
 - بتاريخ 2015/09/13 عند النقطة (193.257) فقد أشار مؤشر RSI إلى إشارة بيع صحيحة بعد تخطيه خط 70%.
 - إشارة مؤشر RSI إشارتي شراء خاطئتين الأولى إشارة شراء بتاريخ 2015/11/12 عند النقطة (171.845) والثانية إشارة بيع بتاريخ 2015/02/01 عند النقطة (164.781).
 - أشار مؤشر RSI إلى إشارتي شراء صحيحتين الأولى بتاريخ 2016/01/26 عند النقطة (150.000) والثانية بتاريخ 20 ماي (2016) عند النقطة (138.000).

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2016/08/28 ظهور إشارة بيع صحيح وهذا بعد تخطي مؤشر RSI خط 70% مشيراً إلى وجود تشبع شراء ومنذراً بانعكاس حكة سعر السهم.
- بتاريخ 2016/11/29 عند النقطة (150.000) فقد أشار مؤشر RSI إلى إشارة شراء صحيحة بعد تخطيه خط 50% مشيراً إلى وجود تشبع بيعي ومشيراً إلى أن السهم سوف يعكس حركته.

3- تحليل المؤشرين معا

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤشرين أشارا إلى العديد من إشارات الدخول والخروج من السوق والمتمثلة فيما يلي:

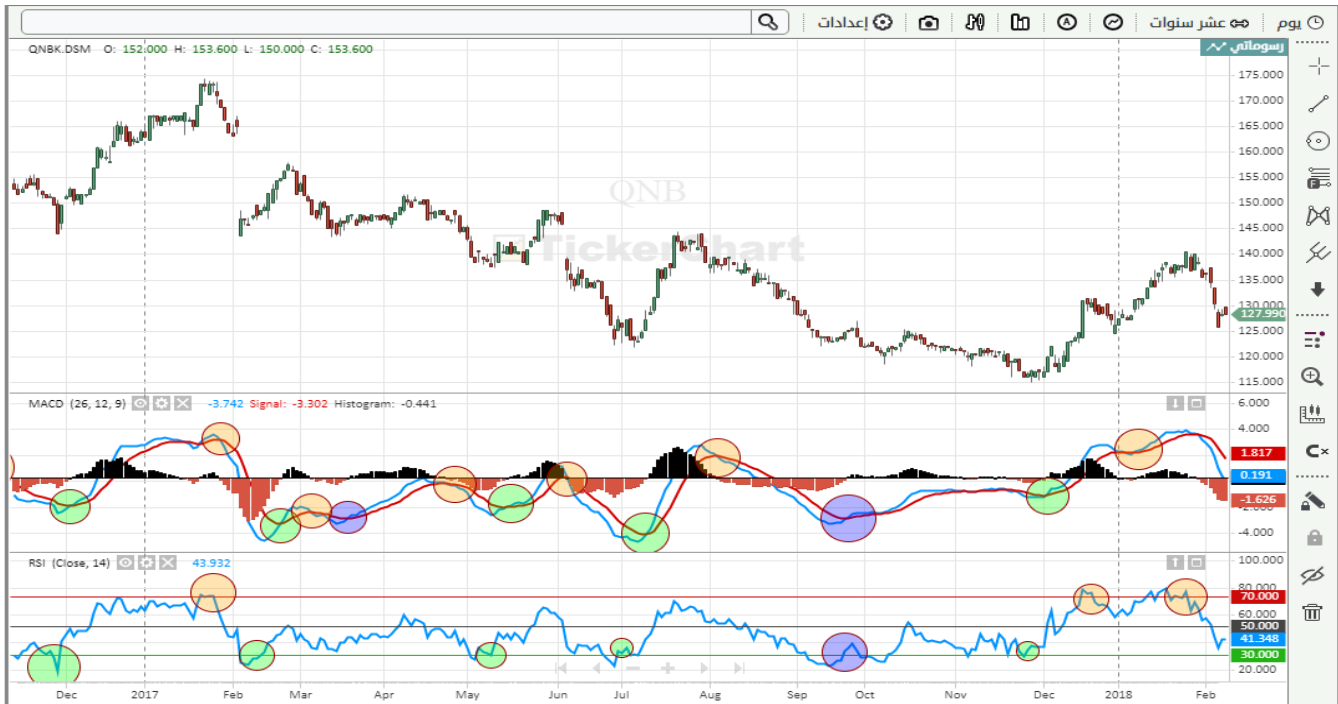
- بتاريخ 2015/06/30 عند ظهور إشارة الشراء الكاذبة بتاريخ 2015/06/30 لاحظنا أن مؤشر RSI لم يعطي إشارة تشبع بيعي بل بقي يتذبذب على خط 50% موضحاً أن الاتجاه العام لحركة السعر في هبوط.
- بتاريخ 2015/08/24 إعطاء مؤشر RSI إشارة قوية تشير إلى تشبع كبير في البيع وهي فرصة دخول جيدة ونلاحظ تأكيد هذه الإشارة من مؤشر الماكد إلا أنها كانت متأخرة بتاريخ 2015/08/30 لتضيق فرصة تحقيق أرباح، إلا أنها تعتبر إشارة تأكيد حقيقية لانعكاس السعر بالنسبة للمضارب المتحفظ.
- ظهور إشارتين شراء خاطئتين بتاريخ 2015/11/12 من مؤشر RSI، حيث لم يعطي مؤشر الماكد أي إشارة شراء بل حدث في هذه الفترة تزاوج بين المؤشرين ثم أعطى الإشارة الصحيحة، حيث لم يشر إليها مؤشر RSI.
- بتاريخ 2016/01/07 لم يشر مؤشر RSI إلى الإشارة البيع التي أشار إليها مؤشر الماكد.
- بتاريخ 2016/01/24 أعطى مؤشر RSI إشارة تشبع بيعي معلنا عن إشارة شراء، إلا أن مؤشر الماكد لم يعطي الإشارة.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2016/05/23 أعطى مؤشر RSI إشارة شراء ولم يعطي مؤشر الماكد إشارة شراء بالإضافة إلى مؤشر RSI لم يعطي إشارة بيع.
- بتاريخ 2016/07/06 أعطى المؤشرين إشارات متضادتين حيث أعطى مؤشر الماكد إشارة شراء، أما مؤشر RSI فأعطى إشارة بيع وإشارة مؤشر RSI كانت بعد إشارة مؤشر الماكد.
- بتاريخ 2016/08/31 إعطاء كلا من المؤشرين إشارة بيع قوية وكانت صحيحة حتى فارق الزمن لم يكن كبير بين المؤشرين.
- بتاريخ 2016/11/30 أعطى مؤشر RSI إشارة شراء صحيحة إلا أن مؤشر الماكد أعطى إشارة شراء متأخرة.

ثالثاً: تطبيق مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ومؤشر القوة النسبية (RSI) على منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB (قطر) خلال الفترة (2016/12/01 – 2017/12/30) .

الشكل رقم (4-6): يوضح تطبيق مؤشر التقارب والتباعد (MACD) ومؤشر القوة النسبية (RSI) على منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB خلال الفترة (2016/12/01 – 2017/12/30) .



الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج تكتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (4-6) ثلاثة منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حوكة سعر سهم البنك QNB، أما الثاني مؤشر التقارب والتباعد (MACD)، أما السفلي فيمثل مؤشر القوة النسبية (RSI) وسيتم تحليل كل مؤشر كما يلي :

1- تحليل مؤشر التقارب والتباعد (MACD) لسهم بنك قطر خلال الفترة (2016/12/01 - 2017/12/30):

من خلال الشكل نلاحظ ظهور مجموعة من إشارات الدخول والخروج حيث كانت على الشكل التالي :

- بتاريخ 2016/12/05 ظهور إشارة شراء قوية عند النقطة (150.032) بعدما تقاطع مؤشر الماكد السريع والبطيء وبعد ابتعاد مؤشر السريع على المؤشر البطيء مما يدل على اتجاه حركة السعر سوف يتغير.
- بتاريخ 2017/01/26 ظهور إشارة بيع عند نقطة (169.861) وذلك بعد ارتفاع لمؤشر الماكد واستقراره لفترة طويلة خط الصفر عند تقاطع المؤشرين مما يشير إلى تغير السعر.
- بتاريخ 2017/02/23 ظهور إشارة بيع عند النقطة (159.925) وذلك بتقاطع المؤشرين السريع والبطيء وبعد ابتعاد كل منهما على الآخر ليعطي إشارة قوية على تغير السعر، رغم ظهورها تحت خط الصفر.
- بتاريخ 2017/03/06 ظهور إشارة بيع عند النقطة (150.289) بعد تقاطع مؤشري الماكد.
- بتاريخ 2017/03/20 ظهور إشارة شراء عند النقطة (145.912) عند تقاطع المؤشرين السريع والبطيء إلا أن هذه الإشارة لم تحقق ربح لأن السعر بعدها انخفض والمؤشر لم يعطي إشارة بيع إلا في وقت متأخر وذلك بتاريخ 2017/04/24 عند النقطة (146.169).
- بتاريخ 2017/05/16 ظهور إشارة شراء كاذبة عند النقطة (141.019) حيث انخفض السعر بعدها.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2017/06/05 ظهور إشارة بيع صحيحة وقوية عند خط الصفر عند النقطة (138.444) أدت هذه النقطة لتفادي خسائر كبيرة حيث انخفض السعر انخفاضاً كبيراً ليعطي بعدها إشارة شراء بتاريخ 2017/07/10 عند النقطة (126.598) وذلك بعد تشبع في البيع وابتعاد متوسط السريع الماكد على المؤشر البطيء.
 - بتاريخ 2017/08/06 ظهور إشارة بيع قوي وذلك بعد ارتفاع مؤشر الماكد فوق خط الصفر وتحقيق قمة أعلى من القمم السابقة مع تباعد مؤشر الماكد السريع على البطيء ليحدث بعدها التقاطع المؤشرين السريع والبطيء، ليعطي إشارة بيع صحيحة وقوية.
 - بتاريخ 2017/09/25 ظهور إشارة شراء كاذبة أخرى رغم وجود تقاطع ونزول مؤشر الماكد تحت خط الصفر وابتعاد المؤشر السريع على المؤشر البطيء.
 - بتاريخ 2017/12/04 ظهور إشارة شراء عند النقطة (120.160) وهذا بعد تقاطع مؤشري الماكد.
- 2- تحليل مؤشر القوة النسبية (RSI) لسهم بنك قطر خلال الفترة (2016/12/01-2017/12/30):**
- من خلال الشكل رقم (4-5) نلاحظ ظهور العديد من إشارات البيع والشراء في مؤشر RSI إلا أن عددها أقل من الإشارات العديدة التي أظهرها مؤشر الماكد وتمثل الإشارات فيما يلي:
- بتاريخ 2016/11/30 ظهور إشارة شراء قوية عند النقطة (148.744) وذلك بعد تحطّي مؤشر RSI معلنا عن تشبع بيعي.
 - بتاريخ 2017/01/25 ظهور إشارة بيع قوية عند النقطة (191.921) وذلك بعد تحطّي مؤشر RSI خط 70% ليعطي إشارة انعكاس مؤشر جوكة سعر السهم الذي احتفظ بمساره الصعودي معلنا عن نهاية قمة صعودية جديدة.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بتاريخ 2017/02/16 ظهور إشارة شراء جديدة قوية وصحيحة عند النقطة (147.972) عند تحطبي مؤشر RSI خط 30% ليستمر بعدها المؤشر في التذبذب بين خطي 30% و50% معلنا بأن الاتجاه العام للمؤشر في حالة هبوط.
- إعطاء إشارتي شراء قويتين الأولى بتاريخ 2017/05/10 عند النقطة (138.444) والثانية بتاريخ 2017/06/22 دون إعطاء إشارة خروج (بيع).
- بتاريخ 2017/09/24 إعطاء إشارة شراء كاذبة عند النقطة (124.281).
- بتاريخ 2017/11/26 ظهور إشارة شراء عند النقطة (11.298) عند تحطبي مؤشر RSI خط 70% حيث كانت مبكرة ودقيقة، حيث تحرك بعدها مؤشر سعر السهم إلى الصعود.
- بتاريخ 2017/12/24 ظهور إشارة بيع قوية عندما تحطى مؤشر RSI خط 70% حيث كانت الإشارة صحيحة ومبكرة.

3- تحليل المؤشرين معا

- من خلال تحليلنا إلى المؤشرين (الماكد ومؤشر القوة النسبية) وجدنا أن إشارات شراء مؤشر الماكد كانت أكثر من مؤشر RSI.
- يعطي مؤشر RSI إشارة شراء أكثر من إشارات البيع، وإن أعطى إشارة بيع ستكون قوية، أما إشارات البيع فكانت قليلة، وإن أعطى إشارة فهي صحيحة وقوية
 - لاحظت إعطاء مؤشر RSI نقطتي شراء بتاريخ 2016/05/10 و2016/06/22 دون إعطاء إشارة بيع، فإذا اعتمد المضارب على المؤشر RSI في التداول فإنه سيخسر وذلك بدخوله دخول سليم من خلال إشارة الشراء الذي يشير إليها المؤشر وعدم حصوله على إشارة بيع للخروج من السوق وتحقيق الأرباح.
 - حيث لاحظنا تطابق في العديد من إشارات الشراء بين المؤشرين (الماكد ومؤشر القوة النسبية).

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

- بينما مؤشر الماكد فلاحظنا أنه يعطي إشارات كثيرة للدخول والخروج وهذا مما يعطي للمضارب فرصا أكثر لتحقيق أرباحا.

المطلب الثاني: تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك

أولاً: تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB (قطر) خلال الفترة (2014/01/01 – 2015/08/01)

الشكل رقم (4-7): تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB خلال الفترة (2014/01/01 – 2015/08/01)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج تكتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (4-7) أربعة منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر سهم البنك QNB ، بالإضافة إلى مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة، يليه مؤشر تدفق السيولة ، أما السفلي فيمثل مؤشر ستوكاستيك وسيتم تحليل كل مؤشر كما يلي :

1- تحليل مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة (20،10) على حركة سعر سهم بنك QNB:

من خلال منحنى المتوسطات المتحركة البسيطة نلاحظ ظهور العديد من إشارات الشراء والبيع صحيحة، حيث ظهرت سبعة إشارات شراء وسبعة إشارات بيع، حيث حققت كل الإشارات أرباح معتبرة، حيث إن النقطة التي حققت أرباح كبيرة كانت بتاريخ 2014/07/13 عند النقطة (173.975) وكانت إشارة البيع (الخروج) عند تاريخ 2014/10/02 عند النقطة (205.961)، ولاحظنا أن الدخول في عمليات التداول مع اتجاه السوق تحقق أرباح كبيرة مثلما هو مشار إليه خلال الفترة (جانفي 2014 إلى غاية ديسمبر 2014)، أما خلال الفترة (ديسمبر 2014 إلى غاية أوت 2015) فقد كان السوق في اتجاه هبوط، فإن إشارات البيع والشراء لم تحقق أرباح كبيرة، حتى فترة الدخول والخروج من السوق لم تكن طويلة.

2- مؤشر تدفق السيولة MFI:

من خلال الشكل نلاحظ ظهور إشارات شراء وبيع عديدة حيث ظهرت سبعة إشارات بيع وإشارتين شراء كلها صحيحة، حيث إن النقطة التي حققت أرباح كبيرة كانت إشارة الشراء بتاريخ 2014/06/04 عند النقطة (179.875) وإشارة البيع كانت بتاريخ 2014/09/07 عند النقطة (205.961)، أما الإشارة الثانية فكانت بتاريخ 2014/12/16 عند النقطة (200.681) أما إشارة البيع بتاريخ 2015/01/07 عند النقطة (211.511) فهي لم تحقق أرباح كبيرة وكذلك كانت فترة التداول (الدخول والخروج) قصيرة.

3- مؤشر ستوكاستيك:

من خلال الشكل نلاحظ العديد من إشارات البيع والشراء، حيث أشار المؤشر إلى 11 عشرة إشارة بيع تخطت خط 80%، وسبعة إشارات شراء إحداها خاطئة بتاريخ 2015/08/03 عند النقطة (183.291)، حيث كانت إشارات البيع سريعة وفي فترة قصيرة بين الإشارة والأخرى، حيث إن النقطة التي حققت أرباح كبيرة كانت إشارة الشراء بتاريخ 2014/12/15 عند النقطة (202.545) ونقطة إشارة البيع بتاريخ 2015/03/03 عند النقطة (203.476).

4- تحليل المؤشرات الثلاثة معا:

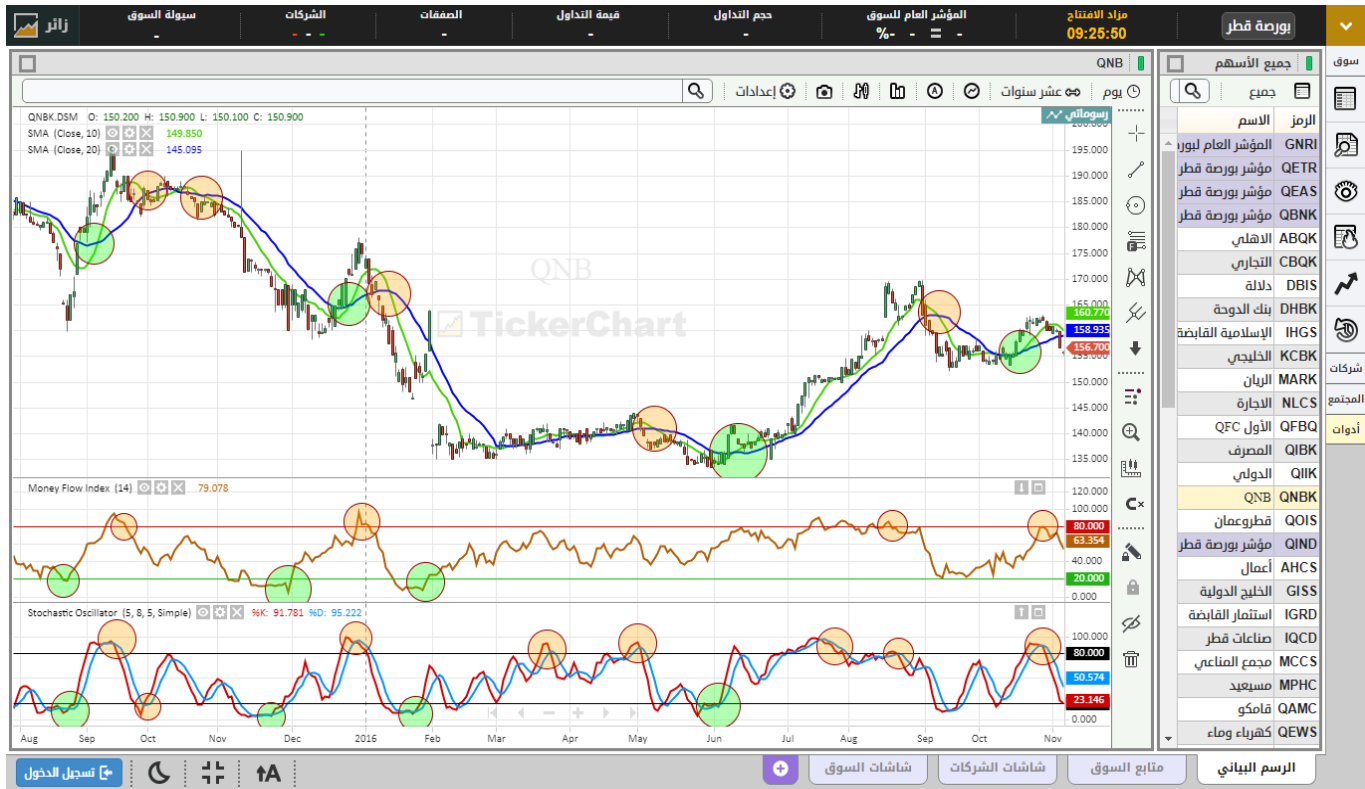
من خلال المؤشرات الثلاثة لاحظنا ما يلي:

- مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة يعطي أكثر إشارات بيع وشراء إلا أن هذه المؤشرات كانت معظمها متأخرة قليلة مع حركة سعر السهم.
- مؤشر ستوكاستيك كانت استجابته الأسرع من المؤشرات الأخرى (المتوسطات المتحركة وتدفق السيولة) حيث لاحظنا أن حركة مؤشر ستوكاستيك كانت جيدة في إشارات الشراء، حيث كانت أحسن إشارات الدخول مقارنة مع المؤشرات الأخرى المستخدمة.
- إن مؤشر تدفق السيولة MFI لم يوفق كثيرا في إشارات الشراء حيث أعطى إشارتين فقط، أما إشارات البيع فكانت جيدة سريعة، وكانت بكثرة هذا ما يدل على أن هذا المؤشر حساس جدا في حالة خروج حيث أن كل الإشارات البيع كانت صحيحة، إلا أنها مبكرة قد يستخدمها المتداول كإشارة إنذار لتغير السعر.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

ثانياً: تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB خلال الفترة (2015/08/01 – 2016/11/01)

الشكل رقم (4-8): تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحنى حركة سعر سهم بنك قطر QNB (قطر) خلال الفترة (2015/08/01 – 2016/11/01)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج تكتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (4-7) أربعة منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر سهم البنك QNB ، بالإضافة إلى مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة، يليه مؤشر تدفق السيولة ، أما السفلي فيمثل مؤشر ستوكاستيك وسيتم تحليل كل مؤشر كما يلي :

1- تحليل مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة (10،20) على حركة سعر سهم بنك QNB:

من خلال الشكل(4-7) لاحظنا ظهور عدد قليل من إشارات الشراء والبيع، حيث 4 إشارات شراء و5 إشارات بيع للمؤشر وهذا راجع للاتجاه العام للسوق حيث كان السوق في اتجاه هابط، بالتالي لا تحقق

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

عمليات التداول أرباح كبيرة ، حيث كانت إشارات الشراء والبيع بطيئة، فقد لاحظنا إشارة بيع و شراء بعد انعكاس حركة سعر السهم بمدة معتبرة، أما فيما يخص إشارات الدخول والخروج عندما يكون السوق في حالة صعود يحقق أرباح كبيرة حيث حققت أعلى أرباح كبيرة في هذه الفترة عند تاريخ 2016/06/12 عند النقطة (139.000) وإشارة البيع كانت عند النقطة (155.000).

2- مؤشر تدفق السيولة MFI:

من خلال الشكل (4-7) نلاحظ أن سلوك المؤشر MFI يعطي نفس الملاحظات إشارات شراء قليلة بالإضافة إلى إشارات بيع كبيرة، حيث يعطي إشارات بيع دقيقة وسريعة، حيث إن النقطة التي حققت أرباح كبيرة كانت إشارة الشراء بتاريخ 2015/08/24 عند النقطة (162.650) وكانت إشارة بيع بتاريخ 2015/09/16 عند النقطة (186.582).

3- مؤشر ستوكاستيك:

من خلال الشكل (4-7) نلاحظ أن مؤشر ستوكاستيك حساس كثيرا خاصة عندما يكون حركة الاتجاه نحو الهبوط، حيث أنه يعطي إشارات بيع كثيرة ودقيقة وأسرع من المؤشرات الأخرى، أما إشارات الشراء فانه يعطي إشارات أقل ويعطي فقط الإشارات التي يغير فيها السهم اتجاهه، حيث أن أعلى إشارة هي الإشارة الأولى بتاريخ 2015/08/25 عند النقطة (162.000)، أما إشارة البيع فكانت بتاريخ 2015/09/13 عند النقطة (194.000)، فهو يعتبر من أسرع المؤشرات المستخدمة.

4- تحليل المؤشرات الثلاثة معا:

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤشرات المستخدمة تساعد كثيرا في اتخاذ قرار الشراء والبيع حيث لاحظنا تقريبا أن الإشارات متماثلة يعطيها مؤشر MFI ومؤشر ستوكاستيك وإشارات تأكيدية متأخرة قليلة لمؤشر المتوسطات المتحركة وهذه العملية تساعد كثير المتداول في اتخاذ القرارات الصحيحة للشراء والبيع من خلال اعتماد على المؤشرات الثلاثة.

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

ثالثاً: تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحنى حركة

سعر سهم بنك قطر QNB (قطر) خلال الفترة (2016/11/01 – 2017/12/31)

الشكل رقم (4-9): تطبيق مؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك على منحنى

حركة سعر سهم بنك قطر QNB خلال الفترة (2016/11/01 – 2017/12/31)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج تكتشارت ترند

تحليل الشكل: يوضح الشكل (4-9) أربعة منحنيات، حيث يمثل العلوي منحنى حركة سعر سهم البنك

QNB، بالإضافة إلى مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة، يليه مؤشر تدفق السيولة، أما السفلي فيمثل مؤشر

ستوكاستيك وسيتم تحليل كل مؤشر كما يلي:

1- تحليل مؤشر المتوسطات المتحركة البسيطة (10,20) على حركة سعر سهم بنك QNB:

من خلال الشكل نلاحظ أن مؤشر المتوسطات المتحركة أعطى العديد من إشارات البيع والشراء،

حيث أشار إلى 5 إشارات شراء إحداها خاطئة بتاريخ 2017/11/22 عند النقطة (122.728)، وأشار

الفصل الرابع: استخدام أدوات التحليل الفني والأساسي في سوق الدوحة للأوراق المالية

إلى 6 إشارات بيع صحيحة إلا أنها متأخرة قليلاً، حيث كانت أحسن إشارة دخول كانت بتاريخ 2016/12/12 عند النقطة (151.027) أما إشارة الخروج فكانت بتاريخ 2016/02/07 عند النقطة (165.995)، حيث لاحظنا قلة إشارات الشراء عندما يكون اتجاه حركة سعر السهم هبوطي، حتى وان كانت فان الدخول في الشراء والخروج لا يحقق أرباح كبيرة مع درجة خطورة كبيرة، أما إشارات الخروج فكانت كثيرة وصحيحة إلا أنها كانت متأخرة قليلة، قد يستفيد منها المتداول كإنذار ينذر باتجاه سعر السهم إلى الهبوط المستمر.

2- مؤشر تدفق السيولة MFI:

نلاحظ من الشكل ظهور العديد من إشارات الشراء والبيع حيث أشار مؤشر MFI إلى 8 إشارات بيع و4 إشارات شراء، حيث كانت الإشارات دقيقة وصحيحة وأسرع من مؤشر المتوسطات المتحركة، فقد كانت إشارات الشراء صحيحة وسريعة عند تغيير منحنى حركة الأسعار اتجاهه أما إشارات البيع فقد كانت مبكرة، قبل تغيير منحنى حركة سعر السهم اتجاهه، حيث كانت الإشارة التي حققت أكبر ربح كانت بتاريخ 2017/06/22 عند النقطة (126.002) وإشارة البيع بتاريخ 2017/07/31 عند النقطة (140.970).

3- مؤشر ستوكاستيك:

من الشكل لاحظنا ظهور العديد من إشارات البيع والشراء أكثر من المؤشرين الأولين، حيث لاحظنا 10 إشارات بيع و6 إشارات شراء حيث كانت إشارات البيع سريعة وفي فترة قصيرة، حيث كثرة إشارات البيع تشير إلى أن اتجاه منحنى سعر السهم يشير إلى الهبوط ووجود تشبعات في الشراء، أما إشارة التي حققت أكثر ربح كانت بتاريخ 2017/07/02 عند النقطة (125.301)، أما إشارة البيع فكانت بتاريخ 2017/07/23 عند النقطة (141.204).

4- تحليل المؤشرات الثلاثة معا:

من خلال الشكل نلاحظ أن المؤشرات الثلاثة قد أعطوا الكثير من إشارات التي حققت أرباح كبيرة، حيث كانت مختلفة من مؤشر إلى مؤشر إلا أن المؤشرات الثلاثة أشاروا إلى إشارات صحيحة سواء كانت في الشراء أو البيع، حيث كانت بعض إشارات الشراء والبيع تقريبا متماثلة فهي تعتبر إشارات جيدة للتداول من خلال الاعتماد على هذه الإشارات مجتمعة وتمثلة فيما يلي:

- إشارة الشراء الأولى بتاريخ 2016/11/30 عند النقطة (149.524) أما إشارة البيع (الخروج) لهذه الإشارة فكانت بتاريخ 2016/12/25 عند النقطة (163.624).
- إشارة الشراء الثانية بتاريخ 2017/05/09 عند النقطة (137.462) أما إشارة البيع لهذه الإشارة فكانت بتاريخ 2017/06/01 عند النقطة (145.882).
- إشارة الشراء الثالثة بتاريخ 2017/07/02 عند النقطة (125.301) أما إشارة البيع لهذه الإشارة فكانت بتاريخ 2017/07/23 عند النقطة (141.204).

خلاصة الفصل:

إن عملية الاستثمار في الأسهم تتطلب الإلمام بالبيانات الاقتصادية للسهم المراد الاستثمار فيه، غير أن هذا وحده لا يكفي لتحقيق أفضل المكاسب، لذا تعتبر عملية تقييم أداء أسواق الأسهم خطوة مهمة و صعبة في آن واحد ضمن عملية اتخاذ القرار الاستثماري، فهي مهمة كون الاستثمار المالي يرافقه الكثير من المخاطر، و يتطلب قرارات سليمة للحصول على أعلى العوائد مقابل تحمل أدنى مستوى خطر ممكن، و صعبة بسبب تعدد أساليب التحليل وطرق التقييم و اختلافها، ولهذا يتطلب الأمر إلى الإلمام بالبيانات الاقتصادية للسهم لتحديد التوقيت المناسب للاستثمار فيه، والذي يمكن تحديده من خلال تطبيق منهجي التحليل الفني والتحليل الأساسي.

وقد حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار دور التحليل الفني والأساسي في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية، حيث قمنا في مرحلة أولى باستخدام التحليل الأساسي الذي يدعو المستثمر إلى اتخاذ قرار الشراء أو البيع على أساس تحليل مفصل للمعلومات التاريخية المتعلقة بالعوائد المتحصل عليها حول الشركة، إضافة إلى تحليل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة والاقتصاد.

بالإضافة إلى ذلك قمنا بدراسة القطاعات في سوق الدوحة لتحديد القطاع الأمثل في الاستثمار وكذلك إلى دراسة الشركات المتداولة أسهمها في السوق فمن خلاله تم تحديد القطاعات الأمثل للاستثمار بالإضافة إلى بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في السوق.

أما في المرحلة الثانية قمنا بدراسة التحليل الفني الذي يهدف بشكل رئيسي إلى تحديد المستويات السعرية المناسبة للشراء أو البيع، أي إمكانية تحديد نقاط الدخول والخروج وتقييم الأسهم، ويستند القائم على عملية التحليل بشكل أساسي على الخرائط والمؤشرات الفنية التي من أبرزها مؤشر خريطة القوة النسبية ومؤشر المتوسطات المتحركة ومؤشر تدفق السيولة ومؤشر ستوكاستيك، التي تم استخدامها في تحديد نقاط البيع والشراء، باعتبارها أدوات يمكن الاستعانة بها في عملية تقييم مختلف الأسهم واتخاذ قرار الشراء أو البيع في التداولات اليومية في الأسواق المالية.

الفاتحة

الخاتمة

حاولنا من خلال تناولنا لموضوع دراسة أهمية التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية سوق الدوحة نموذجاً خلال الفترة 2014-2017 معالجة إشكالية البحث التي تدور حول كيف تساهم أدوات التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2017، وذلك من خلال أربعة فصول، ثلاثة فصول نظرية وفصل تطبيقي، بالاعتماد على المنهج والأدوات المشار إليهما في المقدمة وفي الدراسة التطبيقية انطلاقاً من الفرضيات المعتمدة.

حيث تعرضنا في الفصل الأول إلى الإطار العام لسوق الأوراق المالية وذلك من خلال التعرض إلى الجوانب النظرية له من خلال تحديد موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي، وتطرقنا إلى تحديد مفهومه وتقسيماته وأهم الأدوات المتداولة فيه، بالإضافة إلى تحديد مفهوم وكفاءة سوق الأوراق المالية ومعرفة أهم المؤشرات المالية المستخدمة فيه.

أما الفصل الثاني فتطرقنا إلى الاستثمار في الأسهم وذلك من خلال التعرض إلى الجوانب النظرية المتمثلة في المفاهيم الأساسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية وتحديد مفهومه ومزاياه وتصنيفاته، بالإضافة إلى تحديد طرق اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية والعوامل المؤثرة عليها بالإضافة إلى تقييم واختيار الاستثمار في الأسهم.

أما الفصل الثالث كان بعنوان التحليل الفني والأساسي في سوق الأوراق المالية، فقد تعرضنا من خلاله إلى ماهية التحليل الأساسي ومنهجية ومراحل منهج التحليل الأساسي، بالإضافة إلى مدخل التحليل الفني وإلى أدواته.

أما الفصل الرابع دراسة تطبيقية لدور التحليل الفني والأساسي في تحديد القرار الاستثماري لسوق الدوحة للأوراق المالية، حيث تعرضنا فيه إلى الجوانب النظرية لسوق قطر للأوراق المالية وتطورات أداء سوق الدوحة، ثم دراسة اختبار القطاعات وتحديد نوعيتها في سوق قطر للأوراق المالية وذلك بتطبيق مختلف الاختبارات المستخدمة في ذلك، من خلال القيام بدراسة قياسية لمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في العائد في قطاع البنوك

والمؤسسات المالية وقطاع التأمين وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة كمتغيرات مستقلة وعائد السوق كمتغير تابع، وذلك بهدف دراسة العلاقة بين المتغيرات ومعرفة نوع العلاقة ومدى تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع. وكما قمنا بدراسة استخدام الأساليب التبسيطية لبناء المحفظة المثلى من الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى استخدام مؤشرات التحليل الفني في تحديد وقت الشراء والبيع.

وبعد إتمام الدراسة خلصنا إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- تعتبر سوق الأوراق المالية عنصرا هاما في نظام التمويل باعتباره يعمل على تشجيع الادخار لدى الأفراد والمجموعات وتنميته، ومجمل التعاملات في سوق الأوراق المالية تؤثر على أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية، وتحفز المستثمرين للحصول على البيانات والمعلومات الكاملة عن الشركات واتخاذ القرارات الاستثمارية، فالمهام الأساسية لسوق الأوراق المالية هي تسجيل الشركات وقبول تداول أسهمها والمتاجرة بها بيعا وشراء وتنفيذ وتسوية الصفقات، والسوق المالي الكفاء شرطا أساسيا في سوق الأوراق المالية لأنه فيه تتساوى الورقة المالية الواحدة في أي لحظة زمنية مع قيمتها الحقيقية، وهي ما تثبت صحة الفرضية الأولى.

- يقوم التحليل الفني على تحليل السوق من زاوية العرض والطلب للأسهم قيد التحليل بصفة أساسية على حوكة أسعار الأسهم أكثر من التركيز على محددات الربحية المتوقعة، بالإضافة إلى تحديد اتجاهات أسعار الأسهم خلال المدة الزمنية المقبلة مما يساعد في تحديد توقيت اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، ينبغي على المستثمر الذي يستخدم التحليل الفني ألا يعتمد على مؤشر واحد، وإنما يفضل الاعتماد على أكثر من مؤشر لتأكيد إشارات البيع والشراء، وجعلها أكثر موثوقية ومصداقية. مما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- التحليل الأساسي يرى أن أسعار الأسهم الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة للعوامل الحقيقية وراءها، وهي عوامل متعلقة بالعرض والطلب، وأي محاولة للتنبؤ بالأسعار تتطلب البحث في الأسباب وليس في النتائج، فهو يفيد في الكشف عن الصناعات الأكثر استفادة من الظروف والأحداث الاقتصادية، ومن ثم تحديد حجم استفادة كل قطاع اقتصادي من المزايا، الأمر الذي يساعد المستثمر في اختيار الشركات الناجحة في السوق والتي تحقق أرباح أكبر وبأقل خسائر، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

- من خلال الدراسة وجدنا أن اتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية يحتوي على عنصرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، فالمستثمر الرشيد يسعى دائما إلى تعظيم العائد وتدنية المخاطر، ووفقا لذلك نجد نظرية المحفظة قدمت الأسس العلمية للمستثمرين لتوزيع استثماراتهم لتخفيض المخاطر وتحقيق عائد أكبر، وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

أفاق الدراسة:

أما بالنسبة لأفاق البحث فإننا نطرح آفاق علمية جديدة تتمثل في:

- تقييم الاستثمار في الأسهم بأدوات التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية
- تأثير التحليل الفني في تحديد توقيت الاستثمار.
- دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية
- تقييم أداء المحفظة وفق أداء سوق الأوراق المالية

قائمة المراجع

المراجع:

• الكتب:

- 1- إبراهيم عبد العزيز شيخة، أصول الإدارة العامة، نشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993.
- 2- ابن منظور، لسان العرب، ط4، ج3، بيروت، دار صادر، 2003.
- 3- أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، عمان، 1997.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن، 2010.
- 5- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
- 6- ألكسندر ديقيدسون، المضاربة في البورصة، ترجمة دار الفاروق، ط2، مصر 2005.
- 7- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 8- أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الإسكندرية، دار نشر الثقافة، 2008.
- 9- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
- 10- أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009.
- 11- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 12- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، عمان الأردن، 2013.
- 13- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 14- بول سامويلسون، وليام د. نورد هاوس، مايكل ج. ماندل. الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، مرجعة أسامة الدباغ، الدار الاهليه للنشر والتوزيع، عمان، 2001.

- 15- جلال إبراهيم، أساسيات الاستثمار الأوراق المالية والبورصات، دار الكتاب الحديث، مصر، 2009.
- 16- جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 17- جيمس جوار تيني، ريجارد استروب، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن، دار المريخ للنشر، 1988.
- 18- جيهان جمال، عالم البورصة، مصر، 2011.
- 19- حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- 20- حريزي رابح، البورصة والأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس، الجزائر.
- 21- حسن عماد مكاوي، محمود سليمان علم الدين، تكنولوجيا المعلومات والاتصال، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، 2000.
- 22- حسين بن هاني، الأسواق المالية) طبيعتها -تنظيمها -أدواتها المشتقة) ، دار الكندي، ط01، الأردن، 2002.
- 23- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات التحليل الفني (فن قراءة المخططات البيانية للأسعار)، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
- 24- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 25- خالد جمال الجعارات، معايير التقارير المالية الدولية 2007، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 26- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان.
- 27- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007.
- 28- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري، عمان، 2009.
- 29- دومينيك سالفونور، يوجين يوليو، مبادئ في الاقتصاد، ترجمة فؤاد صالح، أكاديميا، بيروت، 2001.
- 30- دونالد كيسو، جيرى ويجانت، تعريب أحمد حامد حجاج وسلطان محمد السلطان، المحاسبة المتوسطة، الجزء 01، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1999.

- 31- رمضان زياد وشموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2007.
- 32- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 33- ستيف نيسون، ترجمة أحمد صلح عبد العزيز، براعة الشموع اليابانية في تحليل الخرائط البيانية، 2007.
- 34- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
- 35- سليمان محمد مرجان، بحوث العمليات، الجامعة المفتوحة، طرابلس، ط01، 2002.
- 36- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
- 37- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010.
- 38- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الأردن، دار الفكر، 2010.
- 39- شقري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وآخرون، إدارة الإستثمار، دار المسيرة، عمان ط1، 2012.
- 40- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة، عمان، 2012.
- 41- صلاح الدين حسن السيبي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014.
- 42- صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014.
- 43- طارق عبد العال حماد، أسس الاستثمار الناجح في البورصة، الدار الجامعية، مصر 2010.
- 44- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 45- طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، عمان، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009.
- 46- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 47- عاطف ياسين الشريف، البورصة، مطبعة العاصمة، مصر، 2015.
- 48- العامري، محمد علي، الإدارة المالية، ط01، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007..

- 49- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 50- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية (بنوك تجارية -أسواق الأوراق المالية - شركات التأمين -شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 51- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث القاهرة، 2010.
- 52- عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، ط5، مصر، 2004.
- 53- عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، دار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 54- عبد المطلب عبد الحميد، مبادئ وسياسات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
- 55- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية" البورصة" ، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008.
- 56- عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية:(مدخل مقارنة) ، دار التعليم الجامعي، مصر، 2010 .
- 57- علاء فرحان طالب الدعيمي، فاطمة عبد علي سليمان المسعودي، المعرفة السوقية والقرارات الإستراتيجية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 58- عماد صلاح سلام، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، أبو ظبي، 2002.
- 59- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- 60- فاضل محمد العبيدي، البيئة الاستثمارية، عمان، مكتبة المجتمع العربي، 2012.
- 61- فريد بلخير كورتال، مدخل التسويق، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 62- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلية)، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008.
- 63- قاسم عبد الرزاق، نظم المعلومات الحاسوبية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

- 64- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2015.
- 65- كولين ألكسندر، دليلك للتوقيت المناسب في سوق الأسهم، مكتبة جرير، 2007.
- 66- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، وكز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 67- محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
- 68- محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية العالمية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 69- محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ط2، 2009.
- 70- محمد تسيير الرجحي، تحليل القوائم المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2014.
- 71- محمد جمال ذنبيات، المالية العامة والتشريع المالي، الدار العلمية الدولية ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003.
- 72- محمد حافظ حجازي، دعم القرارات المالية في المنظمة، دار الوفاء، مصر، 2006.
- 73- محمد حسن عبد المجيد الحداد، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2016.
- 74- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 75- محمد صالح الحناوي، وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل للهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 76- محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2012.

- 77- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم العالي، الإسكندرية، 2011.
- 78- محمد عبد الفتاح ياغي، اتخاذ القرارات التنظيمية، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 79- محمد عبد شاهين محمد، التحليل المالي والاستثماري ودوره في رفع الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية، دار الكتاب الجامعي، لبنان، 2019.
- 80- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط01، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 81- محمد عنتر أحمد الإدارة المالية والاستثمار، مصر، 2009.
- 82- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار حامد، الأردن، 2006.
- 83- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 84- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 85- محمد مطر، إدارة الاستثمار (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 86- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 87- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 88- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 89- محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013.
- 90- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، ط2، الأردن، 2007.
- 91- مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية، بيروت، 2013.

- 92- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر 1993.
- 93- مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار الناشر، الجزائر، 2019.
- 94- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009.
- 95- معراج هوارى وآخرون، القرار الاستثماري في ظل التأكد والأزمة المالية، كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، ط01، 2013.
- 96- مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، جامعة البلقاء التطبيقية، المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2000.
- 97- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- 98- منعم زمزم الموسمي، إتخاذ القرارات الإدارية، دار البازوري العلمية، عمان، 1998.
- 99- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015.
- 100- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية، دار المسيرة، عمان، 2006.
- 101- نعيم نمر داوود، التحليل المالي دراسة نظرية وتطبيقية، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2012.
- 102- نعيمة برودي، محمد بن بوزيان، التحليل الفني للأسواق المالية (المبادئ والنظريات)، النشر الجامعي الجديد، الجزائر، 2018.
- 103- نواف كعنان، إتخاذ المراتر الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، عمان، ط05، 1998.
- 104- هندريكسون ألدون، نظرية المحاسبة، ترجمة كمال خليفة أبو زيد، ط01، 1990.
- 105- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 106- هيثم عجام، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 107- وليد صافي، أنس البكري، أسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

• المذكرات:

- 1- أحمد سليمان أحمد سليمان وافي، " دراسة لمصدقية نتائج التحليل الفني مقارنة بنتائج التحليل الأساسي بالنسبة لأسعار وعوائد الأسهم في السوق المصري"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2013.
- 2- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية، رسالة ماجستير (غير منشورة) الجزائر، جامعة ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير، 2012.
- 3- بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006-2010. رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010.
- 4- سليم جابو، تحليل حوكة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2001)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر، 2012.
- 5- سمر عبد التواب محمد زكي، قياس تأثير فئات المستثمرين على أداء سوق الأوراق المالية المصري (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012.
- 6- سيرين خالد الحمودي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق)، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، جمهورية سوريا العربية، 2015/2016.
- 7- محمد حسنى على حسن زغلى، أثر الخداع النقدي على أسواق الأوراق المالية الصاعدة (مع الإشارة إلى سوق الأوراق المالية المصري)، أطروحة دكتوراة بكلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2012.

- 8- محمد محمود أحمد شلبي، أثر التغير في متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأوراق المالية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2011.
- 9- مهري عبد المالك، دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية ومساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري " دراسة حالة الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب - تبسة- " مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، الجزائر، 2012.

● المجالات :

- 1- بوالكور نور الدين، تحليل الكفاءة السعرية لسوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد 07، مارس 2019.
- 2- علي عبد القادر علي، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، قضايا التنمية في الأقطار العربية ، العدد الواحد والثلاثون، 2004 .
- 3- سندية مروان سلطان الحالي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور حوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية ، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 01، الجزائر، 2015.
- 4- حسين محمد الطاهر خليفة، وليد حسين حسن حسين، دور المعرفة المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار/ مجلة أماراباك عن الأكاديمية العربية الأمريكية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 7 ، العدد 23، الولايات المتحدة الأمريكية، 2016.
- 5- سعيدة بورديمة، القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه، مجلة حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جوان، الجزائر، 2015.
- 6- نازم محمود ملكاوي، عبد الرؤوف حمادنه، دور المعلومات المالية في الحد من آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية للدول النامية- دراسة سوق عمان المالي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 20 ، 2009.
- 7- هباش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 09، جوان، الجزائر، 2018.

- 8- أحمد حسين بتال العاني، استخدام البرمجة التربيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى (مع إشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، 2008.
- 9- صديقي مسعود، "دور حوكمة الشركات في تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية لترشيد قرار الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي الأول حول "الحوكمة المحاسبية للمؤسسة واقع رهانات وآفاق"، المنعقد بجامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر بتاريخ يومي 08/07 ديسمبر 2010.
- 10- إبراهيم الكرسانة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات النقدية، أبو ظبي، 2010.
- 11- عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية (الولايات المتحدة الأمريكية دراسة للمدة القياسية 1999-2010 وباستخدام نماذج التخلف الزمني)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 8، العدد 32، العراق، 2012.
- 12- الخطيب فوزي، منذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابتها للمتغيرات الاقتصادية دراسة قياسية، مجلة أبحاث النمو، سلسلة العلو الإنسانية والاجتماعية، المجلد 10، 1994.
- 13- إبراهيم خليل حيدر السعدي، مشكلات القياس المحاسبي الناجمة عن التضخم وأثرها على استبدال الأصول، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 21، جامعة بغداد، العراق، 2009.
- 14- هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 5، جامعة ورقلة، الجزائر، 2007.
- 15- علي جبراني، تحديد اتجاه السوق باستخدام التحليل الفني دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 10، العدد 03، العراق، 2008.
- 16- زيد طارق صالح، إلياس خضير فنوش، استخدام أسلوب الشموع اليابانية في قراءة السوق المالي للمساعدة في تقليل مخاطرة الاستثمار في الأسهم، المجلة العراقية للعلوم، العراق، العدد 22، 2008.

• القوانين :

- 1- القانون رقم 14 لسنة 1995، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية.

- 2 القانون رقم 33 لسنة 2012، المتعلق بمهيئة قطر للأوراق المالية.
- 3 القرار الوزاري رقم (10) لسنة 1999، اللائحة الداخلية لسوق الدوحة للأوراق المالية.
- 4 التقارير الشهرية لبورصة قطر لسنوات 2014-2017.
- 5 النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي لسنوات 2014-2017.

اللغة الأجنبية :

- 1- -Nada Petrusheva, Igor Jordanoski, *COMPARATIVE ANALYSIS BETWEEN THE FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS OF STOCKS*, *Journal of Process Management – New Technologies, International* Vol. 4, No.2, 2016.
- 2- Brigham F. Eugene & Daves : " *Intermediate financial Management* " , 8th Edition .Thomson-south western U.S.A,2004.
- 3- Daniels ,John D. Radebaugh, Lee H. *International Business Environments and Operations*, 9TH Edition, Prentice Hall, Australia, 2001, p12.
- 4- Delas Jean-Pierre, *économie contemporaine; faits, concepts; théories, elipses*, paris, 2008.
- 5- Devika, S. Poornima, *Fundamental Analysis as a Method of Share Valuation in Comparison with Technical Analysis*, *Journal of Exclusive Management Science – December 2015 - Vol 4 Issue 12*
- 6- Didier Vitrac, *Tout savoir sur la bourse*, Gualino Editeur, Paris, 2001.
- 7- Felipe Tudela, *THE SECRET CODE OF JAPANESE CANDLESTICKS* .John Wiley & Sons, Ltd, 2008.
- 8- Gangadhar ,V., & Ramesh babu , G., *Investment Management*, Anmol Publications PVT . LTD , 2006.
- 9- Ifuero Osad Osamwonyi , Esther Ikavbo Evbayiro-Osagie, *The Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Index in Nigeria*, *J Economics*, 3(1), 2012.
- 10- J. John Murphy, *The Visual Investor, How to spot market Trends*, Second Edition, New Jersey: John Wiley & Son. 2009.
- 11- J. Teulie, P. Topsacalio, *Finance*, eduibert, Paris, 1997.
- 12- Jaques Margerin et Gérard Ausset, *Choix des investissements*, 1^e édition, sedifor, St-Laurent-du var, France , 1979.

- 13- Joel Priolon, *les marches finances*, Paris ,2004.
- 14- Mathews, J. - *A Situation-Based Decision-Making Process*, *Journal of Organisation Behaviour*, IV(3), 2005.
- 15- Mc Menanmin, Jim : (*Financial Management*) Christ Published by Routledge,1999,
- 16- MC. Vaish, *Macro economic Theory* , 1981.
- 17- P. CONSO ,*La Gestion Financière de L'entreprise* , Dunod, 7eme édition 1989.
- 18- P. Conso, *La gestion financière de l'entreprise*, Edition Dunod deuxième édition, , Tome 2,1998.
- 19- Person, J. L.. *Candlestick and pivot point trading triggers: setups for stock, forex, and futures markets*. Hoboken, John Wiley & Sons. 2007.
- 20- Renu Isidore. R and P.Christie , *FUNDAMENTAL ANALYSIS VERSUS TECHNICAL ANALYSIS-A COMPARATIVE REVIEW* ,*International Journal of Recent Scientific Research Research* Vol. 9, Issue, 1(B), , January, 2018.
- 21- Romeu, Rafael and Serajuddin, Umar, *Technical Analysis FOR Direct Access Trading, A Guide to Charts, Indicators, and Other Indispensable Market Analysis Tools*, New York: McGraw-Hill,2001.
- 22- Russell Rhoads, *Candlestick Charting For Dummies*, Hoboken: Wiley Publishing,2008.
- 23- Satyanarayana,I.& Sidhu ,N.B.C.& Maruthi," *Review on Portfolio Management*", *International Journal of Advance Research in Computer Science and Management Studies*,Volume 3,Issue 2,2015.
- 24- Saunders , Anthony and Marcia mill , cornett , " *financial markets and instructions* "fourth edition, MC Grow- Hill ,2009.
- 25- Sónia R. Bentes, Raúl Navas, *The Fundamental Analysis: An Overview*, *International Journal of Latest Trends in Finance & Economic Sciences* Vol-3 No. 1 March, 2013.
- 26- Steve Ambler, *L'efficience des marchés financiers*, Working Paper, Université du Québec à Montréal, Département des Sciences Economiques (Automne 2005).
- 27- SURESH A.S, *A STUDY ON FUNDAMENTAL AND TECHNICAL ANALYSIS*, *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, Vol.2, No. 5, May (2013).

28- Thomas, L.B., Money, Banking, and Financial Markets, Thomson, 2006.

المواقع :

- 1- - www.ase.com.jo/ar
- 2- www.dfm.ae
- 3- www.tadawul.com.sa
- 4- www.qatarexchange.qa

الملاحق

المجموعة قابضة	قطر وعمان	دلالة	الاجارة	الخليجي	الريان	الدولي	الأهلي	بنك الدوحة	التجاري	المصرف	QNB	التاريخ
45.95	12.60	22.60	30.95	20.45	34.70	67.70	63.80	64.00	71.90	74.90	184.50	2014-01-01
44.00	12.40	20.86	29.35	21.20	38.95	75.30	50.90	67.00	77.90	75.70	195.00	2014-02-01
75.00	11.88	23.65	29.25	21.90	39.70	72.00	51.00	61.80	64.00	73.50	187.60	2014-03-01
72.00	14.38	32.40	29.90	22.30	48.30	84.00	52.00	64.90	68.30	86.10	190.00	2014-04-01
73.60	14.18	43.50	32.25	23.60	65.60	87.20	50.10	63.00	71.80	109.90	182.00	2014-05-01
64.70	13.35	48.75	30.00	19.65	45.50	73.00	50.00	54.20	61.90	82.10	163.30	2014-06-01
69.20	15.09	54.00	28.30	22.50	53.20	83.40	52.10	56.30	68.00	105.70	181.00	2014-07-01
99.50	17.25	64.00	28.40	22.05	55.30	87.30	53.00	61.40	68.90	116.20	193.50	2014-08-01
122.20	17.84	62.00	27.95	22.01	55.70	90.10	53.50	58.00	70.20	112.80	202.80	2014-09-01
151.40	17.00	58.20	25.85	21.80	51.00	87.00	55.50	58.00	73.90	112.00	214.30	2014-10-01
207.00	15.00	53.40	21.90	21.47	45.95	81.30	54.10	59.20	71.00	101.10	217.50	2014-11-01
124.50	15.40	42.80	20.00	22.05	44.20	81.70	54.60	57.00	68.50	102.20	212.90	2014-12-01
120.00	15.32	43.00	20.60	21.73	44.80	77.50	56.40	58.50	67.50	103.00	198.00	2015-01-01
122.30	16.05	43.65	21.00	21.79	48.10	86.70	51.00	58.10	69.00	103.70	203.30	2015-02-01
117.00	14.61	36.20	20.75	20.11	47.65	78.40	49.10	50.30	55.00	99.40	193.50	2015-03-01
121.70	15.65	28.80	21.56	20.49	48.50	81.00	46.40	54.70	56.40	100.50	198.00	2015-04-01
139.90	15.94	26.35	21.50	21.95	45.25	79.30	46.50	53.50	55.10	106.60	190.00	2015-05-01
139.40	16.05	27.00	21.32	22.42	46.50	79.40	47.00	53.20	54.90	107.90	192.90	2015-06-01
132.20	15.85	26.10	18.51	22.43	45.00	77.90	50.50	53.00	54.20	109.50	182.50	2015-07-01
116.30	13.86	20.00	17.50	20.65	43.60	75.60	49.80	52.90	57.40	113.00	179.00	2015-08-01
111.90	13.60	20.50	17.46	21.50	43.00	74.70	50.00	50.20	56.40	114.30	187.50	2015-09-01
102.60	13.73	21.65	17.35	21.40	43.20	74.90	47.00	49.50	53.20	118.20	182.50	2015-10-01
90.90	12.47	18.49	15.03	16.74	35.70	68.20	49.50	49.00	45.10	116.50	160.00	2015-11-01
78.70	12.30	18.49	14.10	17.97	37.60	64.30	46.05	44.50	45.90	106.70	175.00	2015-12-01
55.90	10.69	12.85	11.90	17.25	34.00	65.30	48.00	36.30	41.20	88.00	163.90	2016-01-01
64.00	11.42	13.25	12.58	15.90	34.10	69.80	41.20	41.85	43.00	97.90	135.30	2016-02-01
75.00	12.55	19.01	16.60	17.35	35.70	67.20	48.00	37.15	41.65	103.60	140.80	2016-03-01
68.50	11.50	20.55	17.30	17.20	34.20	63.20	43.35	36.85	38.30	98.20	144.00	2016-04-01
64.00	11.01	21.02	16.34	16.47	32.85	61.20	45.50	34.70	36.80	92.50	133.50	2016-05-01
62.00	10.80	24.42	17.45	16.11	34.00	61.50	40.70	35.35	37.00	96.00	140.00	2016-06-01
66.10	11.11	25.80	17.87	17.00	36.50	63.00	40.30	37.15	38.45	106.00	151.60	2016-07-01
65.00	11.16	22.91	18.11	17.90	38.00	66.20	40.50	37.55	42.00	110.80	163.00	2016-08-01
62.00	10.85	23.80	16.80	17.11	35.50	64.40	40.05	37.20	38.60	105.00	156.00	2016-09-01
57.10	10.39	22.20	15.50	17.50	34.60	63.00	40.05	36.40	35.70	102.40	160.00	2016-10-01
53.30	9.30	19.70	14.00	17.25	33.80	60.90	39.00	33.60	33.00	99.40	148.90	2016-11-01
61.00	9.95	21.49	15.32	17.00	37.60	62.80	39.00	34.90	32.50	103.90	162.90	2016-12-01
58.00	10.20	21.50	15.30	16.54	40.05	67.70	36.00	36.25	32.70	106.20	162.70	2017-01-01
62.80	10.32	20.25	16.20	15.17	40.10	69.50	36.85	38.85	31.00	102.00	151.00	2017-02-01
66.60	9.79	22.62	19.05	14.60	42.15	68.50	34.00	31.40	33.95	102.30	146.10	2017-03-01
60.20	9.53	25.20	16.65	14.85	41.80	61.80	35.45	31.55	30.00	100.30	144.60	2017-04-01
65.40	8.82	25.30	16.30	14.69	44.30	61.00	30.60	31.10	31.10	102.20	147.00	2017-05-01
51.60	8.50	19.10	14.14	13.50	39.50	55.60	33.00	30.50	30.35	92.50	127.00	2017-06-01
50.60	8.80	18.50	13.77	13.40	41.80	57.90	31.75	31.00	31.20	96.50	138.00	2017-07-01
45.31	8.70	16.25	12.89	12.02	38.15	54.70	30.10	30.16	29.81	93.00	130.60	2017-08-01
46.85	8.30	17.18	12.50	12.35	37.12	51.21	28.55	29.00	29.11	91.11	122.00	2017-09-01
34.40	7.50	16.67	10.09	12.00	35.74	48.40	30.00	28.20	26.40	97.00	121.50	2017-10-01
32.40	6.87	14.60	9.04	11.91	33.95	47.55	33.88	25.71	26.90	91.03	117.00	2017-11-01
37.50	7.90	10.71	6.53	14.20	37.75	54.60	38.99	28.50	28.90	97.00	126.01	2017-12-01

المستثمرون	صناعات قطر	الاسمنت	التحويلية	الميرة	ودام	قطر للوقود	السينما	الرعاية	السلام	الطبية	زاد	التاريخ
48.15	179.80	117.00	51.80	146.70	51.00	287.00	43.00	53.00	13.50	14.20	72.00	2014-01-01
41.50	196.00	119.10	53.00	151.00	42.10	337.00	41.00	65.80	12.94	13.89	70.00	2014-02-01
54.50	186.40	120.30	43.00	151.50	50.00	246.90	41.25	71.50	12.20	13.10	71.80	2014-03-01
66.40	178.00	142.00	46.90	182.70	60.10	249.00	41.00	87.80	14.31	14.89	77.40	2014-04-01
67.50	188.80	150.00	47.50	186.00	60.30	212.00	41.60	87.20	14.40	14.20	76.00	2014-05-01
49.90	169.00	135.00	44.60	169.20	49.50	208.30	42.70	76.00	15.38	14.00	76.00	2014-06-01
51.20	173.40	133.90	46.00	181.70	54.00	215.30	46.50	104.00	18.81	13.65	81.40	2014-07-01
59.00	189.90	143.00	46.90	187.00	60.20	220.00	47.55	130.00	20.30	13.71	90.00	2014-08-01
58.40	186.20	140.00	47.55	183.50	63.00	224.40	48.45	130.50	19.80	13.55	88.40	2014-09-01
49.35	188.40	132.00	45.80	185.80	61.00	215.20	43.20	126.40	17.70	12.10	87.60	2014-10-01
42.70	182.90	130.70	46.60	202.50	61.00	213.50	44.50	125.50	16.25	11.10	86.10	2014-11-01
41.40	168.00	132.00	43.35	200.00	60.40	204.30	44.00	117.00	15.85	10.15	84.00	2014-12-01
38.40	149.20	133.00	45.70	200.00	59.20	212.00	43.70	124.00	16.40	9.57	87.50	2015-01-01
44.90	155.00	137.00	49.85	218.00	58.60	204.70	41.00	155.30	14.45	11.05	90.20	2015-02-01
38.55	139.00	118.10	45.30	218.00	58.90	181.00	49.00	142.30	13.25	10.56	94.10	2015-03-01
47.90	145.10	121.50	45.60	246.90	61.50	180.00	42.10	172.10	13.90	13.00	90.80	2015-04-01
52.50	137.20	121.00	46.50	241.50	60.90	175.00	41.20	170.00	13.86	18.28	99.10	2015-05-01
54.00	144.00	120.00	46.00	252.70	62.00	170.90	43.40	187.10	14.00	16.50	99.10	2015-06-01
50.10	135.30	119.00	46.00	270.50	61.60	164.70	42.50	186.60	13.98	16.21	99.70	2015-07-01
47.95	133.00	103.90	43.80	257.00	53.40	159.30	39.30	166.00	12.70	14.10	92.50	2015-08-01
43.50	123.00	105.00	42.00	249.80	54.00	152.00	38.00	169.00	12.34	13.50	94.70	2015-09-01
46.60	123.00	106.00	42.80	234.40	52.60	162.50	38.00	164.80	12.81	16.68	91.00	2015-10-01
38.05	100.50	103.00	40.20	213.00	48.00	153.00	38.00	135.00	12.07	13.40	84.30	2015-11-01
37.70	111.10	102.00	39.85	220.00	52.80	147.50	34.00	119.30	11.82	13.72	84.80	2015-12-01
28.40	104.80	90.00	37.15	192.50	43.30	137.20	28.15	87.80	10.40	10.45	71.40	2016-01-01
39.30	104.80	81.00	40.90	208.90	48.20	164.00	29.00	102.00	12.71	10.60	85.00	2016-02-01
59.40	108.30	87.00	38.00	207.00	54.20	155.50	34.15	108.00	13.29	12.68	92.80	2016-03-01
52.90	105.00	87.80	39.00	207.20	63.90	157.40	36.15	92.70	11.27	12.28	85.00	2016-04-01
47.50	96.00	84.10	40.00	205.00	57.40	151.50	32.50	102.00	11.20	11.98	86.00	2016-05-01
46.05	98.00	85.20	41.20	211.20	61.60	151.10	32.50	93.00	11.20	11.20	90.40	2016-06-01
50.70	105.60	88.70	44.00	221.70	63.50	154.10	32.40	97.70	11.80	12.43	90.20	2016-07-01
53.40	112.00	87.80	44.10	219.00	65.50	153.20	31.50	91.50	11.95	12.00	85.00	2016-08-01
50.70	108.00	86.90	42.00	205.00	63.70	148.50	30.05	89.40	11.14	10.80	77.00	2016-09-01
102.00	82.50	42.80	186.50	77.50	64.30	144.50	28.05	61.90	11.10	10.00	77.60	2016-10-01
105.00	82.00	43.90	158.00	77.90	61.00	138.80	25.15	64.50	11.00	9.29	76.20	2016-11-01
117.50	86.00	44.50	175.50	80.00	68.00	145.40	27.45	62.90	11.05	10.10	89.20	2016-12-01
114.50	90.00	46.55	179.00	83.00	69.80	161.00	28.10	64.50	11.50	9.74	86.80	2017-01-01
119.50	94.30	49.00	182.00	86.00	64.50	160.20	29.70	80.00	10.87	9.76	84.00	2017-02-01
110.30	78.60	43.70	168.40	80.00	65.20	136.00	30.00	95.70	10.55	9.90	89.50	2017-03-01
105.10	75.20	44.00	156.80	78.40	63.00	124.20	35.90	95.90	10.40	9.39	75.90	2017-04-01
102.40	70.00	43.60	154.40	77.10	61.10	119.50	31.00	86.90	10.00	8.90	75.00	2017-05-01
95.50	65.90	43.05	136.10	72.50	57.50	109.00	26.65	82.00	9.25	7.61	77.40	2017-06-01
96.30	73.70	43.00	149.00	77.80	64.50	109.00	26.25	85.00	9.18	8.10	73.90	2017-07-01
91.00	67.00	42.50	150.10	67.93	63.10	103.00	25.00	69.04	8.40	7.81	75.00	2017-08-01
91.69	64.80	40.11	143.51	71.15	63.00	100.65	25.00	70.60	7.90	8.00	74.90	2017-09-01
95.50	62.89	40.56	142.00	65.00	61.10	93.00	25.00	68.49	7.00	6.80	68.00	2017-10-01
88.75	55.50	38.00	139.99	53.01	53.00	90.00	25.00	61.01	5.82	5.59	70.00	2017-11-01
97.00	62.90	43.70	144.90	59.50	62.50	102.06	25.00	69.85	6.89	6.46	81.00	2017-12-01

التاريخ	كهرباء و ماء	مجمع المناعي	أعمال	الخليج الدولية	قطر	الدوحة	العامرة	الخليج التكافلي	الاسلامية	المتحدة للتنمية	بروة	ازدان القابضة
2014-01-01	181.50	98.00	14.73	75.50	78.10	30.00	45.00	39.10	62.40	22.61	31.25	16.80
2014-02-01	174.00	106.40	14.10	85.70	65.10	24.70	47.00	40.95	67.20	21.40	32.30	16.78
2014-03-01	172.00	90.00	15.04	78.50	64.90	23.00	39.00	32.40	62.60	20.79	36.45	15.91
2014-04-01	182.30	105.00	17.11	90.00	77.80	24.14	43.00	38.45	75.90	25.55	37.50	33.10
2014-05-01	200.00	118.00	16.60	93.50	79.30	24.70	43.80	39.25	72.30	26.45	43.20	24.39
2014-06-01	172.90	111.80	15.13	92.10	80.00	25.10	43.00	41.20	76.50	22.50	35.50	19.45
2014-07-01	182.70	110.00	16.19	114.00	90.00	27.00	45.00	45.30	84.00	28.40	37.70	20.26
2014-08-01	186.00	111.20	16.25	117.00	100.00	30.00	47.00	47.05	86.00	29.25	40.30	18.73
2014-09-01	190.00	115.70	15.76	122.80	98.50	33.00	44.50	47.00	87.20	29.00	40.05	21.34
2014-10-01	182.20	111.90	14.83	119.00	97.10	33.50	45.00	46.00	88.00	26.65	42.95	19.70
2014-11-01	189.80	104.00	13.98	102.00	87.30	34.00	46.00	50.30	84.00	24.80	44.85	16.99
2014-12-01	187.50	109.00	15.19	97.10	90.60	29.00	59.00	50.80	79.00	23.59	41.90	14.92
2015-01-01	188.50	103.50	14.55	100.00	88.00	26.00	58.90	51.80	80.40	24.11	44.05	14.51
2015-02-01	190.50	109.00	18.45	95.40	78.70	28.50	63.50	54.00	86.00	24.27	48.70	16.13
2015-03-01	195.30	103.90	15.24	96.00	79.40	26.10	59.80	42.80	79.50	21.10	45.10	15.60
2015-04-01	212.10	114.20	16.27	89.20	80.70	25.30	56.50	43.30	82.00	22.56	50.20	17.00
2015-05-01	214.10	111.90	14.70	77.80	99.90	26.75	56.50	43.50	83.00	23.06	50.60	18.10
2015-06-01	228.00	111.50	15.01	80.00	96.50	26.00	56.00	42.75	82.20	24.59	53.00	17.99
2015-07-01	220.90	109.10	14.64	69.00	98.30	26.00	55.50	41.95	82.20	25.30	50.00	17.55
2015-08-01	219.00	99.40	13.60	60.00	98.00	24.20	57.00	34.00	75.60	23.39	44.00	18.99
2015-09-01	209.40	101.50	13.50	65.00	93.10	23.03	55.50	36.00	74.00	23.40	42.70	18.70
2015-10-01	212.60	98.60	14.50	64.10	93.00	23.10	55.60	33.65	73.80	24.57	44.90	19.50
2015-11-01	195.00	95.00	12.30	47.00	83.10	21.90	53.00	30.10	70.50	20.20	38.00	15.99
2015-12-01	216.40	95.30	13.99	51.50	82.00	21.00	51.10	30.50	72.00	20.75	40.00	15.90
2016-01-01	187.00	86.70	12.20	42.90	83.00	21.00	52.00	28.00	67.90	18.45	32.80	14.41
2016-02-01	191.00	97.40	12.06	36.75	78.50	18.25	51.00	25.45	68.40	21.85	36.80	15.36
2016-03-01	210.00	92.00	12.79	36.30	82.90	19.15	49.45	26.55	69.60	19.69	36.20	18.20
2016-04-01	208.80	89.60	13.08	34.75	79.90	19.80	48.85	25.55	61.50	19.29	33.80	18.40
2016-05-01	199.50	83.00	12.85	37.70	72.00	19.10	49.80	24.99	58.00	18.02	30.30	16.91
2016-06-01	208.00	85.00	12.89	36.60	73.70	19.60	49.00	24.40	58.00	19.18	33.00	17.93
2016-07-01	224.00	88.10	13.44	36.35	79.10	21.10	47.50	24.99	62.20	19.67	35.50	19.66
2016-08-01	216.50	83.50	15.37	35.70	87.00	20.40	45.00	23.60	59.10	20.43	36.50	18.80
2016-09-01	213.50	82.10	14.79	34.60	88.90	20.75	45.00	23.64	53.20	20.40	33.85	16.80
2016-10-01	58.00	210.00	13.60	30.60	87.60	19.85	49.00	21.00	51.50	19.90	31.95	15.70
2016-11-01	53.50	213.00	13.25	28.60	86.00	18.70	45.00	19.20	48.80	18.39	30.80	14.80
2016-12-01	58.50	227.00	13.63	31.10	18.20	47.00	21.10	50.60	20.65	33.25	15.11	14.39
2017-01-01	55.40	231.10	14.98	30.00	85.60	18.30	40.50	20.43	54.00	22.55	34.85	15.03
2017-02-01	60.00	225.00	15.40	29.40	72.60	18.48	41.80	20.20	68.30	21.80	39.85	15.22
2017-03-01	61.20	220.00	14.35	28.30	70.30	16.64	39.20	21.70	63.00	19.70	35.75	15.80
2017-04-01	57.20	207.90	13.19	25.70	70.10	16.84	39.10	20.00	62.80	19.20	33.90	15.08
2017-05-01	56.00	209.90	13.25	23.04	67.50	16.05	37.00	19.75	62.00	19.17	33.90	10.93
2017-06-01	48.70	189.90	11.31	20.66	67.40	14.50	34.90	17.50	60.50	17.10	32.30	12.59
2017-07-01	48.10	197.10	11.30	22.90	70.00	14.35	30.00	17.22	56.60	16.96	33.45	13.05
2017-08-01	44.79	186.00	10.35	18.39	66.00	14.20	35.00	15.79	56.50	15.17	31.69	11.24
2017-09-01	36.90	174.80	8.51	19.99	52.34	13.91	38.98	14.11	55.73	14.87	32.06	10.50
2017-10-01	29.35	183.00	7.58	17.51	44.51	14.40	40.85	11.00	50.00	13.32	30.01	9.50
2017-11-01	32.17	162.01	6.73	15.04	37.10	13.01	46.87	9.96	53.00	12.75	28.00	8.00
2017-12-01	36.60	178.00	8.68	17.70	52.01	14.00	49.00	13.24	54.97	14.38	32.00	12.08

قيمة مؤشر السوق	ناقلات	مخازن	الملاحة	فودافون قطر	اوريدو	مزايا قطر	التاريخ
11155.73	20.82	43.20	88.00	11.42	149.00	12.20	2014-01-01
11771.83	21.75	43.00	91.50	12.12	150.00	12.40	2014-02-01
11639.79	20.15	41.50	90.20	12.21	137.70	14.35	2014-03-01
12677.59	24.00	56.50	98.00	16.92	147.00	21.08	2014-04-01
13694.19	22.80	54.90	89.00	20.78	155.00	19.30	2014-05-01
11488.87	20.20	44.95	86.90	15.70	118.90	15.40	2014-06-01
12877.31	23.80	49.00	89.70	19.10	128.00	18.40	2014-07-01
13596.66	24.17	50.50	94.20	21.25	122.50	24.85	2014-08-01
13728.31	24.31	52.30	95.20	21.11	132.50	24.34	2014-09-01
13498.86	23.75	58.00	97.80	20.70	123.50	24.10	2014-10-01
12760.46	23.74	57.00	98.90	16.33	114.20	20.55	2014-11-01
12285.78	23.10	56.40	99.50	16.45	123.90	19.15	2014-12-01
11899.63	23.40	56.00	100.00	14.90	115.00	20.12	2015-01-01
12445.34	24.40	58.00	104.30	17.73	114.50	19.50	2015-02-01
11711.40	22.40	59.80	99.10	17.83	99.70	18.20	2015-03-01
12164.48	22.76	72.90	100.80	16.90	99.50	18.87	2015-04-01
12048.26	22.18	73.00	98.80	17.16	94.50	18.97	2015-05-01
12201.02	22.22	75.80	97.00	16.45	87.00	18.72	2015-06-01
11785.22	22.10	73.10	99.60	15.73	80.60	18.00	2015-07-01
11563.56	21.74	66.70	96.50	14.15	69.50	16.05	2015-08-01
11465.22	22.26	68.00	97.80	13.58	77.00	15.71	2015-09-01
11604.59	24.64	62.60	99.10	14.45	77.80	16.28	2015-10-01
10090.81	24.50	57.00	97.90	12.24	66.00	14.80	2015-11-01
10429.36	23.35	56.90	95.00	12.70	75.00	14.20	2015-12-01
9481.30	20.95	47.90	89.40	10.64	79.30	11.59	2016-01-01
9892.32	23.64	45.30	95.00	10.28	89.00	11.79	2016-02-01
10376.20	23.80	58.70	91.50	12.32	93.00	14.06	2016-03-01
10186.18	23.15	63.00	90.50	12.00	91.70	14.45	2016-04-01
9538.77	23.38	58.40	85.70	10.80	82.00	13.20	2016-05-01
9885.22	23.00	57.70	87.70	10.58	88.40	13.20	2016-06-01
10603.96	24.43	58.30	89.40	11.61	95.00	14.21	2016-07-01
10989.79	25.00	56.60	90.50	11.90	102.70	14.61	2016-08-01
10435.46	23.60	55.00	89.90	10.90	96.00	13.80	2016-09-01
10172.95	22.61	53.40	94.00	10.51	97.00	12.59	2016-10-01
9793.83	23.10	49.00	87.70	8.80	93.00	12.39	2016-11-01
10436.76	23.09	23.09	56.00	95.60	9.37	101.80	2016-12-01
10597.22	24.01	55.00	93.30	9.40	105.00	14.42	2017-01-01
10702.12	23.55	56.30	87.20	9.29	106.00	14.16	2017-02-01
10390.60	21.25	52.40	76.50	9.34	96.60	14.43	2017-03-01
10064.35	19.80	52.40	70.00	9.35	103.80	12.97	2017-04-01
9901.38	18.86	51.70	69.50	8.75	104.30	12.22	2017-05-01
9030.44	17.04	48.00	69.30	8.56	91.90	10.73	2017-06-01
9406.06	18.09	49.40	67.00	9.28	95.80	11.15	2017-07-01
8800.56	16.99	47.80	63.83	8.30	87.59	9.90	2017-08-01
8312.43	15.79	42.71	55.40	8.50	82.80	9.97	2017-09-01
8165.06	15.15	40.90	53.50	7.00	85.90	8.16	2017-10-01
7714.26	13.85	39.11	52.94	7.00	79.90	6.80	2017-11-01
8523.38	16.10	43.99	55.94	8.02	90.75	9.00	2017-12-01

