

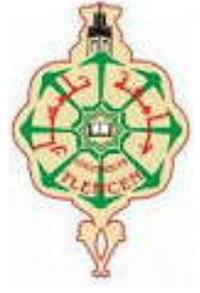


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد

- تلمسان -



كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قدمت هذه الأطروحة للحصول على درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود، مالية و بنوك

بعنوان:

التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق

المالية و اتجاهات الأسواق

تحت إشراف: أ.د بن بوزيان محمد

من إعداد: بروودي نعيمة

أعضاء لجنة المناقشة

| | | | |
|--------|-------------------|----------------------|--------------------|
| رئيسا | جامعة تلمسان | أستاذ التعليم العالي | أ. د طويل أحمد |
| مشرفا | جامعة تلمسان | أستاذ التعليم العالي | أ.د بن بوزيان محمد |
| ممتحنا | جامعة تلمسان | أستاذ التعليم العالي | أ. د بوهنة علي |
| ممتحنا | جامعة وهران | أستاذ التعليم العالي | أ.د بن باير الحبيب |
| ممتحنا | جامعة سيدي بلعباس | أستاذ محاضر | د. بن سعيد محمد |
| ممتحنا | جامعة مستغانم | أستاذ محاضر | د. يوسف رشيد |

السنة الجامعية 2012-2013

إهداء

إلى الوالدين الكريمين عرفاناً و تقديراً لعطائهما.

إلى إخوتي و أخواتي.

إلى عبد النور و إلياس.

إلى كل من ساندني و دعمني لانجاز هذه الدراسة.

إلى كل طالب علم .

تشكرات

أتقدم بجزيل الشكر إلى:

- أ.د بن بوزيان محمد على قبوله الإشراف على هذه الرسالة و على توجيهاته و نصائحه القيمة.
- أعضاء لجنة المناقشة على تحملهم جهد و عناء تقييم هذا البحث.
- كافة عمال مكتبة العلوم الاقتصادية و التسيير - جامعة تلمسان-.

فهرس المحتويات

إهداء

تشكرات

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال البيانية

ملخص

المقدمة العامة

الفصل الأول: أساسيات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

| | |
|----|---|
| 1 | مقدمة |
| 2 | المبحث الأول: الجوانب الفنية و التنظيمية لأسواق الأوراق المالية |
| 2 | 1.1 مفهوم سوق الأوراق المالية |
| 3 | 1.1.1 الأسواق الأولية |
| 7 | 2.1.1 الأسواق الثانوية |
| 7 | 2.1 مرتكرات سوق الأوراق المالية |
| 8 | 3.1 تنظيم سوق الأوراق المالية |
| 10 | 4.1 وظائف الأسواق المالية |
| 12 | المبحث الثاني: أدوات أسواق الأوراق المالية |
| 12 | 1.2 أدوات الملكية |
| 12 | 1.1.2 ماهية الأسهم و خصائصها |
| 14 | 2.1.2 الأسهم العادية |
| 14 | 1.2.1.2 تعريفها |
| 15 | 2.2.1.2 أنواع الأسهم العادية |
| 15 | 3.2.1.2 تصنيف الأسهم العادية |
| 16 | 4.2.1.2 أنواع قيم الأسهم العادية |
| 17 | 3.1.2 الأسهم الممتازة |
| 17 | 1.3.1.2 تعريفها |
| 17 | 2.3.1.2 أنواع الأسهم الممتازة |
| 18 | 2.2 أدوات الدين (السندات) |
| 18 | 1.2.2 تعريف السندات |
| 19 | 2.2.2 أشكال السندات و انواعها |
| 21 | 3.2.2 المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات |
| 23 | 3.2 الأدوات المالية المشتقة |
| 24 | 1.3.2 العقود الآجلة |
| 24 | 2.3.2 العقود المستقبلية |
| 25 | 3.3.2 عقود الاختيار |

| | |
|----|---|
| 26 | 4.3.2 عقود المبادلات |
| 27 | المبحث الثالث: نظرية المحفظة المالية |
| 27 | 1.3 ماهية المحفظة المالية |
| 27 | 1.1.3 أنواع المحافظ المالية للاستثمار |
| 28 | 2.1.3 إدارة المحافظ المالية |
| 30 | 2.3 نظرية المحفظة |
| 30 | 1.2.3 المفاهيم الأساسية لنظرية المحفظة |
| 31 | 1.2.2.3 العائد على الاستثمار المالي |
| 31 | 1.1.2.2.3 تعريف العائد |
| 31 | 2.1.2.2.3 أنواع العوائد |
| 33 | 3.1.2.2.3 قياس العائد المتوقع على الاستثمارات |
| 33 | 2.2.2.3 مخاطر الاستثمارات |
| 33 | 1.2.2.2.3 تعريف مخاطر الاستثمار |
| 34 | 2.2.2.2.3 تصنيف مخاطر الاستثمار |
| 36 | 3.2.2.2.3 قياس مخاطر الاستثمارات |
| 39 | 3.2.2.3 مبدأ التنوع في المحفظة الاستثمارية |
| 40 | 4.2.2.3 المحفظة الاستثمارية والمنفعة و منحنيات السواء |
| 40 | 1.4.2.2.3 دالة المنفعة |
| 42 | 2.4.2.2.3 منحنيات السواء |
| 43 | 5.2.2.3 الحد الفعال (الحد الكفاء) |
| 44 | 6.2.2.3 المحفظة الخطرة المثلى (المحفظة الاستثمارية المثلى) |
| 45 | المبحث الرابع: مستحدثات نظريات الاستثمار في الأوراق المالية |
| 45 | 1.4 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية |
| 45 | 1.1.4 فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية |
| 46 | 2.1.4 بناء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية |
| 49 | 3.1.4 حط سوق رأس المال |
| 52 | 4.1.4 حط سوق الورقة المالية |
| 54 | 5.1.4 الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية |
| 57 | 2.4 نظرية الأسعار المرجحة |
| 57 | 1.2.4 الاطار العام لنظرية الأسعار المرجحة |
| 58 | 2.2.4 فرضيات نظرية الأسعار المرجحة |
| 61 | المبحث الخامس: كفاءة أسواق الأوراق المالية |
| 61 | 1.5 ماهية المعلومات المالية |
| 62 | 1.1.5 مصادر المعلومات المالية |
| 63 | 2.1.5 الافصاح عن المعلومات للمستثمرين |
| 64 | 3.1.5 أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية |

| | |
|----|---|
| 65 | 1.3.1.5 مشكلة الاختيار السيئ |
| 65 | 2.3.1.5 مشكلة مخاطر سوء النية |
| 66 | 3.3.1.5 كفاءة القضاء على مشكلة عدم التماثل في المعلومات |
| 68 | 2.5 كفاءة الأسواق المالية |
| 68 | 1.2.5 مفهوم كفاءة السوق و علاقتها بالحركة العشوائية |
| 73 | 2.2.5 مقومات السوق الكفاء |
| 74 | 3.2.5 متطلبات الكفاءة و سماتها |
| 74 | 1.3.2.5 الكفاءة الكاملة |
| 75 | 2.3.2.5 الكفاءة الاقتصادية |
| 75 | 4.2.5 سمات السوق الكفاء |
| 75 | 1.4.2.5 كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية) |
| 76 | 2.4.2.5 كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) |
| 76 | 5.2.5 الصيغ المختلفة لكفاءة السوق |
| 76 | 1.5.2.5 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق |
| 77 | 2.5.2.5 الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق |
| 78 | 3.5.2.5 الصيغة القوية لكفاءة السوق |
| 79 | خاتمة |

الفصل الثاني : التحليل الأساسي للأوراق المالية

| | |
|----|---|
| 82 | مقدمة |
| 84 | المبحث الأول: تحليل الظروف الاقتصادية |
| 85 | 1.1 السياسة النقدية و السياسة المالية |
| 85 | 1.1.1 السياسة النقدية |
| 89 | 2.1.1 السياسة المالية |
| 90 | 2.1 الحالة الاقتصادية العامة |
| 90 | 1.2.1 حالة الكساد و الركود الاقتصادي |
| 91 | 2.2.1 حالة النمو الاقتصادي |
| 92 | 3.1 أسعار الفائدة |
| 93 | 4.1 التغير في القوة الشرائية للنقود |
| 93 | 1.4.1 معدل التضخم |
| 94 | 2.4.1 حالة الانكماش |
| 94 | 5.1 الناتج المحلي الاجمالي |
| 95 | المبحث الثاني: تحليل ظروف الصناعة |
| 95 | 1.2 تعريف الصناعة و تصنيفها |
| 96 | 2.2 الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة |
| 96 | 1.2.2 التحليل التاريخي للمبيعات و الأرباح |
| 97 | 2.2.2 حجم الطلب و العرض |

| | |
|-----|---|
| 97 | 3.2.2 ظروف المنافسة |
| 98 | 1.3.2.2 هيكل المنافسة لصناعة معينة |
| 98 | 2.3.2.2 القوى المؤثرة على المنافسة |
| 101 | 4.2.2 طبيعة المنتج و تكنولوجيا الصناعة |
| 101 | 5.2.2 تأثير الحكومة |
| 101 | 6.2.2 التحولات الاجتماعية |
| 102 | 7.2.2 العلاقة بين أسعار الأسهم و الأرباح |
| 102 | 3.2 أدوات تحليل الصناعة |
| 102 | 1.3.2 دورة حياة الصناعة |
| 103 | 2.3.2 التنوُّ بالطلب على منتجات الصناعة |
| 104 | المبحث الثالث: تحليل ظروف الشركة |
| 104 | 1.3 القوائم المالية |
| 104 | 1.1.3 قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) |
| 106 | 1.1.1.3 الأصول (الموجودات) |
| 108 | 2.1.1.3 الخصوم |
| 109 | 3.1.1.3 حقوق الملكية |
| 110 | 2.1.3 قائمة الدخل (جدول حسابات النتائج) |
| 110 | 1.2.1.3 عرض قائمة الدخل طبقاً لأغراض التحليل المالي |
| 113 | 3.1.3 قائمة الأرباح المحتجزة |
| 113 | 4.1.3 قائمة التدفقات النقدية |
| 117 | 2.3 التحليل المالي |
| 118 | 1.2.3 أساليب التحليل المالي |
| 118 | 1.1.2.3 التحليل الرأسي أو الهيكلي |
| 118 | 2.1.2.3 التحليل الأفقي (تحليل الاتجاهات) |
| 121 | المبحث الرابع: التحليل باستعمال النسب المالية |
| 121 | 1.4 تعريف النسب المالية |
| 122 | 2.4 تفسير النسب المالية |
| 122 | 3.4 أنواع النسب المالية |
| 122 | 1.3.4 نسب السيولة (نسب قياس القوة المالية) |
| 125 | 2.3.4 نسب النشاط (نسب إدارة الأصول) |
| 128 | 3.3.4 نسب الربحية (أو نسب القدرة على تحقيق الأرباح) |
| 131 | 4.3.4 نسب الاقتراض (مؤشرات اليسر المالي) |
| 132 | 5.3.4 نسب التغطية |
| 133 | 6.3.4 نسب السوق |
| 135 | 7.3.4 مقاييس التوزيع |
| 136 | المبحث الخامس: نماذج تقييم الأوراق المالية |

| | |
|-----|---|
| 136 | 1.5 تقييم الأسهم |
| 136 | 1.1.5 المؤشرات لمالية المستخدمة في تحليل الأسهم العادية |
| 139 | 2.1.5 نماذج تقييم الأسهم العادية |
| 140 | 1.2.1.5 تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية أو نموذج خصم التوزيعات |
| 140 | 1.1.2.1.5 حالات تطبيق نموذج خصم التوزيعات |
| 142 | 2.1.2.1.5 الصور الأساسية لنموذج خصم التوزيعات |
| 146 | 2.2.1.5 نموذج مضاعف الربحية |
| 149 | 2.5 تقييم السندات |
| 150 | 1.2.5 المؤشرات المستخدمة في تحليل السندات (معايير تقييم السندات) |
| 154 | 2.2.5 المتغيرات المحددة لقيمة السند |
| 155 | 3.2.5 تقدير القيمة العادلة للسند |
| 155 | 1.3.2.5 السندات الدائمة |
| 156 | 2.3.2.5 تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد |
| 157 | 3.3.2.5 السندات القابلة للاستدعاء |
| 157 | 4.3.2.5 سندات الخصم |
| 159 | خاتمة |

الفصل الثالث: التحليل الفني للأسواق و الأوراق المالية

| | |
|-----|--|
| 162 | مقدمة |
| 163 | المبحث الأول: ماهية التحليل الفني |
| 163 | 1.1 مفهوم التحليل الفني |
| 163 | 1.1.1 تعريف التحليل الفني |
| 164 | 2.1.1 افتراضات التحليل الفني (فلسفة التحليل الفني) |
| 165 | 3.1.1 المبادئ التي يقوم عليها التحليل الفني |
| 166 | 4.1.1 التحليل الفني و الحركة العشوائية |
| 167 | 2.1 نظرية داو |
| 168 | 1.2.1 الافتراضات الأساسية لنظرية داو |
| 170 | 2.2.1 انتقاد نظرية داو |
| 171 | 3.2.1 التحليل الفني و تحديد الاتجاه |
| 172 | 3.1 مزايا و عيوب التحليل الفني |
| 172 | 1.3.1 مزايا التحليل الفني |
| 173 | 2.3.1 عيوب التحليل الفني |
| 173 | 4.1 الانتقادات التي تواجه التحليل الفني |
| 175 | المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني |
| 175 | 1.2 الرسم البياني الخطي |
| 175 | 2.2 خرائط الأعمدة |
| 177 | 3.2 خرائط الشموع اليابانية |

| | |
|-----|---|
| 177 | 1.3.2 رسم الشموع اليابانية..... |
| 179 | 2.3.2 الشموع اليابانية الأساسية..... |
| 182 | 3.3.2 وضعيات الشموع..... |
| 184 | 4.3.2 تحليل شكل الشمعة..... |
| 187 | 4.2 خريطة النقطة و الشكل..... |
| 191 | المبحث الثالث: تحليل الاتجاه و وجود تحركات..... |
| 191 | 1.3 اتجاه حركة الأسعار..... |
| 191 | 1.1.3 تعريف اتجاه السعر..... |
| 193 | 2.1.3 خطوط الاتجاه..... |
| 194 | 3.1.3 قاعدة المروحة و التصحيحات النسبية..... |
| 194 | 1.3.1.3 قاعدة المروحة..... |
| 195 | 2.3.1.3 التصحيحات النسبية..... |
| 196 | 3.3.1.3 خطوط المقاومة السريعة..... |
| 197 | 3.1.4 قناة السعر..... |
| 198 | 2.3 مستويات الدعم و المقاومة..... |
| 200 | 3.3 نماذج السعر..... |
| 200 | 1.3.3 نماذج السعر الانعكاسية..... |
| 200 | 1.1.3.3 نموذج الرأس و الكتفين..... |
| 202 | 2.1.3.3 نموذج القمم و القيعان الثلاثية..... |
| 202 | 3.1.3.3 القمم و القيعان المزدوجة..... |
| 203 | 4.1.3.3 نموذجي الصحن و المسمار..... |
| 204 | 5.1.3.3 نموذج الوتد..... |
| 205 | 2.3.3 نماذج السعر الاستمرارية..... |
| 205 | 1.2.3.3 نماذج المثلثات..... |
| 209 | 3.2.3.3 نموذج المستطيل..... |
| 210 | 4.3 فجوات السعر..... |
| 212 | المبحث الرابع: المؤشرات الفنية..... |
| 212 | 1.4 مؤشرات تعتمد على الاتجاه كأساس..... |
| 212 | 1.1.4 المتوسط المتحرك..... |
| 214 | 1.1.1.4 أنواع المتوسطات المتحركة..... |
| 215 | 2.1.1.4 كيفية استخدام المتوسطات المتحركة..... |
| 218 | 2.1.4 المنحنيات الغلافية للمتوسط المتحرك..... |
| 218 | 3.1.4 مؤشر البولنجر باوند..... |
| 220 | 2.4 مؤشرات تعتمد على العزم كأساس (زخم التداول)..... |
| 220 | 1.2.4 مؤشر التذبذب..... |
| 221 | 1.1.2.4 مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول)..... |

| | |
|-----|--|
| 223 | 2.1.2.4 مؤشر التذبذب الذي يعكس معدل التغير |
| 224 | 3.1.2.4 المتوسط المتحرك لمؤشر التذبذب |
| 225 | 2.2.4 مؤشر القناة للسلع |
| 226 | 3.2.4 مؤشر القوة النسبية |
| 228 | 4.2.4 مؤشرات الأستوكاستيك |
| 229 | 5.2.4 مؤشر لاري ويليامز |
| 230 | 6.2.4 تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة |
| 231 | 7.2.4 الرسم البياني النسيجي للماكد |
| 232 | 3.4 مؤشرات تعتمد على حجم التنفيذ |
| 232 | 1.3.4 مؤشر تدفق الأموال |
| 233 | 2.3.4 مؤشر توازن الحجم |
| 234 | 3.3.4 مؤشر التوقف و الانعكاس |
| 235 | 4.3.4 مؤشر المتوسط الإتجاهي |
| 236 | المبحث الخامس: نظرية الموجات لإليوت |
| 237 | 1.5 أساسيات موجة اليوت السعرية |
| 237 | 1.1.5 نماذج موجات اليوت |
| 238 | 2.1.5 درجات الموجات |
| 242 | 3.1.5 خواص موجات إليوت |
| 242 | 1.3.1.5 خواص الموجات الدافعة |
| 242 | 2.3.1.5 أنواع موجات السعر التصحيحية |
| 245 | 2.5 نسب الفايوناتشي |
| 246 | 1.2.5 سلسلة فايوناتشي |
| 246 | 2.2.5 نسب الفايوناتشي و مفهوم النسبة الذهبية |
| 247 | 3.2.5 تصحيحات نسب فيوناتشي |
| 248 | خاتمة |

الفصل الرابع: تطبيق مبادئ التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي

| | |
|-----|--|
| 251 | مقدمة |
| 252 | المبحث الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي |
| 252 | 1.1 نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي |
| 257 | 2.1 تحليل مؤشرات سوق الأسهم السعودي |
| 260 | 3.1 إختيار سوق الأسهم السعودي في 2006 |
| 263 | 4.1 الأزمة العالمية لـ 2008 و تأثيرها على سوق الأسهم السعودي |
| 265 | 5.1 أداء سوق الأسهم السعودي خلال عام 2009 |
| 267 | 6.1 أداء سوق الأسهم السعودي خلال سنتي 2010 و 2011 |
| 271 | 7.1 سوق الأسهم السعودي خلال الربع الأول من 2012 |

| | |
|----------|--|
| 272..... | المبحث الثاني: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالتوجهات المستقبلية لسوق الأسهم السعودي |
| 272..... | 1.2 تحديد الاتجاه المستقبلي لمؤشر سوق الأسهم السعودي. |
| 274..... | 2.2 التنبؤ باتجاه سوق الأسهم السعودي باستعمال نماذج السعر |
| 275..... | 3.2 تحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق بواسطة المؤشرات الفنية. |
| 275..... | 1.3.2 استعمال المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس. |
| 275..... | 1.1.3.2 المتوسطات المتحركة كأداة لتحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق. |
| | 2.1.3.2 مؤشر البولنجر باوند كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق و لتحديد المستويات |
| 277..... | المستهدفة للمؤشر..... |
| 278..... | 2.3.2 استعمال المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس. |
| 279..... | 1.2.3.2 تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج. |
| 283..... | المبحث الثالث: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأسهم بعض الشركات السعودية |
| 285..... | 1.3 التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالسعر المستقبلي لسهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية |
| 286..... | 1.1.3 التحليل الفني لسهم شركة سابك..... |
| 286..... | 1.1.1.3 تحديد الاتجاه المستقبلي لسهم شركة سابك..... |
| 287..... | 2.1.1.3 فجوات السعر |
| 289..... | 3.1.1.3 التنبؤ باتجاه سعر سهم شركة سابك باستعمال نماذج السعر |
| 290..... | 4.1.1.3 تحديد نقاط الدخول و الخروج من سهم سابك بواسطة المؤشرات الفنية..... |
| 290..... | 1.4.1.1.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس..... |
| 294..... | 2.4.1.1.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس..... |
| 298..... | 2.3 التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالسعر المستقبلي لسهم مصرف الراجحي |
| 299..... | 1.2.3 التحليل الفني لسهم مصرف الراجحي..... |
| 299..... | 1.1.2.3 تحديد الاتجاه المستقبلي لسهم مصرف الراجحي..... |
| 301..... | 2.1.2.3 فجوات السعر |
| 302..... | 3.1.2.3 التنبؤ باتجاه سعر سهم مصرف الراجحي باستعمال نماذج السعر |
| 304..... | 4.1.2.3 تحديد نقاط الدخول و الخروج من سهم الراجحي بواسطة المؤشرات الفنية..... |
| 304..... | 1.4.1.2.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس..... |
| 308..... | 2.4.1.2.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس..... |
| 312..... | المبحث الرابع: التطورات التي شهدتها السوق و سهمي سابك و الراجحي بعد نهاية شهر ماي 2012 |
| 312..... | 1.4 أهم التطورات و الأحداث التي شهدتها سوق الأسهم السعودي |
| 316..... | 2.4 أهم التطورات التي شهدتها سهم شركة سابك..... |
| 321..... | 3.4 أهم التطورات و الأحداث التي شهدتها سهم مصرف الراجحي |
| 325..... | خاتمة..... |
| 328..... | الخاتمة العامة..... |
| 338..... | قائمة المراجع |
| 349..... | الملاحق |

فهرس الجدائل

| الصفحة | عنوان الجدول | رقم الجدول |
|--------|--|------------------|
| 37 | مصفوفة التباين - التباين المشترك | الجدول رقم (1-1) |
| 239 | درجة الموجة بناء على الزمن اللازم لتشكيلها | الجدول رقم (1-3) |
| 258 | مؤشرات سوق الأسهم السعودي | الجدول رقم (1-4) |
| 262 | أبرز القرارات و الإجراءات التي تزامنت مع انخيار سوق الأسهم السعودية في فبراير 2006 | الجدول رقم (2-4) |
| 265 | صافي الأرباح الربع السنوية للسوق السعودية خلال الفترة 2008-2009 | الجدول رقم (3-4) |
| 284 | المراتب الأولى لأسهم بعض الشركات الخليجية من حيث القيمة السوقية | الجدول رقم (4-4) |

فهرس الأشكال البيانية

| الصفحة | عنوان الشكل البياني | رقم الشكل |
|--------|---|------------------|
| 42 | دوال المنفعة لثلاثة أنماط من المستثمرين | الشكل رقم (1-1) |
| 42 | منحنى السواء | الشكل رقم (2-1) |
| 43 | الحد الكفاء و المجموعة الممكنة | الشكل رقم (3-1) |
| 44 | اختيار المحفظة المثلى التي تعظم منفعة المستثمر (المحفظة A) | الشكل رقم (4-1) |
| 48 | المحفظة في ظل إمكانية الإقراض و الاقتراض | الشكل رقم (5-1) |
| 50 | خط سوق رأس المال | الشكل رقم (6-1) |
| 52 | خط سوق الورقة المالية عند قياس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا | الشكل رقم (7-1) |
| 175 | الرسم البياني الخطي | الشكل رقم (1-3) |
| 176 | رسم الأعمدة البيانية | الشكل رقم (2-3) |
| 176 | الوضيعات المختلفة لأسعار الافتتاح و الإقفال | الشكل رقم (3-3) |
| 177 | خريطة الأعمدة | الشكل رقم (4-3) |
| 178 | شكل الشموع اليابانية | الشكل رقم (5-3) |
| 179 | خريطة الشموع اليابانية | الشكل رقم (6-3) |
| 179 | الأجسام الطويلة و الأجسام الصغيرة | الشكل رقم (7-3) |
| 180 | نموذج Marabozu | الشكل رقم (8-3) |
| 180 | نموذج الظلال الطويلة | الشكل رقم (9-3) |
| 181 | القمم العلوية و الظلال السفلية الطويلة | الشكل رقم (10-3) |
| 181 | شمعة الدوجي | الشكل رقم (11-3) |
| 181 | شمعة دوجي بشكل صليب و صليب مقلوب | الشكل رقم (12-3) |
| 182 | نموذج حشرة اليعسوب | الشكل رقم (13-3) |
| 182 | نموذج شاهد القبر | الشكل رقم (14-3) |
| 182 | نموذج الدوجي ذو الأطراف الطويلة | الشكل رقم (15-3) |
| 183 | وضعية النجمة | الشكل رقم (16-3) |
| 183 | وضعية Harami | الشكل رقم (17-3) |
| 184 | نموذج المطرقة و نموذج الرجل المشنوق | الشكل رقم (18-3) |
| 184 | نموذج المطرقة المقلوبة و نموذج النيرك | الشكل رقم (19-3) |
| 186 | نموذج غلاف السحابة السوداء | الشكل رقم (20-3) |
| 186 | نموذج الخط الجليدية | الشكل رقم (21-3) |
| 186 | نموذج نجمة الصباح | الشكل رقم (22-3) |

| | | |
|-----|---|------------------|
| 186 | نمذج بجمة المساء | الشكل رقم (23-3) |
| 187 | شموع الانخفاض الثلاثية | الشكل رقم (24-3) |
| 187 | شموع الارتفاع الثلاثية | الشكل رقم (25-3) |
| 188 | الرسم البياني لخريطة النقطة و الشكل | الشكل رقم (26-3) |
| 189 | الشكل B | الشكل رقم (27-3) |
| 189 | الشكل A | الشكل رقم (28-3) |
| 192 | الاتجاه الصاعد | الشكل رقم (29-3) |
| 192 | الاتجاه الهابط | الشكل رقم (30-3) |
| 192 | الاتجاه المستوي أو الجاني | الشكل رقم (31-3) |
| 193 | خط الاتجاه الصاعد | الشكل رقم (32-3) |
| 193 | خط الاتجاه الهابط | الشكل رقم (33-3) |
| 194 | قاعدة المروحة | الشكل رقم (34-3) |
| 194 | قاعدة المروحة بالأسفل | الشكل رقم (35-3) |
| 195 | التصحیحات النسبية | الشكل رقم (36-3) |
| 196 | خطوط السرعة في الاتجاه التصاعدي | الشكل رقم (37-3) |
| 196 | خطوط السرعة في الاتجاه التنازلي | الشكل رقم (38-3) |
| 197 | قناة السعر في الاتجاه التصاعدي | الشكل رقم (39-3) |
| 197 | قناة السعر في الاتجاه التنازلي | الشكل رقم (40-3) |
| 199 | مستويات الدعم | الشكل رقم (41-3) |
| 199 | مستويات المقاومة | الشكل رقم (42-3) |
| 199 | مستويات الدعم والمقاومة في الاتجاه التصاعدي | الشكل رقم (43-3) |
| 199 | مستويات الدعم والمقاومة في الاتجاه التنازلي | الشكل رقم (44-3) |
| 201 | نمذج الرأس و الكتفين العادي | الشكل رقم (45-3) |
| 202 | نمذج الرأس و الكتفين المنعكس | الشكل رقم (46-3) |
| 202 | التمثيل البياني لنمذج الرأس و الكتفين المنعكس | الشكل رقم (47-3) |
| 202 | نمذج القمم الثلاثية | الشكل رقم (48-3) |
| 202 | نمذج القيعان الثلاثية | الشكل رقم (49-3) |
| 203 | نمذج القمم المزدوجة | الشكل رقم (50-3) |
| 203 | نمذج القيعان المزدوجة | الشكل رقم (51-3) |
| 204 | نمذج الصحن و المسمار | الشكل رقم (52-3) |
| 205 | نمذج الوتد التنازلي | الشكل رقم (53-3) |

| | | |
|-----|---|------------------|
| 205 | نمذج الوتد التصاعدي | الشكل رقم (3-54) |
| 207 | نمذج المثلث المتماثل الساقين (المحايد) | الشكل رقم (3-55) |
| 208 | نمذج المثلث التصاعدي | الشكل رقم (3-56) |
| 208 | نمذج المثلث التنازلي | الشكل رقم (3-57) |
| 209 | نمذج العلم Flags | الشكل رقم (3-58) |
| 209 | نمذج الرايات Pennants | الشكل رقم (3-59) |
| 209 | نمذج المستطيلات | الشكل رقم (3-60) |
| 211 | أنواع فجوات السعر | الشكل رقم (3-61) |
| 215 | المتوسط المتحرك البسيط والمتوسط المتحرك الأسّي | الشكل رقم (3-62) |
| 216 | استخدام متوسط متحرك واحد لتحديد إشارات البيع و الشراء | الشكل رقم (3-63) |
| 217 | استخدام متوسطين متحركين من أجل تحديد إشارات البيع و الشراء | الشكل رقم (3-64) |
| 217 | استخدام المتوسطات المتحركة لـ 4 و 9 و 18 يوم لتحديد إشارات البيع و الشراء | الشكل رقم (3-65) |
| 218 | المنحنيات الغلافية للمتوسط المتحرك | الشكل رقم (3-66) |
| 219 | مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands | الشكل رقم (3-67) |
| 222 | خط زخم التداول لعشرة أيام | الشكل رقم (3-68) |
| 222 | مقارنة بين خط زخم التداول لأربعين يوم وخط زخم التداول لعشرة أيام | الشكل رقم (3-69) |
| 222 | تحديد إشارات البيع و الشراء من خلال تقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري | الشكل رقم (3-70) |
| 222 | كيفية تحديد مناطق الذروة لخط زخم التداول | الشكل رقم (3-71) |
| 223 | مؤشر معدل التغير -ROC- Rate of change | الشكل رقم (3-72) |
| 224 | مؤشر تذبذب يتكون من متوسطين متحركين | الشكل رقم (3-73) |
| 226 | مؤشر القناة للسلع | الشكل رقم (3-74) |
| 227 | مؤشر القوة النسبية لـ 14 يوم | الشكل رقم (3-75) |
| 229 | مؤشرات الأستوكاستيك | الشكل رقم (3-76) |
| 230 | مؤشر لاري ويليامز % Larry Williams R | الشكل رقم (3-77) |
| 230 | تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) (MACD) | الشكل رقم (3-78) |
| 231 | تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال الماكد | الشكل رقم (3-79) |
| 232 | الرسم البياني النسيجي للماكد MACD Histogram | الشكل رقم (3-80) |
| 233 | مؤشر تدفق الأموال Money Flow Index (MFI) | الشكل رقم (3-81) |
| 234 | مؤشر توازن الحجم On Balance Volume (OBV) | الشكل رقم (3-82) |
| 234 | مؤشر التوقف و الانعكاس Parabolic SAR | الشكل رقم (3-83) |
| 235 | مؤشر المتوسط الإتجاهي Average Directional Index | الشكل رقم (3-84) |

| | | |
|-----|------------------------------------|------------------|
| 238 | النموذج الأصلي لدورة حركة السعر | الشكل رقم (85-3) |
| 240 | الدرجات المختلفة للموجات السعرية | الشكل رقم (86-3) |
| 242 | دورة السوق الكاملة | الشكل رقم (87-3) |
| 242 | خاصية تعاقب النموذج للموجة الدافعة | الشكل رقم (88-3) |
| 243 | خاصية الامتداد للموجة الدافعة | الشكل رقم (89-3) |
| 244 | الامتداد الصحيح | الشكل رقم (90-3) |
| 244 | خاصية الانقطاع في الموجة الدافعة | الشكل رقم (91-3) |
| 244 | موجة متعرجة | الشكل رقم (92-3) |
| 245 | الموجة المتعرجة الثنائية DZ | الشكل رقم (93-3) |
| 245 | الموجة المتعرجة الثلاثية TZ | الشكل رقم (94-3) |
| 245 | الموجة المسطحة في الاتجاه الصاعد | الشكل رقم (95-3) |
| 245 | الموجة المسطحة في الاتجاه الهابط | الشكل رقم (96-3) |

الملخص:

يتمثل هدف هذا البحث في دراسة مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق. و لتحقيق هذا الهدف قسمت الدراسة إلى جزأين؛ جزء نظري تضمن عرضاً لمختلف أساليب التحليل الاستثماري (الأساسي و الفني)، وجزء تطبيقي خصص لإبراز كيفية تطبيق التحليل الفني. وقد اخترنا كمجال للدراسة سوق الأسهم السعودي نظراً لما له من خصائص تميزه عن باقي الأسواق العربية بحيث يعد أكبر سوق من حيث القيمة السوقية و من حيث حجم التداول، و قد تم الاعتماد على البيانات اليومية المرتبطة بقيمة مؤشر السوق وبأسعار كل من سهم سابك و سهم مصرف الراجحي للفترة الممتدة من 2012/1/1 إلى غاية 2012/12/1.

وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعتبر نماذج السعر الفنية أداة فعالة لتحديد الاتجاهات و الأسعار في السوق السعودي، كما أنها تساعد على تحديد المستويات المستهدفة للأسعار.
- يمكن الاعتماد على مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum Oscillators للتنبؤ بانعكاس اتجاه المؤشر أو أسعار الأسهم.
- يعد مؤشر البولنجر باوند من بين المؤشرات الفنية التي لها القدرة على تحديد المستويات المستهدفة للارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر أو أسعار الأسهم السعودية.
- سوق الأسهم السعودي حساس تجاه الأحداث الاقتصادية الإقليمية و العالمية (تأثره بالأزمة المالية العالمية لـ 2008، الأحداث التي تجرى في كل من الو. م.أ و الدول الأوروبية و الصين، تغيرات أسعار النفط...) و كذا تجاه الأحداث السياسية (ما حدث في الدول العربية خلال عام 2011)، كما تتأثر السوق و الأسهم بالقرارات التي تصدرها الحكومة السعودية و التي ترتبط بنشاط المؤسسات والشركات المدرجة في السوق.
- يمكن للمستثمر في سوق الأسهم السعودي الاعتماد على مجموعة من المؤشرات الفنية من أجل تحديد نقاط الدخول والخروج من السوق. و قد يحتاج المستثمر إلى إتباع أكثر من قاعدة فنية أو مؤشر فني لتأكيد إشارات البيع أو الشراء .
- على المستثمر في سوق الأسهم السعودي التتبع الجيد و اليومي للأحداث التي تجرى في السوق والتغيرات التي تحدث على المؤشرات الفنية، فخلال مرحلة ما قد لا تتضح معالم المؤشرات الفنية (مثلاً مؤشر البولنجر باوند) لذلك لا يجب اتخاذ قرارات متسرعة حتى تكتمل الصورة النهائية للمؤشر الفني.

المقدمة العامة:

احتل الاستثمار في أسواق الأوراق المالية حيزا واهتماما كبيرين لدى أوساط المستثمرين و المتعاملين خاصة بعد أن أصبحت تلك الأسواق تحظى بمكانة هامة في ظل ما يسمى بالعمولة المالية، فقد أدت هذه الأخيرة إلى زيادة التشابك المتبادل بين مختلف الأسواق المالية، و أحدثت ترابطا كبيرا بينها مما وضع حدا للحدود الجغرافية المعرقة لانتقالات رؤوس الأموال، كما عكست ثورة مالية حقيقية سواء من حيث حجم الأسواق و المعاملات و الأدوات التمويلية الجديدة .

إن الاستثمار في الأسواق المالية و أدواتها فن و علم له أصوله و قواعده، و يتطلب قدرا من المعرفة والخبرات العلمية التي تساعد على حسن الاختيار و المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، و التي تؤدي في النهاية إلى تكوين محفظة مالية تحقق أهداف المستثمر - تعظيم العائد عند حدود مستويات مقبولة من المخاطرة-.

فقد شكلت المحفظة المالية ونظرياتها حيزا كبيرا في أدبيات الاستثمار نظرا لدورها الأساسي في وضع الأسس العلمية السليمة للاستثمار في الأصول بشكل عام والاستثمار في الأصول المالية بشكل خاص. فمفهوم المحفظة جاء كرد فعل على الاعتقاد السائد بأن تخفيض مستوى المخاطرة يتحدد من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الأوراق المالية بغض النظر عن جودة هذه الأوراق، إلا أن المحاولات التي فندت هذا الاعتقاد أطرت بشكل علمي وسليم لمفهوم المحفظة.

و تتضمن عملية بناء المحفظة المالية اختيار عناصرها من حيث أنواعها (أنواع الأصول، درجة مخاطرتها، احتمالات العوائد التي تحققها) و من حيث نسبة الأموال المستثمرة في كل منها، و من خلال هذه الخطوة أو المرحلة يسعى المستثمر إلى تحديد أهدافه الاستثمارية بدقة و فعالية كما أنه يقوم بالمبادلة (المواءمة) بين العوائد و المخاطر و ذلك من أجل تكوين محفظة مالية تتصف بالتنوع الجيد الذي يقلل المخاطر و ينظم المكاسب، ولن يتأتى ذلك إلا إذا اعتمد على نظريات التمويل و الاستثمار التي تبرز كيفية التعامل مع المخاطر عند اختيار الاستثمارات، و لعل من بين أهم تلك النظريات نجد نظرية المحفظة Théorie de portefeuilles التي صاغها Harry Markowitz في سنوات الخمسينات من القرن الماضي (1952-1959) حيث تعد هذه النظرية ثروة في مجال الاستثمار والتمويل، فقد أخذت تلك النظرية بمفهوم المنفعة في الاختيار (Von Neumann et Morgenstern) باعتبار أن المستثمر عقلاني، فنظرية المحفظة لـ Markowitz هي نظرية معيارية تصف المستثمر بالرشد وأنه يبحث عن التنوع الكفؤ لاستثماراته (المحفظة) بما يجعلها تعطي أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطرة، أو تمتلك أقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد، كما استفادت النظرية من علم الإحصاء فيما يتعلق بالتوزيعات الاحتمالية للعوائد الممكنة، و هو ما ساعد المستثمر على إمكانية قياس مخاطر

الاستثمار قياسا كميًا، و بذلك أصبح المستثمر يعتمد على العائد والمخاطرة كأساس للمفاضلة بين مختلف البدائل الاستثمارية المتاحة .

وعلى ضوء نظرية المحفظة استحدث نموذج آخر يسمى بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (William Sharpe 1964 ، John Linter 1965 ، Jan Mossin 1966) و الذي له مكانة هامة في نظرية التمويل، حيث أنه سمح بتقنين العلاقة بين عائد و المخاطر المنتظمة للمحفظة الكفاءة و ذلك في إطار خط سوق رأس المال Capital Market Line أو ما يعرف بخط تسعير السوق للمخاطر، كما سمح هذا النموذج بتقنين العلاقة بين العائد و المخاطرة للورقة المفردة (و كذا المحافظ غير الكفاءة)، و ذلك في إطار ما يسمى بخط سوق الأوراق المالية Security Market Line. و قد وفر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model للمستثمر آليات تمكنه من الحكم على القيمة السوقية للورقة المالية و ما إذا كان مغال فيها أو أنها أقل من مما ينبغي، و هو ما ساعد المستثمر على اختيار أفضل الأصول من بين تلك المتاحة.

إذن تتطلب عملية اختيار الأصول المالية معرفة كافة العوامل و المتغيرات و كذا القيود المحيطة بتلك الأصول و ذلك بهدف تحديد خصائصها سواء من حيث العائد أو المخاطرة، و ذلك من أجل تحديد الأصول التي يخطئ السوق في تقديرها - أي التي تكون قيمتها الحقيقية أقل من قيمتها السوقية أو العكس - باعتبار أن المستثمر يبحث دائما عن الاستثمارات الكفاءة، و لذلك يجب فهم و معرفة السوق و كذا تحديد مستوى كفاءته. و يتحدد مضمون كفاءة السوق (Eugene Fama 1965-1970). بمدى انعكاس جميع المعلومات - العامة و الخاصة - على الأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل و سريع لكي تكون تلك الأسعار أسعارا عادلة تعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية. و يتوقف نجاح الاستثمار في المحفظة على عملية مراجعتها بشكل دائم لتحديد متى و كيف يجب أن يتم تغيير عناصرها، فالعناصر المكونة للمحفظة قد لا تصبح ملائمة بسبب تغير أهداف المستثمرين و كذا بسبب تغير أسعار الأوراق المالية، و عليه فإذا كانت عملية تحليل و تقييم الأصول المالية خطوة أساسية في اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، فإن دور التحليل الاستثماري يبقى مستمرا من أجل تقييم المحفظة ومراجعتها، فما كان جذابا قد لا يكون كذلك و العكس صحيح، و ذلك في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة.

و هناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية - خاصة الأسهم- و هما : مدخل التحليل الأساسي و مدخل التحليل الفني .

فالتحليل الأساسي Fundamental Analysis يرتكز على أن السبب الأساسي في تغير حركة أسعار الأسهم ترجع إلى التغير المتوقع في عوائد الشركات، و بالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي تؤثر على عوائد الشركات تؤثر لاحقا على توزيعات الأرباح و هو ما ينعكس على أسعار الأسهم، و لذلك يرتكز التحليل

الأساسي على دراسة العوامل المباشرة و غير المباشرة التي تمارس تأثيرا على أسعار الأسهم، و التي نجد من بينها الظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة و ظروف الشركة.

وبالتالي؛ هناك عدة متغيرات اقتصادية و قطاعية يجب على المستثمر الاهتمام بها و ذلك لتأثيرها المباشر على أسعار الأوراق المالية، لذلك يجب دراسة المؤشرات المختلفة لأداء الاقتصاد من أجل تحديد اتجاه الاقتصاد نحو الراج أو الكساد و هو الأمر الذي يسهل على المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وفق الحالة الاقتصادية، ولا يتأتى له ذلك إلا من خلال دراسة المتغيرات الأساسية للاقتصاد كالسياسات المالية و النقدية، معدل التضخم، معدل الفائدة، حجم الإنتاج الوطني...، و عليه فإن أسعار الأسهم لا تتحرك صعودا أو هبوطا بشكل منعزل عن تحرك المتغيرات الاقتصادية الأخرى، فقد أشارت بعض الدراسات إلى أن أسعار الأسهم تتحرك بشكل متناسق ومنتظم مع حركة المتغيرات الاقتصادية الأخرى و بفواصل زمنية محددة، و حاولت تلك الدراسات أن تصور المتغيرات الاقتصادية في إطار النظام الرأسمالي كفرقة موسيقية تعزف لنا جميلا و أن هناك يدا خفية تحرك الآلات الموسيقية لهذه الفرقة بتناغم و انسجام.

أما المدخل الثاني لتحليل الأوراق المالية فهو مدخل التحليل الفني Technical Analysis أو ما يطلق عليه باسم نظرية الثقة Confidence Theory والتي تشير إلى أن العامل الأساسي المؤثر في حركة الأسهم هو التغير في ثقة المستثمرين. بمستقبل هذه الأسعار والعوائد و توزيعات الأرباح، فهذه النظرية تركز على الناحية السيكلوجية و تأثيرها على أسعار الأسهم. والأهمية التي اكتسبتها نظرية الثقة هي قيامها بتفسير بعض التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم و التي لم تفسر من خلال التحليل الأساسي، فمثلا هذه النظرية تستخدم لتفسير انخفاض أسعار الأسهم في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد تصاعدا مستمرا.

و تفترض طريقة التحليل الفني بأن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات المؤثرة في أسعار الأسهم الركون إلى ملاحظة التقلبات السابقة، بالإضافة إلى مراجعة السلوك الخاص بأسعار الأسهم في ظل ظروف السوق المختلفة، و محاولة التنبؤ بالسعر المستقبلي للأسهم استنادا إلى ظروف السوق الحالية و المتوقعة بالإضافة إلى الاعتماد على حجم التداول.

و حسب التحليل الفني فإن القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب و أن العوامل التي تحكم العرض و الطلب بعضها منطقي و بعضها الآخر غير منطقي، فـ William-J. O'Neill يقول¹ "إن سوق الأسهم لا تكترث بمن نكون كأفراد و بماذا نفكر، أو بماذا نشعر، إنها وحش لا نظير له غير مبال بالرغبات الإنسانية، و تتجاهل المنطق العام، و هي متناقضة بجنون، القانون الوحيد الذي تخضع له هو قانون العرض و الطلب. ففي السوق ، فمن أنت و ما الذي تفكر فيه فلا يعني شيئا، لا شيء. سوف يفعل السوق ما يشاء".

¹ وليام. ج أونيل "المستثمر الناجح" الدار العربية للعلوم، بيروت لبنان، الطبعة الأولى 2004، ص ص 11-12.

كما يشير التحليل الفني إلى أن السعر هو محصلة مجموعة من العناصر التالية:

- المعلومات التي يتناقلها المستثمرون و المتعاملون لتعكس على سلوكهم الاستثماري المتشائم والمتفائل الذي يعكس بدوره على تقلب الأسعار السوقية؛
- المخاوف: فسلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية ينازعه عاملي جذب يعملان باتجاهين متعاكسين هما عامل الخوف من الخسارة (المخاطرة)، أما العامل الثاني فهو عامل الطمع بتحقيق أرباح كبيرة (العائد)؛
- توقعات المتعاملين في السوق.

و بالتالي فإن لسلوك المستثمرين تأثيرا مباشرا على فعالية السوق و حركة رؤوس الأموال فيه، و هو ما أحدث نوعا جديدا من الدراسات سميت بالمالية السلوكية² Financial Behavior - أو علم التمويل السلوكي والذي يتضمن عوامل علم النفس البشري و الذي يعتبر العنصر الأساسي في التحليل الفني- و التي تهدف إلى معرفة و دراسة سلوك المستثمرين و المضاربين في اتخاذ قراراتهم المالية.

بشكل عام توجد مدرستان فكريتان تعنيان بدراسة وتحليل أسواق الأوراق المالية وهما المدرسة المالية الحديثة Modern Finance والمدرسة المالية السلوكية Behavioral Finance؛ فالمدرسة المالية الحديثة، -التي بدأت في بداية القرن العشرين- تقوم على أساس أنه لا يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية على المدى القصير بمعرفة الأسعار التاريخية لأن الأسعار تتغير بطريقة عشوائية، وتستشهد هذه المدرسة بأن كل الحقائق التاريخية تؤكد بأن المستثمرين الذين لا يحاولون جني الأرباح من المضاربة في أسواق الأسهم حيث أنهم يقومون بالاستثمار على المدى الطويل ويجنون أرباحا أفضل من المضاربين³ (Burton Malkiel)، ومن الأدوات التي تستعملها هذه المدرسة فرضية كفاءة السوق (Efficient Market Hypothesis) حيث تعتبر كفاءة سوق الأسهم من أهم المفاهيم لمعرفة أداء أسواق الأوراق المالية. أما المدرسة الثانية وهي المدرسة المالية السلوكية - بدأت في الثمانينات من القرن العشرين- فترتكز على وجود بعض المؤشرات والحالات الشاذة في أسعار الأسهم تختلف عن مبادئ مدرسة المالية الحديثة، وبأنه يمكننا باستخدام التصرفات السلوكية للمتداولين مثل الثقة المفرطة والطمع وظاهرة القطيع وغيرها للتنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم وذلك انطلاقا من معرفة الأسعار التاريخية.

و تقع نظريات التحليل الفني ومؤشراته في إطار المدرسة السلوكية فنظرية داو و نظرية الموجات لإليوت، والشموع اليابانية وغيرها من أدوات التحليل الفني تعتمد على أن سلوكيات المتعاملين في السوق هي

² المالية السلوكية: هي أحد القطاعات الجديدة في الاقتصاد و التي تعتمد على تطبيق البيولوجيا على الاقتصاد، فالمالية السلوكية تعتبر نوعا من أنواع الدراسات التي تسلط الضوء على الحالات الشاذة في الأسواق غير الفعالة -الكفاءة- و تحاول تحليل سلوك المستثمرين الذي يؤثر على هذه الأسواق أثناء اتخاذ قرارات غير صائبة.

³ ألف كتاب بعنوان "المشي العشوائي في وول ستريت Random Walk down Wall Street" وقد صدر منه تسع طبعات أولها كان في عام 1973 وأخرها في عام 2007.

التي تحدد أسعار الأسهم وأنه يمكن التنبؤ بتصرفاتهم المستقبلية بمعرفة تصرفاتهم السابقة (Andrew Lo Criag and Mackinlay)⁴.

لقد شهد استعمال و تطبيق التحليل الفني في السنوات الأخيرة انتشارا واسعا و ذلك بفضل التطورات التكنولوجية و خاصة في مجالي الاتصال و المعلوماتية (شبكة الانترنت)، و هو ما جعل المحللين والمستثمرين في العديد من الأسواق المالية العالمية خاصة في أمريكا و أوروبا يستعينون بالتحليل الفني نظرا لما يقدمه من وسائل و برامج متطورة تمكنهم من التنبؤ باتجاهات الأسواق المالية و تحديد مستويات أسعار الأوراق المالية. و لم تكن أسواق الأوراق المالية العربية و خاصة منها الخليجية بمنأى عن تلك التطورات، فقد شهدت هذه الأسواق تطورات هائلة مست كافة الجوانب المرتبطة بالتعامل في أسواق الأوراق المالية، سواء ما تعلق منها باستعمال أحدث التقنيات في تسوية العمليات، أو إصدار مختلف القوانين و التنظيمات التي تحكم التعامل في الأوراق المالية، أو حتى من جانب استعمال مختلف أساليب التحليل الاستثماري و خاصة التحليل الفني.

و من بين الأسواق العربية التي شهدت أسواقها تطورات ملحوظة خلال السنوات الأخيرة نجد سوق الأسهم السعودي و الذي يعد من بين أحد أهم الأسواق سواء على مستوى الأسواق العربية أو الخليجية، بحيث يعد أكبر سوق في الشرق الأوسط من حيث القيمة السوقية، كما يحتل المرتبة الأولى عربيا وخليجيا من حيث حجم التداول، و لعل هذه الخصائص المميزة للسوق تجعل منه سوقا يمكن أن تطبق فيه مبادئ التحليل الفني.

من كل ما سبق تتجسد إشكالية هذه الدراسة فيما يلي:

ما مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ باتجاهات الأسواق المالية و بالتالي التنبؤ بأسعار الأوراق المالية - خاصة الأسهم - ؟

و للإجابة على الإشكالية السابقة يتطلب الأمر الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي المبادئ و الأسس التي يعتمد عليها المستثمر لاختيار الأوراق المالية عند بنائه لمحفظة مالية؟
- ما هي المراحل التي يمر بها التحليل الأساسي من أجل تقييم الأوراق المالية؟
- ما هي مختلف الأساليب و الأدوات التي يركز عليها التحليل الفني في تحديد اتجاهات الأسواق والأوراق المالية؟ و ما هي أهم الطرق الفنية التي تسمح له بتحديد التوقيت المناسب لشراء أو بيع سهم ما ؟

⁴ ألفا كتاب بعنوان " المشي غير العشوائي في وول ستريت A non-Random Walk down Wall Street " يدحضان فيه النظرية المالية الحديثة ويوضحان مفاهيم النظرية المالية السلوكية.

- كيف يمكن تطبيق مبادئ و أدوات التحليل الفني على الأسواق المالية الناشئة وخاصة سوق الأسهم السعودي؟

فرضيات البحث:

- للإجابة على الإشكالية السابقة نفترض أن:
- المبادئ التي قوم عليها التحليل الفني تؤهله لأن يكون أسلوبا فعالا للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية و كذا اتجاهات الأسواق.
- تعتبر المؤشرات الفنية أداة فعالة في تحديد مستويات السعر المستهدفة، كما تساعد على تحديد توقيت الدخول و الخروج من السوق.
- تؤثر الأحداث الاقتصادية في السوق و لكنها ليست الحدث الوحيد الذي يؤثر على مسار أسعار الأسهم.

أسباب اختيار الموضوع:

كان لاختيار الموضوع أسباب و دوافع أهمها ما يلي:

- إن التطور الذي شهدته الأسواق المالية يجعل المهتم بها يتجاوز كل الدراسات التقليدية لموضوع أسواق الأوراق المالية، لذلك يجب التماشي مع كل المستجدات و إعطاء الاهتمام الأكبر إلى المجالات التي لم تحظى بدراسات كافية مثل تحليل و تقييم الأصول المالية و خاصة فيما يتعلق بكيفية تطبيق التحليل الفني على الأسواق المالية العربية .
- الرغبة في دراسة الأسواق المالية التي شهدت تحولات و تطورات هامة في نشاطاتها و خاصة منها أسواق الأوراق المالية العربية، فقد شهدت هذه الأسواق تطورات هائلة و أصبحت تضاهي الأسواق الأوروبية والأمريكية و العالمية خاصة فيما يتعلق باستعمال التكنولوجيا في تسوية المعاملات، و هو ما أدى إلى حدوث قفزة نوعية سواء في عدد المستثمرين، وأحجام التداول و كذا حجم السيولة.

هدف الدراسة:

يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية معرفة واسعة و شاملة حول كل ما يجري داخل السوق و حول كل الأحداث و الأخبار و المعلومات أيا كانت -عامة أو خاصة- و التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على قيم و أسعار الأوراق المالية خاصة منها الأسهم .

و قد كان الهدف من هذه الدراسة إيضاح مختلف المبادئ و الاستراتيجيات و الأساليب التي تساعد المستثمر في تشكيل و إدارة محفظة استثمارية تحقق أهدافه و خاصة فيما يتعلق بالأرباح، كما كان الهدف

الأساسي من هذه الدراسة هو تبسيط مبادئ التحليل الفني و خاصة المؤشرات الفنية و كيفية قراءتها واستعمالها وتطبيقها، و ذلك من أجل الاعتماد عليها في بناء استراتيجيات استثمارية سليمة، و الابتعاد عن التوقعات والتوصيات الصادرة عن بعض المؤسسات المالية والاستشارية والتي عادة ما تبني توقعات و توصياتها على الحالة الاقتصادية و المالية للشركات، و هو ما يجعل توصياتها في بعض الأحيان لا تتحقق نظرا لارتباط الأسواق وكذا أسعار الأوراق المالية - خاصة في سوق الأسهم السعودي- بالأحداث السياسية و الاقتصادية العالمية والتي تلعب دورا كبيرا في التأثير على العرض و الطلب و نفسية المتعاملين، وهو ما يجعل السوق وبالتالي أسعار الأوراق المالية تتقلب باستمرار حتى وإن كانت الحالة الاقتصادية جيدة وتشجع على الاستثمار.

منهجية الدراسة:

استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي باعتباره من أكثر المناهج استخداما في الدراسات الاجتماعية والإنسانية، و للتوصل إلى نتائج منطقية تدعم فرضيات هذه الدراسة.

و قد تم الاعتماد على بيانات أسعار الإقفال اليومية المتعلقة بكل من مؤشر سوق الأسهم السعودي وكذا بيانات أسعار الإقفال اليومية لكل من سهمي سابك و الراجحي و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2012/1/1 إلى غاية 2012 /12/1، وقد تم تحليل البيانات باستعمال مختلف المؤشرات الفنية و ذلك بالاعتماد على موقع www.asmainfo.com، و برنامج Metastock، كما تم تحليل البيانات باستعمال النماذج الفنية و ذلك من خلال تتبع حركة الأسعار و المؤشر.

حدود الدراسة:

تشتمل حدود الدراسة و نطاقها على ما يلي:

- اقتصرت الدراسة التطبيقية على سوق مالي وحيد و هو سوق الأسهم السعودي، أما فيما يتعلق بالأسهم فقد تم اختيار سهمين مدرجين في سوق الأسهم السعودي و يعتبران من قيادات السوق و هما سهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) و سهم مصرف الراجحي.
- بالنسبة للإطار الزمني فقد تم حصره في التطورات التي شهدتها أسعار الإقفال اليومية لكل من مؤشر سوق الأسهم السعودي و سهمي سابك و الراجحي خلال الفترة الممتدة من 1 جانفي 2012 و حتى 1 ديسمبر 2012.

محتويات الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول رئيسية حيث تم صياغة الفصل الأول من الدراسة كمدخل للموضوع قيد الدراسة و حمل هذا الفصل عنوان أساسيات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، و تم من خلاله التطرق إلى:

المبحث الأول: الجوانب الفنية و التنظيمية لأسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: أدوات أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: نظرية المحفظة المالية .

المبحث الرابع: مستحدثات نظريات الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الخامس: كفاءة أسواق الأوراق المالية.

أما الفصل الثاني فقد كان بعنوان التحليل الأساسي للأوراق المالية و اشتمل على المباحث التالية:

المبحث الأول: تحليل الظروف الاقتصادية.

المبحث الثاني: تحليل ظروف الصناعة.

المبحث الثالث: تحليل ظروف الشركة.

المبحث الرابع: التحليل بالاستعمال النسب المالية.

المبحث الخامس: نماذج تقييم الأوراق المالية.

أما الفصل الثالث فقد خصص للتحليل الفني للأسواق و الأوراق المالية و ذلك من خلال التعرض إلى أهم

مبادئ و نظريات التحليل الفني، و قد تضمن هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية التحليل الفني.

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني.

المبحث الثالث: تحليل الاتجاه و وجود تحركات.

المبحث الرابع: المؤشرات الفنية.

المبحث الخامس: نظرية الموجات لايوت.

أما الفصل الرابع و الأخير فقد خصص لدراسة حالة و كان بعنوان تطبيق مبادئ التحليل الفني على سوق

الأسهم السعودي، و تضمن هذا الفصل المباحث التالية:

المبحث الأول: نشأة و تطور سوق الأسهم السعودي.

المبحث الثاني: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالتوجهات المستقبلية لسوق الأسهم السعودي.

المبحث الثالث: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأسهم بعض الشركات السعودية.

المبحث الرابع: التطورات التي شهدتها سوق الأسهم السعودي و سهمي سابك و الراجحي بعد شهر ماي

2012.

الفصل الأول: أساسيات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية

مقدمة

المبحث الأول: الجوانب الفنية و التنظيمية لأسواق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: أدوات أسواق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: نظرية المحفظة المالية .

المبحث الرابع: مستحدثات نظريات الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الخامس: كفاءة أسواق الأوراق المالية.

خاتمة

مقدمة:

تتمتع أسواق الأوراق المالية بأهمية بالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل على تسهيل انسياب الأموال من وحدات الفئات إلى وحدات العجز، و كقناة تؤمن التوظيف الأمثل للموارد المالية بكفاءة، عدا عن كونها مكانا يؤمن التقاء البائعين والمشتريين قصد تداول الأدوات المالية (أسهم، سندات، مشتقات....)، هذه الأخيرة تعتبر بدائل استثمارية تتميز عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها و المخاطر التي تنطوي عليها، هذا التمييز يجعل المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه و المخاطر المرتبطة بها.

و يتمحور الهدف الأساسي لقرار المستثمرين على الرغبة في تعظيم العائد وذلك في حدود مستويات مقبولة من المخاطرة، ويتوقف نجاحهم في تحقيق هذا الهدف على مدى قدرتهم على إدارة استثماراتهم؛ ولتحقيق ذلك فهم يسعون إلى بناء ما يسمى بالمحفظة المالية و يقومون بإدارتها وفق أسس علمية سليمة أطرت لها نظرية المحفظة، هذه الأخيرة شكلت اللبنة الأساسية لظهور مجموعة من النماذج فننت العلاقة بين العائد و المخاطرة.

و يعتمد المستثمرون في صياغة قراراتهم الاستثمارية على المعلومات المالية التي توصف بكونها أحد أهم الأركان الساندة لضمان كفاءة السوق المالي و تطوره، والمحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية من جهة و تسعير الأوراق المالية من جهة أخرى. ويتحدد مضمون الكفاءة للسوق بمدى انعكاس المعلومات العامة و الخاصة على الأسعار السوقية للأوراق المالية بشكل كامل و سريع لكي تكون تلك الأسعار أسعارا عادلة تعكس القيمة الحقيقية لها، و هو ما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة سواء ببيع الورقة المالية أو شرائها أو الاحتفاظ بها.

مما سبق سنتعرض في هذا الفصل إلى الجوانب الفنية و التنظيمية لأسواق الأوراق المالية و يلي ذلك سرد لمختلف الأصول المالية التي يتم تداولها، و كذا مبادئ اختيار الأوراق المالية اعتمادا على نظرية المحفظة التي أظهرت كيف يمكن أخذ العلاقة بين مخاطر وعوائد الأوراق المالية و كيفية قياسهما من أجل تكوين محفظة مالية مثلى، و بعدها سيتم التطرق إلى مجموعة من النماذج التي استحدثت على ضوء نظرية المحفظة ومنها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و نظرية الأسعار المرجحة، وأخيرا سنختم هذا الفصل بالتعرض إلى مفهوم له أهميته بالنسبة للأسواق المالية ألا وهو مفهوم الكفاءة ومدى ارتباطها بالمعلومات المالية التي يجب توافرها لجميع المستثمرين من حيث سرعة تواجدها و عدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها و كذا مدى قدرة المستثمرين على فهم و تحليل و تفسير تلك المعلومات بهدف الوصول إلى التقييم الأمثل للأصول المالية - الوصول إلى القيمة الحقيقية -.

المبحث الأول: الجوانب الفنية والتنظيمية لأسواق الأوراق المالية

لا تختلف الأسواق المالية عن باقي الأسواق الأخرى من حيث كونها موقعا لالتقاء تيار الطلب ممثلا بوحدات العجز المالي وتيار العرض ممثلا بوحدات الفائض المالي، وذلك بهدف الوصول إلى تحديد سعر توازني للأموال يحقق تعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة منها⁵، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق. وتبوء الأسواق المالية وفقا لأغراض التمويل، فمنها من يخصص لتمويل عمليات التشغيل ومنها من يتخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية، وطبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق نقدية وأسواق رأس المال.

- **الأسواق النقدية:** هي الأسواق التي يلتقي فيها العرض والطلب على الأموال القصيرة الأجل، وهي غير محددة بمكان معين حيث تتم العمليات فيها باستعمال مختلف وسائل الاتصال⁶. وتسمى الأسواق النقدية بسوق النقود اليومية؛ أي هي سوق التعامل ما بين البنوك التي تضمن تحقيق التوازن اليومي بين العمليات الدائنة والمدينة للمؤسسات الائتمانية والتي تقوم باستثمار فوائضها والحصول على القروض اللازمة من هذا السوق⁷. وموضوع المبادلة في هذا السوق الأدوات قصيرة الأجل القابلة للتداول والتي تصدرها الجهات المقترضة المختلفة كالحكومات والشركات ذات الأهلية الائتمانية العالية والهيئات العامة وغيرها⁸.
- **أسواق رأس المال:** وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية الطويلة الأجل، وتنقسم إلى أسواق حاضرة (البورصات أو سوق الأوراق المالية) وأسواق آجلة (المستقبلية، الاختيارية، المبادلات). فالأسواق الحاضرة يتم فيها تداول الأصول المالية (الأسهم، السندات) فورا، أي يكون تسليم الأصول واستلام المبالغ حالا أو في مدة أقصاها ثلاثة أيام، أما الأسواق الآجلة فهي التي يتم فيها تداول ما يسمى بالمشتقات المالية حيث يتم التعاقد الآن، ولكن التسليم والاستلام يكون في تاريخ لاحق (مستقبلي).

1.1 مفهوم سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها⁹: " ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه و لكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة تجمع فيما بين المتعاملين ". و يتم العمل داخل سوق الأوراق المالية بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم للاكتتاب، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة. ومن أجل أن تؤدي أسواق الأوراق المالية دورها على أكمل وجه فهي تقسم على النحو التالي:

⁵ الداغر محمود محمد "الأسواق المالية" دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2005، ص 35.

⁶ جبار محفوظ" البورصة و واقعها من أسواق العمليات المالية" دار هومه للطباعة، الجزائر، الطبعة الأولى 2002، ص 65.

⁷ عطون مروان " الأسواق النقدية و المالية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003، ص 16.

⁸ هارون محمد صبري "أحكام الأسواق المالية: الأسهم و السندات ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي" دار الفنايس للنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الأولى 1999، ص ص 41-42.

⁹ خريوش حسني علي / أرشيد عبد المعطي رضا / جودة محفوظ أحمد" الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات " دار زهران، عمان الأردن 1998، ص 11.

1.1.1 الأسواق الأولية The Primary Market

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار بأنها¹⁰ " السوق التي يتم فيها طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية سواء كانت إصدارات إضافية لأوراق موجودة بالفعل¹¹ ويتم تداولها في البورصة أو كانت إصدارات جديدة لأوراق تقدم لأول مرة للمتعاملين، وذلك بهدف تمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم بهدف زيادة رأس ماله ". فمن خلال هذه الأسواق تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح مؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية. وعندما تطرح الأوراق المالية للمرة الأولى فقد يكون المصدر شركة جديدة أو شركة قائمة في السوق منذ سنوات عدة. ويوجد نوعين من الطرح (الإصدار) للأوراق المالية للاكتتاب في السوق الأولية هما¹²:

- الطرح العام للتداول Public Placement : و فيه يتم توزيع الكمية المصدرة لجمهور المتعاملين.
- الطرح الخاص للتداول Private Placement : حيث من خلاله يتم طرح الأوراق المالية لعدد محدود من المستثمرين غالبا ما يمثلون الملاك الحاليين للشركة بالإضافة إلى عدد قليل من المستثمرين المحتملين.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات باستخدام ثلاثة أساليب هي:

- أسلوب البيع المباشر : بمعنى أن تباشر الشركة نفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها (دون تدخل وسطاء) وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين من الأفراد و المؤسسات¹³.
- أسلوب المزاد: يستخدم لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزينة إذ تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف ما تصدره من الأوراق، وبمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات Bids تتضمن الكميات المراد شراؤها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار. ويتم إعلام المستثمرين بوجود إصدارات من خلال ما يسمى بالنشرة التمهيدية¹⁴ Prospectus.
- أسلوب البيع غير المباشر: ومن خلاله تتولى مؤسسة مالية عادة ما تسمى بنك الاستثمار Investment Banker أو المتعهد Under writer عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية.

¹⁰ عبد الحافظ السيد بدوي " إدارة الأسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة" دار الفكر العربي، القاهرة، ص 217.

- حنفي عبد الغفار / قرياقص رسمية " أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار" الدار الجامعية، مصر 2000، ص 275.

- Fleuriet Michel et Simon Yves « bourse et marché financiers » Dunod, paris ,2 édition 2002 , p 270.

¹¹ عندما تطرح الإصدارات الجديدة من أسهم قائمة لشركات حالية للاكتتاب العام فإن ذلك يتم عند أسعار قريبة من أسعار تداول نظيراتها السابقة.

¹² أندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006، ص 22.

¹³ عبيد سعيد توفيق " الاستثمار في الأوراق المالية" مكتبة عين شمس، القاهرة، ص72.

¹⁴ تمثل ملخصا للحقائق الهامة المتصلة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المراد طرحها، والهدف منها هو ضمان أن المستثمرين المحتملين يأخذون في اعتبارهم عند تقييم الأوراق المالية محل الإصدار كافة الحقائق الخاصة بها والتي قد تنعكس على قيمة هذه الإصدارات.

ويعد بنك الاستثمار الوسيط الرئيسي في السوق الأولية ويتمثل دوره في الوساطة بين بائعي أو مصدري الأوراق المالية ومشتريها، كما يلعب دور صانع السوق حيث غالبا ما يقوم بشراء الإصدارات الجديدة من الشركات المصدرة بسعر متفق عليه، على أمل أن يعيد بيعها للمستثمرين عند سعر أعلى. فهو يتعهد أو يضمن طرح الإصدار وتصريفه والتوزيع الفعلي له وذلك ببيعه للجمهور. ويحصل بنك الاستثمار على عمولة تتمثل في قيمة الهامش بين سعر شرائه للإصدار من الجهة المصدرة وسعر بيعه. ويأخذ بنك الاستثمار الجديدة من خلال بنك الاستثمار أشكالاً عدة: فقد يتعهد البنك بتصريف كل الإصدار أو حد أدنى منه، وقد يقتصر تعهد بنك الاستثمار على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أي التزام منه بتصريف قدر معين، ويلجأ البنك إلى ذلك في الأحوال التي لا يستطيع أن يضمن التصريف الكامل للإصدار، وفي تلك الحالة يتم إرجاع الأوراق المالية التي لم يتم بيعها للجهة المصدرة¹⁵.

كما يقوم بنك الاستثمار بتقديم مجموعة من الخدمات داخل الأسواق الأولية تتمثل فيما يلي¹⁶:

- تقديم النصح للجهة المصدرة بخصوص نوعية الورقة التي تفضل إصدارها وذلك بناء على دراسة الهيكل المالي للجهة المصدرة و ظروف السوق المالية، وتحديد التوقيت المناسب للإصدار وذلك بعد أخذ الظروف الحالية والمستقبلية للسوق بالاعتبار. فقد يرى بنك الاستثمار ضرورة طرح الإصدار الجديد على الفور وقد يرى أنه من المناسب تأجيله حين تحسن ظروف السوق بما يسمح ببيع الإصدار بسعر أفضل من السعر الحالي، إضافة إلى الجوانب القانونية للإصدار، وكذا وضع سعر بيع¹⁷ الورقة المصدرة، وتعتبر هذه المهمة من أصعب المهام التي يضطلع بها بنك الاستثمار خصوصا إذا كانت الورقة المالية تطرح لأول مرة.
- **تسجيل وتسعير الإصدار:** لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والتي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار، ومن بين تلك البيانات الهدف من الإصدار، السعر المحدد للبيع، ميزانية عمومية تفصيلية، قائمة دخل تفصيلية عن الثلاث سنوات السابقة، ونسخة من العقد المبرم بين الجهة المعنية بالإصدار وبين بنك الاستثمار المختص، وهنا يتولى بنك المنشئ (البنك الذي أبرم العقد مع المنشأة) إرسال صورة من تلك البيانات - بعد اعتمادها من لجنة البورصة - إلى المستثمرين المحتملين الذين يرغبون في شراء الورقة والتي يطلق عليها بالمنشور. أما الإصدارات الحكومية فهي مستثناء من تقديم أو اعتماد أي بيانات من لجنة الأوراق المالية والبورصة¹⁸.

¹⁵ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 24-26.

¹⁶ عبد الحافظ السيد بدوي، مرجع سابق، ص 218-220.

¹⁷ عادة ما يتحدد السعر الذي تباع به الورقة قبيل آخر خطوة من إجراءات التسجيل وذلك حتى يتم التسعير وفقا لأحدث المعلومات المتاحة. و بالنسبة للإصدار الجديد من الأسهم العادية لمنشأة لها أسهم عادية سبق إصدارها ويتم تداولها بالفعل يتوقع أن يكون سعر السهم الجديد قريبا من القيمة السوقية للسهم القديم، حيث أن سعر الإصدار يتحدد بعد إعلان سعر الإقفال في اليوم السابق للإصدار، وبالنسبة للسندات يتوقف السعر على معدل العائد الذي يتوقع أن يحققه المستثمر أخذا في الحسبان المستوى العام لأسعار الفائدة.

¹⁸ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال " توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية 1999 ، ص 89.

و بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية (سوق التداول) التي يتم فيها إدارة الأوراق المالية، ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص.

2.1.1 الأسواق الثانوية The Secondary Markets

تعد الأسواق الثانوية المكان الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية، وما يترتب عليها من نقل ملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء، فهذه الأسواق يتم بواسطتها التداول (بيعا وشراء) على الأوراق المالية التي سبق إصدارها بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا للشركة المصدرة للأوراق المالية وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وفي الاتجاهين، ودون أن تتأثر الشركة المصدرة، أما في السوق الأولي فهي تتحرك من مستثمر مالي (المدخر) إلى مستثمر مادي (الشركة المصدرة) وباتجاه واحد فقط¹⁹. كما يؤمن السوق الثانوي تقييم الأصول التي يمكن من خلالها أن تكون مرجعا لإصدار أصول جديدة في السوق الأولي (تسعير الأصول التي تنوي المؤسسات إصدارها) و مرجعا بالنسبة للمستثمر في اتخاذ قرارات الاستثمار بإختيار أحسن بديل²⁰.

و تنقسم أسواق التداول (الأسواق الثانوية) بدورها إلى أسواق منظمة و أسواق غير منظمة.

- **الأسواق المنظمة:** يطلق على الأسواق المنظمة — بورصة الأوراق المالية Stock Exchange وتتميز هذه الأسواق بأن لها كيان مادي ملموس، إذ تتواجد بأماكن محددة يلتقي فيها وكلاء مشتري الأوراق المالية ووكلاء بائعي الأوراق المالية من خلال عملية المزاد حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات شرط أن تكون الأوراق المالية المتداولة مسجلة ومستوفاه لشروط التداول²¹. وتدار هذه الأسواق بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، كما للبورصات المنظمة إجراءات وشروط تنظيم العضوية و التسجيل والتداول وهي:
 - **تحديد الأسهم المدرجة:** تدرج الأوراق المالية في البورصة وفقا لشروط معينة تنظم عملية التسجيل، إذ توجد معايير يتعين استيفائها ومصاريف ورسوم يتوجب سدادها، وتختلف هذه المعايير والرسوم وتباين بين مختلف البورصات إلا أنها تتفق فيما بينها من حيث متطلبات التسجيل المبدي مثل المكاسب والأرباح المؤكدة التي حققتها الشركة المصدرة في السنوات السابقة قبل التسجيل، وحجم أصول الشركة، عدد الأسهم، بالإضافة إلى عدد المساهمين²². ومن جهة أخرى يتوقف الاستمرار في التسجيل على عدة عوامل منها: عدد المساهمين، عدد المساهمين طبقا لنظام الطرح العام، القيمة الكلية السوقية للأسهم.
 - **عضوية البورصة:** يقصد بأعضاء البورصة أولئك الذين يسمح لهم بالتعامل و تداول الأوراق المالية المسجلة بها، ويشار لعضوية البورصة بالمقاعد Seats المخصصة، ولأعضاء البورصة مهام مختلفة حسب

¹⁹ الشواورة فيصل محمود" الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية" دار وائل عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص ص 56-57.

²⁰ Bradley Xavier/ Christian Descamps « Monnaie, Banque, Financement » Dalloz, Paris 2005, p 10.

²¹ عبد الحافظ السيد بدوي، مرجع سابق، ص ص 218-220.

²² أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص30.

طبيعة كل عضو. وتبعا لهذه المهام يمكن تصنيف أعضاء البورصة كالتالي²³:

- أ. **سماسرة العمولة**: يقومون بتنفيذ أوامر العملاء شراء أو بيعا نظير الحصول على عمولة .
- ب. **سماسرة الصالة**: وهم السماسرة الذين يوكل لهم تنفيذ الأوامر التي ترد إلى سماسرة العمولة و التي لا يستطيعون تنفيذها بسبب عددها أو بسبب نشاط السوق، كما لا يعمل سماسرة الصالة لحساب بيت سمسرة معين بل يقدمون الخدمة لمن يطلبها نظير الحصول عمولة.
- ج. **التجار المسجلون**: يعملون لحسابهم فهم لا يعملون لحساب أي طرف سواء كان جمهور أو أعضاء آخرين في البورصة، و يتابع هؤلاء الأفراد البورصة عن كثف وباهتمام بحثا عن فرص الشراء أو البيع.
- د. **تجار الطلبيات أو الأوامر الصغيرة** : هم التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم يبيعون بكميات صغيرة (تقل عن 100 سهم) لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة.
- هـ. **المتخصصون (صناع السوق)**: هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل منهم للتعامل في ورقة مالية معينة أو في مجموعة محددة من الأوراق. ويجمع المتخصص بين نشاط السمسرة والاتجار فهو ينفذ المعاملات لسماسرة آخرين نظير عمولة، كما يقوم بالاتجار لحسابه الخاص بهدف تحقيق الأرباح. ويعمل المتخصصون بطريقة تحقق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، ففي حالة وجود فائض عرض من أصل ما يلجأ المتخصص لتخفيض هامش ربحه بهدف تنشيط الطلب على الأصل ومن ثم تحقيق التوازن بين العرض والطلب عليه، وفي حالة وجود فائض طلب يستخدم المتخصص ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد على الأصل، أو قد يعتمد إلى رفع سعره من خلال زيادة هامش ربحه لترشيد الطلب المتزايد على الأصل.

- **الأسواق غير المنظمة Over the Counter Market**: يطلق هذا الاصطلاح على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي تتولاها بيوت السمسرة، إذ لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات إذ تتم من خلال شبكة اتصالات تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين الذين تتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية وأسعارها، ومن خلال تلك الشبكة يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر، ويتحدد سعر الورقة بالتفاوض²⁴. وتمتاز هذه الأسواق بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من القيود التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية. وما يؤخذ على هذه الأسواق أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار والذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب.

²³ المرجع السابق، ص 32-34/56-57.

- J-J. perquel « les bourse Américaines » Vuibert , Paris 1992, p p 51-50.

²⁴ حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، مرجع سابق، ص 282.

ويوجد في ال.وم.أ الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح تراخيص للسماسرة، كما يقوم هذا الإتحاد بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية وأحجام التعامل²⁵.

ومن أهم أسباب وجود الأسواق غير المنظمة اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة وأيضا إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة إلا في حدود ضيقة جدا²⁶. إذن فالسبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق أن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم أو رسوم عضوية في السوق، هذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.

و في ال.وم.أ يتضمن السوق غير المنظم أسواق أخرى نوعية هي السوق الثالث والسوق الرابع إضافة إلى أسواق أخرى تخلقها مجموعة من صناعات السوق.

- **السوق الثالثة:** تمت هذه الأسواق منذ بداية عام 1960 كسوق منافس للأسواق المنظمة، ويرجع سبب نموها في رغبة المستثمرين الكبار والمستثمرين المؤسسين في تخفيض كلفة الصفقات وتجنب الدخول إلى الأسواق المنظمة ذات العمولات الثابتة²⁷. ويتكون هذا السوق من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية، أما المتعاملون في هذا السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، بيوت السمسرة الصغيرة....

- **السوق الرابع:** و يقصد بهذا السوق المؤسسات الاستثمارية الكبرى و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية دون الحاجة إلى سمسار وبكميات كبيرة كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة.

2.1 مرتكزات سوق الأوراق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية على المرتكزات الأساسية التالية²⁸:

- إدارة عامة لسوق الأوراق المالية تضع و تراقب الشروط المنظمة لعملية تداول الأوراق، وتكون قادرة على اتخاذ القرارات الصحيحة في الوقت المناسب، ففي حالة ظهور أي تغيير غير طبيعي يمكن لها إيقاف

²⁵ جودة صلاح الدين " بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا" مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى 2000، ص 24.

²⁶ حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية، مرجع سابق، ص 287-288.

²⁷ J-J. perquel . op.cit, p41.

²⁸ عبد العزيز حسن أمين " الأسواق المالية" دار قباء الحديثة للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة 2007، ص 16-18.

- الصيرفي محمد "البورصات" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر 2007، ص 35-37.

- الشاورة فيصل محمود، مرجع سابق، ص 46-47.

- التعامل في السوق حتى يتم التأكد من أسباب الارتفاع أو الانخفاض، ويجب على إدارة السوق ألا تتدخل في تحديد أسعار الأسهم المتداولة كأن تحدد سعرا للصعود وآخر للترول في أي فترة، بل عليها أن تترك ذلك لتفاعل قوى العرض والطلب و وفقا للحقائق وأوضاع الشركات التي يتم تداول أسهمها .
- وجود خبراء أكفاء لإدارة التداول حفاظا على أموال العملاء و لضمان استقرار نشاط السوق.
 - تنظيم مهنة الوساطة و الرقابة عليها .
 - الرقابة الفعالة من قبل الأجهزة الفنية المختصة للتحقق من الوجود الفعلي للشركات، وتسهيل عمليات التبادل ونقل الملكية، والرقابة على مدى قيام مراقب الحسابات بدوره بعناية، و التأكد من الإفصاح عن الأسعار وحركة التداول اليومي و الرقابة على تطبيق اللوائح و التشريعات القائمة.
 - تعدد الأوراق المالية مدرجة في السوق قصد تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين، و العمل بنظام المزاد المكتوب عند التداول وتنظيم عمليات البيع طويل و القصير الأجل، و وجود نظام واضح للمقاصة والتسويات وإنشاء شركات للمحافظة على استمرارية التعامل في الأوراق المالية .
 - وجود نظام كفاء و فعال للمعلومات المحاسبية يظهر المراكز المالية الحقيقية والأرباح المحققة وتوقعاتها في المستقبل للشركات المسجلة والتي تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها .
 - أن تكون الأوراق المالية قابلة للتداول وأن تتسم بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكيتها .
 - توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية بحيث تكون قراراتهم مبنية على درجة فهمهم للمعلومات المتوفرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها واستخدام تلك المعلومات كأساس سليم للمفاضلة بين الاستثمارات و ترشيد عملية اتخاذ القرار.
 - التأكيد على أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة و أن عقد الصفقات لا يصاحبه أي غش أو تلاعب.
 - وجود عمق كاف في السوق من حيث كثافة التداول والمعاملات، ووجود عدد كبير من صغار وكبار المستثمرين بحيث لا يستطيع أي منهم التأثير على حركة الأسعار صعودا أو هبوطا بشكل غير طبيعي.
 - وجود مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي.
 - خبرات فنية متخصصة و كذا شركات متخصصة في إدارة المحافظ المالية.

3.1 تنظيم سوق الأوراق المالية

تنشأ الحاجة لتدخل الحكومة في أسواق الأوراق المالية لحماية صغار المستثمرين الأقل خبرة و معرفة من المستثمرين المحترفين، حيث يكون صغار المستثمرين أكثر عرضة لمخاطر الغش والتدليس. فقلة المعلومات قد تمكن التجار وكبار المستثمرين من الشراء و البيع لصغار المستثمرين بأسعار تقل أو تزيد عن الأسعار الحقيقية، و ثمة سبب آخر قد يجعل سعر الورقة غير عادل بالنسبة للمستثمر الصغير وهو عمليات التلاعب في السوق، فاعتبار أن سعر الورقة يتأثر بورود معلومات جديدة في السوق ويقوى العرض والطلب، فمن خلال تلك القنوات يمكن أن يحدث التلاعب، فتسريب معلومات غير حقيقية قد يجعل الأسعار مرتفعة أو منخفضة وهو ما

يؤثر على قرارات الشراء و البيع، كما قد يعتمد التجار إلى شراء كميات كبيرة من سهم معين بهدف خلق ندرة مفتعلة في عرضه الأمر الذي يؤدي إلى رفع سعره. و يأخذ تنظيم سوق الأوراق المالية ثلاثة صور هي²⁹:

● **تنظيم عمليات الإفصاح عن المعلومات:** تقدم الشركات معلومات عن نوعية الأوراق المالية محل الاستثمار و ذلك بهدف تحديد مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطرة المصاحبة له، بيد أن المعلومات قد تكون غير كافية من ناحية، و من ناحية أخرى قد يفتقر المستثمرون إلى الخبرة في تحليل تلك المعلومات، لذا ثمة ضرورة لكي تتدخل الحكومات للتأكد من سلامة و كفاية المعلومات المقدمة للمستثمرين لتجنب عمليات الغش والاحتيال، وعادة ما تشكل لجنة أو هيئة للأوراق المالية تلزم الشركات بتقديم كافة المعلومات عن إصداراتها الأمر الذي يخفف من عمليات التدليس على المستثمرين ويسهم في زيادة كفاءة السوق. وقد ألزمت القوانين الشركات بالإفصاح عن معلومات تتعلق بحجم مبيعاتها وأصولها ومكاسبها، ومنع كبار المساهمين و المؤسسين من ممارسة أي نشاط من شأنه أن يؤثر على أسعار الأوراق التي تصدرها، ومنع تسريب المعلومات الهامة عن أوضاع الشركة لأي وسيط أو مؤسسة مالية متعاملة في البورصة مما قد يمكنهم من تحقيق أرباح دون أن يتوافر ذلك لغيره من المتعاملين. فالمعلومات الخاصة بأوضاع الشركة هي حق يجب أن يتاح لكافة المتعاملين وليس لطرف معين يمكن أن يستفيد منها لتحقيق أرباح غير عادية.

● **تنظيم عمليات التبادل:** يقتضي تنظيم التعامل وجود إطار تشريعي و هيئة يناط بها تطبيق قوانين ولوائح تنظيم السوق، و تشرف عليه من خلال أداء الوظائف التالية³⁰:

- الرقابة على السوق الأولية: تقوم الهيئة المشرفة على السوق بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهما للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب³¹ توضح فيها أغراضها وبرنامجهما حتى يقف الجمهور على أغراضها، ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية التي قد تظهر وتختفي بسرعة بعد تجميع أموال الجمهور، كما تقوم الهيئة بالرقابة على تداول أسهم الشركة الجديدة بقيدها بالجدول المؤقت للأسعار على أن يتم القيد بالجدول الرسمي للأسعار في حالة استيفاء شروط القيد .
- وضع متطلبات الإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة و لحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة.
- الرقابة على السوق الثانوية: و ذلك من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي حيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومراكزها المالية باستمرار، بحيث تعكس تلك المعلومات أوضاعها بشكل سليم لتمكين المستثمرين من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

²⁹ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص ص 142-145.

³⁰ محب خلة توفيق "الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار" دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2011، ص ص 199-201.

³¹ نشرة الاكتتاب: و هي عبارة عن نشرة إعلان و ترويج لإعلام جمهور المستثمرين بالأوراق المالية المختلفة للاكتتاب العام و ذلك بالنشر في الصحف اليومية و وسائل الإعلام المختلفة، و تحتوي نشرة الاكتتاب على بيانات و معلومات عامة تكاد تكون واحدة بالنسبة لجميع الشركات التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام، مثل اسم الشركة، و مقرها، ورأس مالها، و أسماء المؤسسين و أعضاء مجلس الإدارة و طريقة توزيع الأرباح.

- تطبيق قوانين ولوائح السوق: تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل في السوق وذلك بهدف تحقيق السيولة المنتظمة التي تضمن تدنية التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية التي لا يفسرها حجم تداول مناسب، وللهيئة عدة وسائل لتجنب التقلبات السعرية أهمها إيقاف التعامل لفترة معينة للأسهم التي تتقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.
- **تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية:** تتصل تلك الجوانب بالإجراءات التي تتخذها الحكومة لحماية أموال المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية، وأهم تلك الإجراءات ما يلي:
 - الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية وذلك بعد فحص موقف المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة والتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة.
 - ضرورة إمساك سجلات منتظمة معدة وفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية من أجهزة يناط بها التحقق من صحة البيانات الواردة بها.
 - فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين بجيازتها لضمان سلامة أموال المستثمرين، وقد تكون تلك القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات لأصول مالية ترتفع درجة المخاطرة فيها، ويظهر ذلك واضحا في البنوك التجارية التي لا يسمح لها بجيازة الأسهم العادية لشدة تقلب أسعارها، وقد تقتصر القيود على وضع حدود معينة لحيازة الأصول الخطرة كما هو الحال في شركات التأمين التي يسمح لها بشراء أسهم عادية ولكن في حدود معينة.
 - إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين لدى وسطائهم، وتهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي فشلا ماليا تعذر معه سداد التزاماته المالية.

4.1 وظائف الأسواق المالية

إن الهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. ولتحقيق الأهداف المشار إليها تؤدي أسواق الأوراق المالية عددا من الوظائف سواء بالنسبة للمستثمر الفرد أو لمنظمات الأعمال، أو للاقتصاد ككل، وتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (مدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. هذا وتعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات.

كما تقوم أسواق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف المهمة يمكن عرضها في النقاط التالية³²:

³² سويلم محمد " إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية" الشركة العربية المتحدة للنشر و التوزيع، مصر 1992، ص ص 303-308.

- عرفة سيد سالم " إدارة المخاطر الاستثمارية" دار الراجحة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص ص 189-190.

- التعامل في الأوراق المالية بيعا و شراء بحيث تعكس تغيرات الأسعار الأوضاع الإدارية و المالية للشركات.
- استثمار رؤوس الأموال و تشجيع الادخار و تجميع الأموال، بالإضافة إلى خلق رؤوس أموال جديدة.
- توجيه الاستثمار: إذ تلعب أسعار الفائدة تأثيرا كبيرا على أسعار الأوراق المالية و على عوائدها و توجيه الاستثمار من الأسواق المالية إلى البنوك أو العكس.
- حماية المساهمين من أي تلاعب والذي قد يحدث في الشركات المدرجة في البورصة و الذي يكون ناتج عن سوء الإدارة أو الإهمال أو أي عامل آخر من العوامل التي تؤثر على نشاط الشركة.
- ترشيد المستثمر لأفضل الأسعار المعلنة عن العمليات المعقدة وتطوراتها وكمية الصكوك المدرجة لإظهار أفضل القنوات لتوجيه المدخرات بهدف تحقيق فائدة أكبر، فالسوق المالي يسمح بتقييم الأصول المالية.
- توافر العلانية: تتم الصفقات في البورصات علانية و يتم نشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة وفي لوحات واضحة، وكذلك البيانات التي تصدرها الشركات جميعها تعلق للجمهور في البورصة علانية حتى يكون كافة المتعاملين على بينة عن الشركات التي يساهمون فيها.
- تسعير الأصول المالية من خلال تفاعلات قوى العرض والطلب داخل السوق أي من خلال التقاء وتفاعل المشترين مع البائعين، فالمشتررون يرغبون في تعظيم معدل العائد عند مستوى معين من المخاطرة وذلك بعرض أقل سعر ممكن، بينما يسعى البائعون إلى الحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة ممكنة، ويستمر التفاعل بين المشترين والبائعين سعيا وراء تحقيق رغباتهم إلى أن ينتهي بتخصيص مدخرات المجتمع إلى الأفراد أو المنظمات القادرين على استخدام هذه المدخرات الاستخدام الأفضل، بهذا يحصل المشتري على أعلى عائد ممكن بينما يحصل البائع على التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة، لذلك فأسعار الأوراق المالية داخل هذه الأسواق هي بمثابة إشارات Signals لكيفية تخصيص موارد المجتمع.
- تأمين السيولة للأصول المالية (بمعنى تحويل الأصل إلى نقد)، و حتى تقوم سوق الأوراق المالية بهذه الوظيفة يجب أن يتصف بالاعتدال. و حتى يتصف السوق بالاعتدال لابد من توافر ثلاثة شروط هي³³:
 - ✓ أن يكون السوق عميقا : أي سوق يتميز بوجود تدفق مستمر لأوامر البيع والشراء، بعبارة أخرى أن يكون هناك العديد من البائعين والمشتريين على استعداد للبيع والشراء بأسعار أقل وأكبر من سعر آخر عملية، و هو ما يمنع حدوث تقلبات حادة في الأسعار.
 - ✓ أن يكون السوق كثيفا: بمعنى أن تتدفق أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة وذلك من أجل الاستفادة من اقتصاديات الحجم في تحقيق الاعتدال المطلوب، ومنع حدوث التقلبات الحادة في الأسعار.
 - ✓ أن يكون السوق مرنا: بدرجة تجعله قادرا على الاستيعاب الفوري للتدفق المستمر لأوامر البيع والشراء ذات الأحجام الكبيرة، ولتحقيق هذه الصفة لابد من توافر نظام الكتروني يتسم بالسرعة وانخفاض التكاليف، وأن يكون على المستوى الذي يمنع حدوث أي عرقلة لبعض الأوامر لفترات زمنية معينة.

³³ عبد الحافظ السيد بدوي، مرجع سابق، ص ص 12-13 .

المبحث الثاني: أدوات أسواق الأوراق المالية

يجري التعامل في الأسواق المالية على نوع خاص من الأدوات تسمى بالأصول المالية (الأوراق المالية)، والتي تتمثل في عقود تجمع بين المصدرين والمستثمرين، ويعطي الأصل الحق لصاحبه في الحصول على تدفقات نقدية، أما بالنسبة لمصدر الأصل فهو يتعهد بدفع تدفقات نقدية³⁴. وتشير الأوراق المالية إلى³⁵ "التمثيل القانوني لحاملي الورقة تجاه المنشأة المصدرة والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد (محدد أو غير محدد) أو جزء من أصول الشركة أو كليهما معا". وتشمل الأوراق المالية: أدوات الملكية، وأدوات الدين، والمشتقات.

1.2 أدوات الملكية Owner Ship

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم والتي تعتبر أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة.

1.1.2 ماهية الأسهم وخصائصها

تعتبر الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل تمثل صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، كما يضمن لصاحبه الحق في الحصول على حصة من الأرباح وفي موجودات الشركة عند تصفيتها³⁶. و يوضح كل صك اسم الشركة المصدرة للسهم، نوع السهم ورقمه، وعدد الأسهم بالصك، و لا تكمن أهمية الأسهم بالنسبة للمستثمر من كونه استثمار يعطى للمستثمر حقا في ملكية المنشآت المصدرة لتلك الأسهم فقط، وإنما أيضا بسبب ما تحققه من عوائد استثمارية جعلته مميّزا عن غيره من أدوات الاستثمار المالي الأخرى، حيث تنفرد الأسهم في شكل العوائد التي تحققها للمستثمر وهي: عوائد نقدية متأتية من الأرباح، وعوائد استثمارية تتحقق عن طريق ارتفاع قيمة الأسهم في السوق المالي بسبب ظروف العرض والطلب والعوامل الأخرى المؤثرة في القيمة السوقية³⁷.

و تتمتع الأسهم بعدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها³⁸:

- تساوي قيم الأسهم للشركة: والحكمة من ذلك هو سهولة تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية وتسهيل عملية توزيع الأرباح، وتنظيم سعر الأسهم داخل البورصة، فكل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
- قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة، وتعتبر من أهم خصائص الأسهم فإذا نص في الشركة على عدم قابلية السهم للتداول فقدت الشركة صفة المساهمة.
- عدم قابلية السهم للتجزئة: بمعنى إذا مات أحد الشركاء فلا يجوز أن يقسم سهمه على ورثته وإنما يختار الورثة من بينهم ممن يمثلهم في الجمعية العمومية حتى يستطيع مباشرة الحقوق الخاصة بهم.

³⁴ Vernimmen Pierre « Finance d'entreprise » Dalloz, paris 6^{ème} édition 2005, pp 4-5.

³⁵ الحناوي محمد صالح/ مصطفى نهال فريد/ العبد جلال إبراهيم" أسواق المال و المؤسسات المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية 2004، ص 07.

³⁶ محمد محمود عبد ربه" مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2000، ص 08.

- شيحة مصطفى رشدي " الاقتصاد النقدي المصرفي والبورصات" الدار الجامعية، الإسكندرية 1998، ص 64.

³⁷ الزبيدي حمزة محمود " الاستثمار في الأوراق المالية" مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2001، ص 172.

³⁸ أحمد محمد لطفي أحمد " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2006، ص 47-49.

- Picon Olivier « La bourse : ses mécanismes, Gérer son portefeuille, réussir ses placements » Dalloz, paris 14^{ème} édition 2000, p36.

- مسؤولية المساهم محدودة بالقيمة الاسمية لأسهمه: ولا يسأل المساهمون عما تجاوز ذلك، فإذا أفلست الشركة و صارت عاجزة عن سداد ديونها فلا يلزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.
- و قد تأخذ الأسهم شكل أسهم نقدية (تدفع قيمتها نقدا) ³⁹ وأسهم عينية (تصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة مصادق عليها من الجمعية العامة التأسيسية) ⁴⁰ وهذا حسب نوع الحصة التي يدفعها المساهم، أما حسب شكل إصدار الأسهم فهي تأخذ ثلاثة أشكال وهي ⁴¹:
- **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم ويعتبر حاملها مالكا لها، ويحصل التنازل عنها بتسليمها من يد إلى يد، ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حقوقه في حضور الجمعية العامة، الأرباح، أموال التصفية...، ولا تعترف الشركة إلا للمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه بطريقة غير قانونية، ولا يجوز أن تصدر الشركة الأسهم لحاملها إلا إذا دفعت قيمتها بالكامل عند الاكتتاب.
 - **الأسهم الاسمية:** وهي التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك و يقيد اسمه في سجلات تحتفظ بها الشركة المصدرة، ويمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر، وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول التنازلات، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة، كما تدون البيانات المقيدة في السجل والتي تشمل اسم ولقب وموطن وجنسية المساهم، ونوع السهم والشركة التي أصدرته (عنوانها، رأس مالها، مركزها)، وكذا بيان المدفوع من قيمة السهم وذلك لأن كل مساهم مدين بكل ما اكتسب به، وبهذه الطريقة يمكن معرفة مقدار الباقي في ذمته، إضافة إلى عملية التنازل التي تمت و تاريخ حدوثها.
 - **السهم لأمر(السهم الإذني):** ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير بانتقال السهم من شريك إلى آخر بأن يكتب على ظهر صك السهم تحويلها إلى الآخر فيصبح الثاني هو مالك الأسهم والأول متخليا عنها وبدون الحاجة للرجوع إلى الشركة. وتشترط الشركة في هذه الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية مدفوعة بالكامل فالشركة لا تستطيع تعقب تداول السهم، ولا تستطيع التعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع.
- كما تقسم الأسهم من حيث استرداد قيمتها قبل انقضاء الشركة و عدم الاسترداد إلى نوعين هما ⁴²:
- **أسهم رأس المال:** وهي الأسهم التي لا يجوز لمالكها استرداد قيمتها من الشركة ما دامت الشركة قائمة وهذا الأصل بالنسبة لجميع الأسهم كما نص القانون وإلا فذلك يؤدي إلى انخفاض رأس المال.
 - **أسهم التمتع:** وهي أسهم تستهلكها الشركة برد قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة و يبقى مالكا شريكا له حق الحصول على الأرباح والتصويت، ويطلق على هذه العملية بـ "استهلاك الأسهم" ويكون الاستهلاك بطرق متعددة كأن تشتري الشركة جزءا من الأسهم أو تسحب من التداول في كل سنة عددا

³⁹ لا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية و صدور المرسوم المرخص بتأسيسها.

⁴⁰ لا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى صاحبها إلا عند تسليم المقدمات التي تقابلها و تعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها.

⁴¹ مطر محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الرابعة 2004، ص ص 211-212.

⁴² هارون محمد صبري، مرجع سابق، ص 233.

من الأسهم بطريق القرعة وتدفع قيمتها الاسمية للملكها من الأرباح، ويعطى المساهم بدل تلك الأسهم سهما يسمى سهم "التمتع" يخول له الحق في أرباح الشركة أقل من الحق المقرر لأسهم رأس المال. ويشترط في تقديم هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة⁴³.

كما تصنف الأسهم على أساس الحقوق المكفولة لحاملها وهي نوعين هما: الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.

2.1.2 الأسهم العادية (Ordinary Stock) Common Stock

1.2.1.2 تعريفها: يعرف السهم العادي بأنه⁴⁴ أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله -بذمة الجهة المصدرة له- في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم". وتعد من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمر، ويتمتع حامل السهم العادي بحقوق تحددها الأعراف وقوانين الشركات وتمثل فيما يلي⁴⁵:

- حق الحصول على نصيب من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها وذلك بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.

- الحق في الحصول على التوزيعات عند تحقيقها و تقرير توزيعها (لا يمكن للمساهم المطالبة بالتوزيعات ما لم تحقق الشركة أرباحا أو إذا حققت أرباحا ولم تقرر الشركة توزيعها، و يتوقف حصول المساهمين على جزء من الأرباح على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح. كما للمساهم الحق في الأرباح المحتجزة.
- حق المشاركة في الجمعية العامة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة والقوائم المالية وتقرير مراقب الحسابات، كما للمساهم حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وإصدار القرارات المرتبطة بسياسات الشركة، والرقابة على الإدارة.
- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان المساهم يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
- حق الأولوية في الاكتتاب (حق الشفعة) عند إصدار الشركة لأسهم جديدة⁴⁶ أو عند إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم. كما أن للمساهم الحق في الحصول على الأسهم المجانية⁴⁷.
- الحق في الحصول على المعلومات حول وضعية الشركة، والاطلاع على الحسابات السنوية.

⁴³ محمود أمين زويل "بورصة الأوراق المالية : موقعها من السوق - أحوالها ومستقبلها" دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية 2000 ، ص47.

⁴⁴ التيميمي أرشد فؤاد/ سلام أسامة عزمي "الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة" دار المسيرة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2004 ، ص 30.

⁴⁵ Peyrard Josette « La Bourse » Vuibert entreprise paris, 9ème édition 2000, p p19-20.

- Picon Olivier « La bourse » OP.CIT , pp183-189.

- رمضان زياد "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة 2005، ص 57.

- الموسوي ضياء مجيد " البورصات : أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات" مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية 2003، ص41.

⁴⁶ يترتب على إصدار أسهم جديدة زيادة رأس مال و دخول مساهمين جدد مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية و إضعاف مركز الملاك القدامى، و حتى تتجنب الشركات تعريض حملة أسهمها لمثل هذا الموقف فإنه عادة ما يقضي القانون الأساسي للشركة بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم.

⁴⁷ الأسهم المجانية: هي توزيعات تقوم بها الشركة تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات في صورة أسهم عادية، و يكون التوزيع على المساهمين بنسبة لاملاكهم للأسهم العادية ، و تعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة و المتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة، و بالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.

2.2.1.2 أنواع الأسهم العادية

و الأسهم العادية عدة أنواع من أهمها الآتي⁴⁸:

- **الأسهم المرخص بها** (المصرح بها): يحدد القانون الأساسي لكل شركة مقدار رأس المال الذي يمكنها إصداره، وهذا ما يسمى برأس المال المرخص به، ويقسم رأس المال في هذه الحالة إلى حصص متساوية.
- **الأسهم المصدرة**: أحيانا قد لا تقوم الشركة بإصدار أسهم رأس المال المرخص بالكامل مرة واحدة، وفي هذه الحالة يسمى الجزء من أسهم رأس المال الذي تصدره الشركة فعلا باسم الأسهم المصدرة .
- **أسهم الخزينة Treasury Stock**: هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق⁴⁹، وليس لأسهم الخزينة الحق في توزيعات أو حق التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها⁵⁰.

3.2.1.2 تصنيف الأسهم العادية

تصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية إلى الأصناف التالية⁵¹:

- **الأسهم المتميزة (الأسهم الزرقاء الممتازة) Blue Chips**: هي أسهم تحافظ على جودتها حتى في حالة حدوث تراجع في النمو الاقتصادي. وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA، وميزات هذه الأسهم سمعتها ومركزها المالي الجيد، والأمان والدخل (أسعارها مرتفعة)، فهي أسهم الشركات ذات الجودة والمصدقية والقدرة على تحقيق نتائج جيدة في معظم الأوقات.
- **أسهم الدخل**: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة) غالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات تمتاز بإنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحا وتوزيعات أرباح مضمونة.
- **أسهم النمو**: هي الأسهم التي تتميز بالارتفاع الكبير في قيمتها السوقية وتكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية.
- **أسهم المضاربة**: وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد في الأجل القصير، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات حديثة النشأة ومعرضة لاحتمالات النجاح أو الفشل.
- **الأسهم الموسمية**: هي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعا موسمية، والطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه كما أنها تتأثر بحالات الكساد.
- **الأسهم الدفاعية**: وهي الأسهم التي تكون لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الراج أو في حالة الكساد فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما و مستقرا.

⁴⁸ الحناوي محمد الصالح و آخرون " أسواق المال و المؤسسات المالية" مرجع سابق، ص ص 8-9.

⁴⁹ تلجأ الشركة إلى إعادة شراء أسهمها إما لتعزيز القيمة السوقية للسهم أو تجنبيا لحالات الاكتساب أو الاستيلاء العدواني

⁵⁰ عصام حسين " أسواق الأوراق المالية: البورصة" دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 101.

⁵¹ التميمي أرشد فؤاد/ سلام أسامة عزمي، مرجع سابق، ص ص 33-36.

4.2.1.2 أنواع قيم الأسهم العادية

تتعدد القيم⁵² التي تأخذها الأسهم العادية و يمكن استعراضها كآتي⁵³:

أ. **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المكتتب بها للسهم (قيمة الإصدار) والمنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة. وهي القيمة التي يتم على أساسها توزيع نسبة من الأرباح التي تحققها الشركة خلال السنة كما تستعمل لحساب رأس مال الشركة المدفوع عن طريق ضرب عدد الأسهم المتداولة في القيمة الاسمية للسهم، وتحسب هذه القيمة من خلال قسمة رأس مال الشركة على عدد الأسهم .

ب. **القيمة الدفترية:** وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة بعد تأسيسها. و تمثل هذه القيمة نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحققة.

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

أما في حالة وجود أسهم ممتازة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتحدد بقسمة الفارق بين حقوق الملكية وحقوق الأسهم الممتازة على عدد الأسهم الممتازة.

ج. **القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع المساهم العادي الحصول عليها عند إنهاء عمليات الشركة وتصفيتها وبيع أصولها بعد استبعاد كافة الالتزامات بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة⁵⁴.

د. **القيمة السوقية:** وهي السعر الذي يباع به الأصل في السوق نتيجة التفاعل الحر بين العرض والطلب في سوق تسوده المنافسة الكاملة- أي لا توجد فيها قوى احتكارية تؤثر على العرض والطلب-، ويتحدد السعر التوازني للسهم من خلال تساوي العرض مع الطلب، و يعبر السعر التوازني الذي يتساوى عنده الطلب مع العرض عن القيمة الحقيقية للسهم⁵⁵.

هـ. **القيمة الحقيقية Intrinsic Value:** وتدلل على القيمة السوقية العادلة، إذ تحدد بالنسبة للسهم على ضوء قاعدة أصول الشركة والأرباح الموزعة على المساهمين وتوقعات النمو المستقبلية، وكفاءة إدارة الشركة، وهي تبنى على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية. إن القيمة الحقيقية هي ما يهتم المستثمر على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. إذ يقوم المستثمر بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية والسعر السوقي للسهم⁵⁶، فإذا كان السعر السوقي أعلى من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، بل على العكس يجب التخلص منه إذا كان للمستثمر

⁵² تتبع قيمة الأوراق المالية من منفعتها أو قدرتها على خلق المنفعة، فالدخل أو الأرباح التي تحققها الأوراق المالية هي التي تعكس قيمتها .

⁵³ علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق " دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص ص 174-176.

⁵⁴ خلف فليح حسن " الأسواق المالية و النقدية " عالم الكتاب الحديث، جدارا للكتاب العلمي الأردن، الطبعة الأولى 2006، ص 209.

⁵⁵ الزرري عبد النافع / غازي فرح " الأسواق المالية " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى 2001، ص 157.

⁵⁶ من الممكن أن يختلف السعر السوقي عن القيمة الحقيقية للسهم لعدة أسباب أهمها: المضاربات، والتلاعب في أسعار الأسهم، عدم توافر المعلومات عن أداء الشركة، الإفصاح غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين و البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة.

مركز فيه، أما إذا كان السعر السوقي أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً. وعندما يكون السعر السوقي مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب.

3.1.2 الأسهم الممتازة Preferred Stock

1.3.1.2 تعريفها: يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية الهجينة Hybrid Securities حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية و السندات (أي أنها تمثل حق ملكية وأيضاً حق مديونية) فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات و قبل 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 وبشروط معينة. أما باعتبارها تشبه السهم العادي و هو كون أن أجل السهم الممتاز يرتبط بوجود واستمرار الشركة أي ليس له تاريخ استحقاق⁵⁷، ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق، كما أنها تعطي الحق لحاملها في الأرباح التي تحققها الشركة وتكون تلك الأرباح محددة بحد أدنى أو حد أعلى - محددة بنسبة مئوية معينة من قيمته الاسمية⁵⁸ - وهي بذلك تشبه السندات) تظهر صراحة في عقد الإصدار، كما لا يحق لحاملها المطالبة بالأرباح إذا قررت الإدارة عدم توزيعها، فالشركة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح. وتأخذ الأسهم الممتازة مجموعة من القيم و هي: القيمة الاسمية و التي تمثل القيمة التي يصدر بها السهم الممتاز وتكون مكتوبة على السهم وهي تشكل الأساس الذي يتم بناءاً عليها حساب أرباحه. والقيمة الدفترية: وهي تساوي قيمته الاسمية و ذلك لأن السهم الممتاز لا يشارك في الأرباح المحتجزة لأن تلك الأرباح هي من حقوق حملة الأسهم العادية فقط. بالإضافة إلى القيمة السوقية وهي القيمة التي يباع بها السهم الممتاز في السوق.

2.3.1.2 أنواع الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة أنواع عديدة من أهمها⁵⁹:

- أ. الأسهم الممتازة المشاركة و غير المشاركة في الأرباح: يشارك هذا النوع من الأسهم الممتازة الأسهم العادية فيما تبقى من الأرباح بعد أخذ نصيبها منها أولاً⁶⁰، وبتعبير آخر تأخذ الأسهم الممتازة أرباحها أولاً ثم تعود وتشارك الأسهم العادية في الباقي، أما غير المشاركة فهي لا تشارك الأسهم العادية في أرباحها أي تكتفي بالأرباح المخصصة لها (بصرف النظر عن الأرباح المحققة) وليس لها الحق في الباقي.
- ب. الأسهم الممتازة المجمعة و غير المجمعة للأرباح: لا تحصل الأسهم الممتازة على الأرباح المحددة لها إلا إذا حققت الشركة أرباحاً وقررت توزيعها فإذا لم يتوفر هذان الشرطان فإنه لن يتم توزيع الأرباح، فإذا كانت الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح فإنها في السنوات التي لا يتم فيها التوزيع لا تضيع حقوقها في تلك

⁵⁷ Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4ème edition p 248.

⁵⁸ ناجي جمال " إدارة محفظة الأوراق المالية" المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان، الطبعة الأولى 1998، ص 14.

⁵⁹ المرجع السابق، ص ص 59-62.

⁶⁰ تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بعدد معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر.

الأرباح بل تدور إلى السنة التالية، حيث تأخذ الأرباح عن السنوات التي لم يتم فيها التوزيع بالإضافة إلى الأرباح التي تستحقها عن السنة التي يتم فيها التوزيع وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية. أما الأسهم الممتازة غير المجمعة فلا يحق لها أن تجمع حقوقها عن السنوات التي لا يتم فيها توزيع أرباح .

ج. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل وغير القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: تكون الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إذا كان بالإمكان تحويلها إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية محددة يكون منصوصا عليها في عقد الإصدار. وعادة ما يكون خيار التحويل أو عدمه بيد حامل السهم فإن وجد أن من مصلحته التحويل فإنه يحول و إلا فلا. أما غير القابلة للتحويل فهي التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

د. الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء (القابلة للسداد): تعطي قابلية السهم الممتازة للاستدعاء الحق للشركة المصدرة في إلزام المساهم برد الأسهم للشركة بسعر محدد و على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضا من الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين و بالتالي يخفض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي⁶¹.

2.2 أدوات الدين (السندات) Bonds

تمثل أدوات الدين اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض يترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن قيمة أصل الدين، و تتمثل أهم صور أدوات الدين فيما يسمى بالسندات.

1.2.2 تعريف السندات

هي عبارة عن صكوك قابلة للتداول تمثل دينا بين حامل السند و مصدره، وهذا الأخير يمكن أن يتمثل في الدولة و الجماعات المحلية -بهدف الحصول على موارد لتغطية العجز في الميزانية أو بهدف ضبط حجم النقد في السوق، أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية- أو شركات المساهمة وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة⁶². ويعتبر السند أصل مالي ذو تاريخ استحقاق محدد، إذ يمثل تعاقدًا على الاقتراض والإقراض بين طرفين هما مصدر السند (المقترض) ومشتري السند (المقرض)، وبموجب شروط يتضمنها عقد القرض، حيث يلتزم المقترض بأن يدفع لحامل السند مبلغا معينا (عادة القيمة الاسمية) بتاريخ الاستحقاق، وفائدة دورية - تحدد على أساس القيمة الاسمية للسند- في مواعيد محددة⁶³ و ذلك بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر. كما يعطي السند لحامله الحق في استرداد دينه في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية قبل حصول حملة الأسهم الممتازة والعادية على حقوقهم، وليس لأصحاب السندات الحق في إدارة الشركة التي أصدرتها، وإن كان إصدار السندات قد يلزم هذه الشركة بمراعاة حقوق حملة السندات. ويعتبر السند قرضا غير قابل للتجزئة

⁶¹ مطر محمد، مرجع سابق، ص 216.

⁶² Fleurient Michel et Simon Yves « Bourse et marchés financiers 2^e édition Dunod, 2002, p 32.

⁶³ أمين السيد أحمد لطفي " المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر 2000، ص127.

وهو يشبه السهم في ذلك كما أنه قابل للتداول إذ تتوقف طريقة تداوله على شكله، فإن كان اسمياً⁶⁴ (يحمل اسم حامله) فتداوله يكون بقيد التصرف في سجلات الشركة وإن كان لحامله⁶⁵ فالمنافسة اليدوية أي بالتسليم وإن كان لأمر فبالتظهير⁶⁶. وللإصدار قيمتان هما: القيمة الاسمية وهي القيمة التي يصدر بها وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ إصدار السند وحتى تاريخ سداده، والقيمة السوقية وتمثل قيمة السند في السوق وتكون عرضة للتقلبات باستمرار. ويصاحب إصدار السندات نوعان من الوثائق وهما:

- **شهادة السند:** وتمثل دليل ملكية الحقوق التي يتضمنها السند وتحتوي على معلومات محددة مثل كيف ومتى يتم سداد الفوائد والقرض، ويكون السند مسجلاً باسم صاحبه في سجلات الشركة.
- **عقد إصدار السند:** وهو وثيقة تحدد تفاصيل الاتفاق بين المقترض وبين الدائنين (المستثمرين). ويجب أن تظهر وثيقة الإصدار اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة لحملة السندات، كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند.

2.2.2 أشكال السندات وأنواعها

تختلف أنواع السندات تبعاً لاختلاف أسس التقسيم ويمكن التعرض إلى هذه الأنواع وفق الآتي:

1.2.2.2 تقسيم السندات على أساس الأجل: تقسم السندات حسب آجالها إلى⁶⁷:

- **السندات الدائمة:** هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.
- **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند. ويشتمل هذا النوع من السندات على الأنواع التالية:
 - أ. **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل ويتم تداولها في السوق النقدي، وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.
 - ب. **سندات متوسطة الأجل:** هي سندات يزيد أجل استحقاقها عن عام واحد ولا يتجاوز 7 سنوات، وتكون معدلات فائدة هذه السندات مرتفعة وذلك بسبب درجة المخاطرة المرتفعة.
 - ج. **سندات طويلة الأجل:** وهي التي يزيد تاريخ استحقاقها عن 7 سنوات وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من فائدة السندات القصيرة والمتوسطة الأجل.

⁶⁴ السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته لذا لا يصرف أي منها إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها شكل كوبونات ترفق بالسند وتزج منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من البنك مباشرة، ولا تنتقل ملكية هذه السندات إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

⁶⁵ تنتقل ملكية السند لحامله بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها .

⁶⁶ ياسين محمد يوسف " البورصة " منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2004، ص79.

⁶⁷ صافي وليد / البكري أنس " الأسواق المالية و الدولية" دار البداية و دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص111.

2.2.2.2 من حيث الضمان: و تنقسم حسب هذا المعيار إلى سندات مضمونة وهي سندات مرهونة بأصول معينة تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فواتده، والسندات غير المضمونة وهي التي لا تعطي حاملها حق وضع اليد على أصول الشركة و إنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على حقوقها قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية، فالضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائئها⁶⁸.

3.2.2.2 من حيث طبيعة معدل الفائدة (أو من حيث العائد) و تنقسم إلى⁶⁹:

- **سندات ذات معدل فائدة ثابت:** تكون معدلات الفائدة في هذا النوع من السندات ثابتة طوال مدة القرض، وهذا النوع من السندات يقدم عائدا مائلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض.
- **سندات ذات معدل فائدة عائم (متغير):** تتميز هذه السندات بمعدل فائدة متغير وذلك طوال حياة القرض حيث تكون معدلات الفائدة قابلة للتعديل، إذ تتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق لمدة تنحصر ما بين ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر يضاف إليها هامش ثابت معين. هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير (يتغير حسب معدل الفائدة السائد في السوق).
- **سندات ذات معدل صفري Zero coupon bonds:** بعض السندات لا تعطي الحق لحاملها في معدل الفائدة فهي لا تحمل معدل كوبون، إذ تباع بخضم على القيمة الاسمية، و تعطي لحاملها الحق في تدفق نقدي واحد يكون في تاريخ الاستحقاق ويكون مساويا للقيمة الاسمية للسند، إذ لا توجد أي تدفقات نقدية وسيطة بين تاريخ إصدار السند وتاريخ استحقاقه⁷⁰. كما يمكن بيع تلك السندات في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

4.2.2.2 من حيث قابلية التحويل و نجد نوعين هما:

- **سندات قابلة للتحويل:** و هي سندات -عادة ما تكون ذات معدل فائدة ثابت- تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد و ضمن مهلة محددة و ذلك بنص صريح في عقد الإصدار، وبالتالي فهي تسمح للمساند بأن يصبح مساهما⁷¹، ويقوم المستثمر بتحويل السندات إلى أسهم في حالة ارتفاع أسعار الأسهم أما في حالة انخفاض أسعار الأسهم فإن المستثمر لا يفضل تحويل تلك السندات تفاديا لتأثير هبوط الأسعار⁷². و تمنح هذه السندات خاصيتين لحامها فمن جهة تضمن له عائدا انطلاقا من كوبون السند، ومن جهة أخرى تحميه في حالة انخفاض قيمة الأسهم⁷³. وتعتبر قابلية السند للتحويل ميزة للمستثمر وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء.

⁶⁸ الشواررة فيصل محمود، مرجع سابق، ص 78.

⁶⁹ Peyrard Josette « La Bourse » .op.cit.p 32-34.

⁷⁰ Jonathan Berk et Al « Finance d'entreprise » op.cit.p220.

- Yves Simon « Encyclopédie des marchés financiers » Economica Tome 2 1997. Article de Albamnde clermont – Tonnene et Michel- Andrélivy « Obligations à coupon –Zéro » p1323.

⁷¹ Peyrard Josette. op.cit.p 34.

⁷² Fleurient Michel et Simon Yves « Bourse et marchés financiers » op .cit.p 32.

⁷³ Article de Gildas de Nercy « Obligations convertibles » , « Encyclopédie des marchés financiers » op.cit. p 1299.

- **سندات غير قابلة للتحويل:** الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك، وتصدر السندات غير قابلة للتحويل عادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.
- **5.2.2.2 من حيث قابليتها للاستدعاء أو للإطفاء:** وحسب هذا التقسيم يوجد نوعان من السندات هي⁷⁴:
 - **سندات قابلة للاستدعاء:** معناها أن يكون مسموحاً للشركة المصدرة للسندات باستدعائها وإطفائها قبل موعد استحقاقها ضمن شروط (شروط الاستدعاء) محددة ومنصوص عليها في عقد الإصدار. وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر يكون دائماً أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء⁷⁵ وتتناقص علاوة الاستدعاء كلما تأجل الاستدعاء⁷⁶. وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث مهلة الاستدعاء ومن ضمنها سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة وفيها يكون للشركة الحرية المطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد وعلى حامل السند تسليمه للإطفاء في الموعد المحدد، وإذا امتنع بحرم من الفائدة دون أن يرتب عن ذلك أية مسؤولية على الشركة وهذا النوع من السندات نادر الوجود، بينما الأكثر شيوعاً هي السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات من تاريخ إصداره، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاءه قبل مضي هذه المهلة، ولكن بمجرد انتهاء المهلة تصبح حريتها مطلقة في استدعاءه⁷⁷.
 - **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، وعليه إذا لم يرد أي نص في عقد الإصدار على قابلية السندات للاستدعاء فإنها تكون غير قابلة للاستدعاء، وإذا أرادت الشركة أن تطفئ هذه السندات قبل موعد استحقاقها فإن عليها أن تشتريها من السوق بالأسعار السائدة.

3.2.2 المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السندات

- يتعرض حامل السندات لحملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارتهم وهذا ما يتطلب منهم الحرص والعناية في تحليل تلك المخاطر، ونجد من هذه المخاطر ما يلي:
 - **مخاطر السيولة:** تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل أو متى كانت من فئة متدنية الجودة⁷⁸. فكلما ارتفعت درجة سيولة السند زادت الرغبة في حيازته وانخفض معدل العائد المطلوب. ولتخفيض مخاطر السيولة ينصح المستثمر بأخذ حجم الصفقة والإصدار وفئة السند بعين الاعتبار، فكلما زاد حجم الإصدار وحجم صفقة وارتفعت فئة السند كلما زادت سيولته .

⁷⁴ مطر محمد، مرجع سابق، ص 226-227.

⁷⁵ تصدر هذه السندات بعلاوة استدعاء بقصد تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي.

⁷⁶ الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 232.

⁷⁷ رمضان زياد، مرجع سابق، ص 65-66.

⁷⁸ يقصد بجودة السندات ترتيبها وتصنيفها على أساس ترتيب المنشآت المصدرة لتلك السندات وفقاً لقدرتها على خدمة الديون التي حصلت عليها، أي على مدى قدرة الشركة على الوفاء بقيمة الدين (السند) في تاريخ الاستحقاق، فترتيب جودة السندات لا يخرج عن كونه ترتيب للمركز الائتماني للشركة بما يمكن معه مقارنتها مع الشركات الأخرى يكون هيكل رأسمالها يتضمن أموالاً مقترضة (سواء كانت قروض مباشرة أو سندات).

- **مخاطر أسعار الفائدة:** إن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات ويحدث العكس في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية (علاقة عكسية)، وعليه فإن أي تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة عملية بيع السندات⁷⁹.
- **مخاطر استدعاء السند:** يكون شرط الاستدعاء ملازماً للسندات القابلة للتحويل لذا تستخدم الشركة حقها في الاستدعاء عندما ترتفع الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الاستدعائية ما يغري الشركة على استدعاء سنداتهما وقطع الطريق على حملة السندات من تحويلها إلى أسهم عادية. فإذا ظهرت مؤشرات تشير لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات تاريخ الاستحقاق، تعتمد الشركة لشراء السندات وإحلالها بأخرى تحمل معدل فائدة أقل. إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند ذو عائد أكبر بآخر ذو عائد أقل⁸⁰.
- لذا يجدر بالمستثمر أن يتفحص عقد الإصدار للتأكد من تضمينه شروط الحماية من الاستدعاء واستغلال شرط التحويل في حالة وجوده بطريقة تحقق مصالحه وتحميه من مخاطر الاستدعاء.
- **مخاطر التضخم:**⁸¹ تتأثر السندات بمعدل التضخم فإذا ارتفع هذا الأخير ارتفع معه الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك بسبب انخفاض قيمته الحالية⁸²، فارتفاع مستوى التضخم من شأنه أن يرفع من مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق بما يعكس على معدل العائد المطلوب على الاستثمار، بمعنى أن يطلب المستثمر معدلاً أعلى للعائد ليعوضه عن الانخفاض في القوة الشرائية للتدفقات النقدية المستقبلية.
- **مخاطر الرفع المالي:** من مصلحة حملة السندات أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي، فتجاوز الرفع المالي للنسب المعيارية المتعارف عليها في الصناعة التي تعمل فيها الشركة يحمل مخاطر على حقوق حملة السندات بسبب ظهور منافسين يشاركونهم موجودات الشركة إذا ما تعرضت للتصفية أو للإفلاس، هذا إضافة إلى أن تجاوز نسبة الرفع المالي في الشركة للحدود المعقولة غالباً ما يصاحبه انخفاض في كل من أسعار أسهمها وسنداتهما، لذا ينصح المستثمرون في السندات قبل إقدامهم على الشراء بتفحص ميزانية الشركة للتعرف على هيكل رأسمالها وعلى الأصول التي قدمت كضمان للإصدارات السابقة.
- **مخاطر الإفلاس:** تقلل مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها حملة السندات عن تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم بسبب شرط الأولوية الموفر لحملة السندات على موجودات الشركة المصدرة، إلا أن إفلاس الشركة

⁷⁹ محمد محمود عبد ربه، مرجع سابق، ص 29.

⁸⁰ الهندي منير إبراهيم هندي "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق، ص 499.

⁸¹ يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية؛ أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار في السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، أي تعرض الأموال لانخفاض في قيمتها الحقيقية، فحتى لو ارتفعت القيمة النقدية للاستثمار قد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد ارتفعت بمعدلات أكبر.

⁸² الحسيني صلاح حسن / الدوري مؤيد عبد رحمان "إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر" دار وائل للنشر، الأردن 2000، ص 169.

سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات سينعكس آثاره على حقوق المساهمين وحاملي السندات معاً، لذا ينصح المستثمرون في السندات توجيه مدخراتهم للاستثمار في السندات ذات النوعية الجيدة والصادرة عن شركات تتمتع بملاءمة مالية جيدة.

- **مخاطر التوقف عن السداد** : وتشير إلى عدم قدرة الشركة المصدرة على سداد فوائده وأصل السند في التوقيت المحدد، غير أن السندات التي تصدرها الحكومات المركزية لا تتعرض في العادة لمثل هذه المخاطر.
- **مخاطر تاريخ الاستحقاق**: كلما طال تاريخ استحقاق السند زاد عدم التأكد بشأن مستقبل تدفقاته النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها سند يستحق بعد ثلاثة سنوات هي أكثر بكثير من القدرة على التنبؤ بالمخاطر التي يتعرض لها سند يستحق بعد ثلاثين سنة، هذا يعني أنه لا بد من حصول المستثمر على عائد أكبر يعوضه عن مخاطر الاستثمار في السندات الطويلة الأجل⁸³.

3.2 الأدوات المالية المشتقة

هي عبارة عن عقود تشتق قيمتها من قيمة الوسيلة التحتية (أي الأصول موضوع تلك العقود)، فهذه الأصول تنوع ما بين أصول مالية وأصول مادية (أسهم، سندات، مؤشرات، مواد أولية، و معادن ومنتجات فلاحية....)⁸⁴. ومن مميزات المشتقات أنها عبارة عن عقود، تنفيذها يكون في تاريخ مستقبلي، لا تعتمد على استثمارات مبدئية، وتعتمد قيمتها (المكاسب والخسائر) على قيمة الأصل موضوع التعاقد. وباعتبار أن المشتقات هي عقود فهي تتضمن تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، وتحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، وتحديد الزمن الذي يسري فيه العقد، بالإضافة إلى تحديد الشيء محل العقد والذي يكون إما مالياً أو مادياً⁸⁵.

وتستعمل المشتقات إما في التغطية أو المضاربة أو المراجحة ويمكن إيضاحها كما يلي:

- **عملية التغطية**: تتضمن هذه العملية الحد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر عند اتخاذ وضعية مالية ما عن طريق خلق وضعية جديدة ملائمة⁸⁶، فمن خلال المشتقات يمكن للمستثمر أخذ مركز على أصول مالية في السوق الآجل ومركزاً آخر معاكس لمركزه في السوق الحاضر. فعملية التغطية تمكن المستثمر من التعويض عن الخسائر الناجمة في أحد السوقين بأرباح يحققها في السوق الثاني.
- **عملية المضاربة**: تصلح الأدوات المشتقة كوسيلة للمضاربة حيث يقوم المستثمرون بالمضاربة إما على ارتفاع الأسعار أو انخفاضها من خلال عملية مراقبة التغيرات السعرية، فليجأ المستثمرون إلى بيع أو شراء تلك العقود، إذ تتم هذه العمليات خلال فترة زمنية قصيرة، إذ يكون الغرض من المضاربة هو تحقيق أرباح رأسمالية، فالمضارب لا يرغب في امتلاك الأصل وإنما هدفه هو انتهاز الفرصة لتحقيق الربح.
- **عملية المراجحة**: حيث يقوم المستثمرون بعمليات بيع و شراء لعقود مختلفة في آن واحد، وذلك من

⁸³ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص497.

⁸⁴ Dayan Armand /Alain burlaud/Maurice lemelin/ Alain courtois/Sandrine macé/Philippe rusch/ Jacques droesbeke/ Claude Simon/ Frédéric fréry/ Christophe thibierge" Manuel de gestion Volume" 2 Ellipses/Auf 1999. p 231 .

⁸⁵ حماد طارق عبد العال "المشتقات المالية : مفاهيم -إدارة المخاطر - المحاسبة " الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001 ، ص 7 .

⁸⁶ Xavier burckert et Didier marteau et Dahlia Tang « Le marché des changes et la zone Franc »ED/CEF 1989 ,P37.

أجل الاستفادة من فروقات الأسعار في مختلف الأسواق. إذ يتم الشراء من السوق الذي يكون فيه سعر الأصل منخفضاً ثم يبعه في نفس الوقت في السوق الذي يكون فيه السعر مرتفعاً وهكذا.

وتتنوع أنواع العقود المشتقة إذ نجد العقود الآجلة و العقود المستقبلية، و عقود الاختيار وكذا عقود المبادلة.

1.3.2 العقود الآجلة: وهي⁸⁷ "اتفاق تعاقدى بين طرفين (البائع و المشتري) حيث يتفقان على تبادل أصل معين ويحددان السعر و الكمية و تاريخ التنفيذ، على أن يتم التسليم والاستلام في تاريخ مستقبلي. ففي تاريخ الاستحقاق إذا كان سعر الأصل محل التبادل أعلى من السعر المحدد في العقد فسيحقق مشتري العقد ربحاً، أما إذا كان سعر العقد عند تاريخ الاستحقاق أقل من السعر المحدد في العقد فسيحقق خسائر. أما بالنسبة لبائع العقد فسيحقق خسائر إذا كان سعر العقد عند تاريخ الاستحقاق أعلى من السعر المبدئي، وسيريح إذا كان سعر العقد عند تاريخ الاستحقاق أقل من السعر المبدئي المتفق عليه في العقد".

2.3.2 العقود المستقبلية: يعرف العقد المستقبلي على أنه⁸⁸ التزام نمطي إما يبيع أو شراء أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، وتحدد أسواق العقود المستقبلية طبيعة الاتفاق المبرم بين طرفي التعاقد إذ يجب عليها تحديد الأصل (مالي أو مادي و كذا تحديد جودة السلعة ونوعيتها)، حجم العقد، الكيفية التي يتم من خلالها تقديم عروض الأسعار، مكان التسليم، وكيفية دفع قيمة العقد، ومن أجل تسهيل ذلك لجأت الأسواق المستقبلية إلى ترميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية من خلال وحدة التعامل، وشهور التسليم، وتاريخ التسليم، والحد الأدنى لتقلب السعر (النقطة)، وقيمة النقطة، والهامش المبدئي.

و من متطلبات التعامل في العقود المستقبلية أن يودع كل طرف من أطراف العقد مبلغاً معيناً يسمى "الهامش" و هو يمثل نسبة من قيمة العقد كضمان لحسن تنفيذ العقد من الطرفين. و يضمن نظام الهامش النجاح لسوق العقود المستقبلية من خلال تأمين وفاء جميع المتعاملين بالتزاماتهم، و ذلك بتقديم ضمان نقدي معين، من قبل جميع المتعاملين في السوق سواء كانوا بائعين أو مشتريين أو سماسرة. ويتضمن نظام الهامش ما يسمى بالهامش المبدئي و هامش الصيانة اللذين تحدد نسبتهما غرفة المقاصة.

■ **الهامش المبدئي (هامش الأداء):** يلزم كل من البائع والمشتري في العقود المستقبلية بإيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدى السمسار الذي يودعه بدوره في غرفة المقاصة، فهذا الهامش يودع كضمان لحماية أطراف العقد من مخاطر تخلف أحدهما عن الوفاء بالتزاماته. و تتراوح نسبة الهامش المبدئي في المتوسط ما بين 5% و 10% من القيمة الكلية للعقد، إذ يستخدم هذا الهامش لتغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في كل يوم. فبعد إبرام العقد يقوم بيت السمسرة بسوية يومية للعقد نتيجة للتحركات السعرية اليومية للأصل موضوع العقد، و مع كل تغير يومي في السعر فإن أحد أطراف العقد

⁸⁷ De Morgues Michelle « Macroéconomie monétaire » Edition Economica , 2000, p77.

- Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques » 4^e édition, Dunod, paris 2002, p220.

⁸⁸ مدحت صادق " العقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي " دار غريب للطباعة والنشر 1997 ، ص 177.

- Philon Dominique n « les taux de change » Edition la découverte paris ,3^e édition 2001 p 23-24.

سيحقق أرباحا في حين سيحقق الطرف الآخر خسائر، وتم التسوية اليومية لحساب الهامش لكل من الطرفين، فالطرف الذي يحقق أرباحا ستضاف الزيادة إلى حساب هامشه، ويمكنه سحب تلك الزيادة، في حين أن الطرف الذي سيخسر سيقبل حساب هامشه، ويطلب منه إضافة نقدية لحساب هامشه ليظل عند نفس المستوى. وتتكرر هذه العملية مع كل تحركات سعرية وفي كل يوم تداول. وعندها يقوم بيت التسوية بإحلال العقد القديم بعقد جديد يحدد سعره على أساس سعر التسوية الذي تحدده إدارة السوق .

■ **هامش الصيانة:** و هو عبارة عن نسبة محددة من الهامش المبدئي و تكون نسبته ما بين 65% و 80% من قيمة الهامش الفعلي (المبدئي)، فإذا ما انخفضت نسبة الهامش الفعلي إلى مستوى يقل عن 65%-80% يتصل السمسار بالعميل (هنا هو البائع) ليضعه أمام خيارين فإما أن يضيف مبلغا نقديا ليعيد الهامش الفعلي إلى مستوى الهامش المبدئي أو أن يتخذ السمسار إجراءات لبيع العقد⁸⁹.

3.3.2 عقود الاختيار: يعرف عقد الإختيار على أنه⁹⁰ اتفاق بين طرفين المشتري أو حائز الإختيار والبائع (المحرر)، فهذا العقد يعطي الحق و ليس الالتزام لحائز الإختيار (اختيار شراء) أو بيع (إختيار بيع) على وسيلة تحتية للطرف الآخر بسعر محدد يسمى بسعر التنفيذ، و في تاريخ مستقبلي، وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى بتاريخ نفاذ صلاحية العقد. فحق إختيار الشراء Call option يمنح من خلاله محرر العقد للمشتري الحق في الإختيار بين شراء أصل ما أو عدم شرائه، و ذلك في تاريخ مستقبلي محدد، و بسعر يحدد مسبقا في العقد، ومقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مبلغ (العلاوة أو المكافأة) من المشتري. أما حق إختيار البيع Put option فهو الذي يمنح من خلاله المحرر للمشتري الحق في الإختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه وذلك في تاريخ مستقبلي وسعر محدد مسبقا في العقد، ومقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مكافأة من المشتري⁹¹. فعقود الإختيار هي عقود غير ملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها، فهي تعطي لحاملها حق خيار الممارسة أو عدم الممارسة إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في أن ينفذ هذا العقد إذا كان من مصلحته أو لا ينفذه إذا كان العكس.

وتختلف عقود الإختيار باختلاف معيار التصنيف، فمن حيث موعد التنفيذ يوجد ثلاثة أنواع هي: عقد الإختيار الأمريكي Option Américaine الذي يعطي الحق لمشتريه في بيع أو شراء أصل ما (أسهم، سندات، عملات...) من طرف آخر بسعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التنفيذ في أي وقت يمتد من يوم إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهاؤه⁹². وعقد الإختيار الأوروبي Option Européenne والذي لا يختلف عن عقد الإختيار الأمريكي إلا من حيث موعد التنفيذ حيث لا ينفذ إلا في التاريخ المحدد لانتهاؤه والمنصوص عليه في العقد . بالإضافة إلى الإختيار الآسيوي Option Asiatique و هو عبارة عن عقد إختيار لا يتضمن تاريخ

⁸⁹ حماد طارق عبد العال " المشتقات المالية : مفاهيم -إدارة المخاطر - المحاسبة " مرجع سابق، ص 123.

⁹⁰ Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financières » Op . Cit. p 274.

⁹¹ Hull John « Option, Futures et autre actif dérivés » Preason Education, france2007 ,p 07.

⁸⁷ منير إبراهيم هندي " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص 573 .

التنفيذ الذي يمكن لحائزته من خلاله تنفيذ الحق من عدمه (عكس الإختيارين الأوروبي والأمريكي)، أما سعر تنفيذه فيساوي متوسط الأسعار الجارية للأصول منذ إبرام الإختيار إلى غاية يوم التنفيذ عكس الإختيار الأوروبي والأمريكي أين تكون أسعار الإختيار ثابتة ومحددة⁹³. أما حسب معيار التغطية فتتضمن نوعين هما: عقود الإختيار المغطاة وفيها يمتلك محرر العقد الأصول موضوع العقد فهو بذلك يستطيع تغطية التزامه بالبيع إذا ما نفذ العقد، وعقود الإختيار غير المغطاة وهي التي لا يمتلك محرر العقد الأصول موضوع العقد، فإذا ما نفذ العقد فسيضطر المحرر إلى شراء الأصل من السوق بالسعر الجاري ثم تسليمه للمشتري.

4.3.2 عقود المبادلات Les Swaps : تعرف عقود المبادلة على أنها⁹⁴ اتفاق بين طرفين تتضمن تعهدا بتداول تدفقات مالية خلال فترة زمنية مستقبلية متفق عليها، و وفقا لشروط يتم التراضي عليها بين طرفي العقد وتتم الصفقة بتدخل وسيط يعمل على تنظيم عملية التبادل". وترتبط التدفقات النقدية موضوع العقد عادة إما بأداة دين (فائدة) أو بقيمة مالية (عملات أجنبية). و تستعمل عقود المبادلة في التغطية ضد مختلف المخاطر السوقية التي يتعرض لها المستثمرون سواء كانت مخاطر معدلات الصرف أو مخاطر أسعار الفائدة، كما أنها تتيح للمقترضين الحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة. ويوجد عدة أنواع من عقود المبادلة ومنها⁹⁵:

- **عقود المبادلة على أسعار الفائدة**: وهي عقود تسمح بمبادلة تدفقات على نفس العملة، ولكن بمعدلين مختلفين أحدهما ثابت والآخر متغير⁹⁶. وسعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق عند تسوية العقد. ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس ليبور Libor أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما في عقود المبادلة، و هو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي. وتسمح عقود المبادلة على أسعار الفائدة بالحصول على معدل الفائدة المرغوب فيه من قبل المؤسسة وغير المتوفر في السوق، كما تستعمل للتقليل من تكلفة التمويل، وأخذ مراكز المضاربة على أسعار الفائدة⁹⁷.
- **عقود مبادلة العملات**: وهي تعهدات من قبل طرفين على تبادل تدفقات مالية محررة بعملتين مختلفتين إذ يستعملها المتعاملون الراغبون في تبادل رأس مال (في بداية وفي نهاية العقد) ومعدل الفائدة (مدفوعات ثلاثية، سداسية، سنوية...) على عملتين مختلفتين⁹⁸. فهذه العقود تتضمن في أبسط صورة لها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة على قرض بعملة ما، بأصل قرض ومدفوعات فائدة على قرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى⁹⁹. أما استعمالات عقود المبادلة على العملات فهي تتمثل في تسيير خطر سعر الصرف من قبل المؤسسات، وتمويل الفروع في الخارج (بالنسبة للشركات المتعددة الجنسيات)، بالإضافة إلى تحويل عملة الدين وتقليص تكلفة الاقتراض و تسيير خطر سعر الصرف.

⁹³ Dordain Jean-Noel et Singh Niladri « Finance quantitative » Economica ,paris 1999, p116.

⁹⁴ Augros Jean -Claude et Quéruel Michel « Risque de taux d'intérêt et gestion bancaire » Economica 2000 , p 117.

⁹⁵ J-P Gourlaouen « les nouveaux instruments financiers » édition Vuibert, 1989 , p p 98-99 .

⁹⁶ Jaquillat Bertrand et Solnik Brono .Op . Cit, p225 .

⁹⁷ Jura Michel « Technique financière internationale » Dunod , paris 2^e édition 2003 ,p p 416-417 /421.

⁹⁸ Simon Yves / Mannai Samir "Technique financières international" Economica, paris ,7^e Edition 2002, p 41.

⁹⁹ حماد طارق عيد العال "المشتقات المالية : مفاهيم -إدارة المخاطر - المحاسبة " مرجع سابق، ص 246.

المبحث الثالث: نظرية الحفظ المالية

لقد شكلت الحفظ المالية ونظرياتها حيزا كبيرا في أدبيات الاستثمار نظرا لدورها الأساسي في وضع الأسس العلمية السليمة للاستثمار في الأصول بشكل عام والاستثمار في الأصول المالية بشكل خاص. فمفهوم الحفظ جاء كرد فعل على الاعتقاد السائد بأن تخفيض مستوى المخاطرة يتحدد من خلال الاحتفاظ بعدد كبير من الأوراق المالية بغض النظر عن جودة هذه الأوراق، إلا أن المحاولات التي فندت هذا الاعتقاد أطرت بشكل علمي وسليم لمفهوم الحفظ ونظرية الحفظ.

1.3 ماهية الحفظ المالية

يقصد بالحفظ المالية مجموع ما يملكه المستثمر من أصول استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لها، فالحفظ الاستثمارية هي¹⁰⁰ " أداة مركبة تتكون على الأقل من موجودين أو أكثر يختلفان من حيث النوع والجودة"، فقد تكون الحفظ تلك من موجودات حقيقية كالعقار والذهب والأراضي...، أو قد تُكوّن الحفظ من الأوراق المالية أسهم وسندات أو أسهم أو سندات أو أي نوع آخر من الأصول المالية، أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر و أخرى مرتفعة العوائد والمخاطر. و هناك مجموعة من المحددات المتداخلة التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على فاعلية تكوين الحفظ وهي النمو والعائد، والمخاطرة، و جميع هذه المحددات ستتغير خلال فترة الاستثمار.

1.1.3 أنواع الحفظ المالية للاستثمار

يمكن تقسيم الحفظ المالية إلى الأنواع التالية¹⁰¹:

- **حفظ الدخل:** وهي حفظ تتضمن أدوات تعطي دخلا نقديا عاليا سواء أكان العائد توزيعات نقدية متأتية من أسهم عادية أو ممتازة أو من فواتر السندات، وتهدف هذه الحفظ إلى تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستمر وتخفيض المخاطرة قدر الإمكان، ولا يتأتى ذلك إلا إذا تم اختيار أسهم الشركات القوية التي لا تتأثر بتقلبات السوق و تولد دخلا مستقرا نسبيا. ويفضل محافظ الدخل صغار المستثمرين أو المستثمرين المتحفظين الذين يتجنبون المخاطر حتى وإن كانت هذه المخاطر تنطوي على عوائد أكبر.
- **حفظ النمو:** تبحث هذه الحفظ عن كيفية الحفظ على وتائر نمو كل من الأصول و العوائد، لذا تركز هذه الحفظ على الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح والناجم عن ارتفاع أسعار الأسهم بسبب المضاربات، أو من خلال صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظ. ويناسب هذا النوع من الحفظ المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على عائد دوري و في نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم.

¹⁰⁰ حردان ظاهر حيدر " مبادئ الاستثمار" دار المستقبل للنشر و التوزيع 1997، ص75.

¹⁰¹ عرفة سيد سالم، مرجع سابق، ص ص 74-75.

- علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص ص 190-192.

● **الحافظ المختلطة (المتنوعة):** وهي المحفظة التي تجمع الأصول المالية التي يحقق بعضها دخلا والبعض الآخر يحقق نمواً. ويعتبر هذا النوع من المحافظ الأكثر تفضيلاً لدى المستثمرين الذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر لكل نوع من هذه المحافظ. وتعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنوع محتويات المحفظة لتشمل غالبية الأصول التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن، حيث يمكن من خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتبة من بعض الأدوات بالأرباح التي تتحقق من استثمار في أدوات أخرى، فيكون التوازن مستمراً ويحافظ المستثمرون في محافظهم على ربحية مقبولة وبوتائر متنامية قدر المستطاع.

● **الحافظ المتخصصة في الصناعة:** تهم هذه المحافظ بالاستثمار في أسهم شركات صناعية متخصصة في الطاقة أو النفط وغيرها، وهي حالة نادرة نظراً لأنها لا تتلاءم مع أهم مبدأ للمحفظة وهو مبدأ التنوع.

2.1.3 إدارة المحافظ المالية

تعتمد عملية إدارة المحافظ على أساس اتخاذ القرارات من خلال مراقبة عمليات الاستثمار، وقد اختلف الباحثون حول تحديد عناصر وخطوات اتخاذ القرارات الاستثمارية في كون أن المعلومات التي يركز عليها متخذ القرار مأخوذة من مصدرين مهمين هما: المستثمر وأهدافه وحاجاته، والأوراق المالية وتأثيرها بما يحيط بها، فهذه المعلومات تكون متغيرة مع الزمن كما أن هناك عوامل عدة تؤثر على متخذ القرار. ويحتوي النموذج العالمي على اللبنات الأساسية لإدارة المحافظ حيث يمكن تطبيقه على جميع أنواع المحافظ الاستثمارية، حيث قسم هذا النموذج المراحل التي يمر بها القرار وبشكل جيد لتتم دراسة القرار بشكل مفصل من مرحلة التخطيط مروراً بمرحلة التحليلات المختلفة إلى اختيار المحفظة ثم تنقيحها ومراجعتها للقيام بعملية البيع أو الشراء للأوراق المالية. ويمكن شرح تلك المراحل كما يلي¹⁰²:

● **تخطيط المحفظة:** ومن خلاله يمكن تحديد موقع كل من المستثمر ومدير المحفظة، وقياس الاستثمار أو تحديد النظريات الاستثمارية المستعملة من أجل تحقيق أهداف المحفظة.

- **تحديد موقع المستثمر:** يتم تحديده من خلال تحديد رأس المال الذي ينوي استثماره في المحفظة واحتياجاته وهل يستلم الأرباح أو يضيفها في المحفظة كجزء من رأس المال، أو أنه سيقبل على سحب جزء من رأس المال أو زيادته، وكل هذا يتقرر من خلال دراسة الوضع المالي للمستثمر. كما يجب تحديد الأفق الزمني للاستثمار هل هو طويل أو قصير الأجل حيث أن لكل نوع أوراق مالية مختلفة.

- **تحديد موقع مدير المحفظة:** يجب أن يتحلى مدير المحفظة بالقدرة على اتخاذ الرأي الحكيم وأن يكون ملماً إلاماً واسعاً بكل الظروف حتى يتمكن من اتخاذ القرار الأمثل والذي يخدم مصلحة المستثمرين.

¹⁰² مطر محمد، مرجع سابق، ص 108-109.

- المؤمني غازي فلاح "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة" دار المناهج للنشر والتوزيع، بدون سنة نشر، ص 45-46/65-67.

- وضع مقاييس للاستثمار: و يتم ذلك عن طريق ترجمة ما يريد المستثمر أن يحصل عليه، وما يحاول مدير المحفظة تحقيقه وذلك من خلال بيع وشراء الأوراق المالية. وتعتمد هذه الخطوة على إيجاد مقاييس للعائد و المخاطرة (المخاطر التي يمكن تحملها)، والعائد الذي يمكن أن يرضي رغباته.
- تحليل الاستثمارات: يوجد نوعان من التحليل المتعلق بالاستثمار: الأول وهو التحليل الأساسي والذي يقوم على أساس تحليل المعلومات المالية والاقتصادية من أجل التنبؤ بأرباح المحفظة والمخاطر المصاحبة لها، أما النوع الثاني من التحليل وهو التحليل الفني والذي يقوم على تحليل المعلومات التاريخية والتغيرات التي طرأت على أسعار الأسهم للسنوات السابقة من أجل إيجاد نمط لتغيرات الأسعار للسنوات القادمة.
- اختيار المحفظة: و هي الخطوة الأولى العملية في تأسيس وإدارة المحفظة الاستثمارية حيث تتكون هذه المرحلة من عنصرين رئيسيين هما:
 - قرار المزج الرئيسي: من خلاله يتم تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة، وتحديد أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة، والوزن النسبي لكل أصل في هيكل المحفظة، والقطاعات التي سيتم الاستثمار فيها، وكذا الأصول التي سيتم الاستثمار فيها من كل قطاع.
 - اختيار الأوراق المالية: يتم ذلك بناء على توزيع رأس المال و ذلك من خلال قرارات المزج الرئيسي، واعتمادا على التخطيط وتحليل الاستثمارات فيتم شراء وتركيب الأصول الأساسية للمحفظة .
- تقييم المحفظة: يتعلق هذا العنصر بفحص القيمة السوقية لأصول المحفظة الاستثمارية خلال فترة زمنية، وذلك للتأكد من أن القيمة السوقية قد حققت أهداف المستثمر إلى حد ما و كذلك من أنه تم تطبيق مقاييس ونظريات الاستثمار على الأساس الصحيح، و عليه يمكن اعتبار تنظيم المحفظة كمرآة تعكس صحة أو عدم صحة الاختيارات، و يتم تقييم المحفظة بخطوتين هما قياس الانحياز و مقارنة الانحياز.
- قياس الانحياز: و يتم قياس الانحياز على ورقة مالية واحدة أو مجموعة من الأوراق المالية و في كلتا الحالتين يعتمد على فحص القيمة السوقية للأوراق المالية في فترة زمنية معينة مع مقارنتها بفترة زمنية سابقة، حيث يستطيع مدير المحفظة معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة إلى أخرى.
- مقارنة الانحياز: و هي محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة و على مدى نجاح هذه القرارات في تحقيق زيادة في ثروة المحفظة، و يمكن أن يتم ذلك بواسطة المقارنة بين هذه المحفظة ومحافظ أخرى أو المقارنة بمعايير عامة تقدمها بعض شركات الخبرة، أو يمكن مقارنتها بمعدلات السوق.
- مراجعة المحفظة: تعتبر عملية مراجعة وتنقيح المحفظة المركز الرئيسي لعمل وإدارة المحفظة إذ يمكن أن تصدر قرارات بالبيع أو الشراء كل يوم أو كل أسبوع...، لذلك يجب مراجعة المحفظة من حيث مكوناتها خاصة إذا ما استحدثت ظروف تستدعي ذلك، وحينئذ يحتاج الأمر إلى قرار جديد يسمى قرار التوقيت الغرض منه تغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة عن طريق التخلص من بعضها وإضافة البعض الآخر.

2.3 نظرية المحفظة

يعد الباحث الأمريكي هاري ماركويتز Harry Markowitz 1952 من الرواد الأوائل الذين نظروا في أدبيات المحفظة و وضعوا نظرياتها، وأرسى قواعدها الأساسية ليسترشد بها المستثمر ومديرو المحافظ المالية. و قد حاز Markowitz على جائزة نوبل للاقتصاد عام 1990 عن أعماله خلال أربعين سنة التي تضمنت مفهوم المحفظة الكفأة و كيفية اختيارها¹⁰³. إذ تناول Markowitz مشكلة تكوين المحفظة المالية بمعلومية العوائد المستقبلية المحتملة للأوراق المالية و مخاطرها، حيث وضع إطارا للقياس الكمي لكليهما، وأظهر كيف يمكن أخذ العلاقة بين المخاطر والعوائد في الحسبان عند تكوين المحفظة المالية. كما أحدث Markowitz نقلة نوعية في مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية والتي تجسدت في مبدأ التنوع بوصفه قاعدة لاختيار مكونات المحفظة بهدف تعظيم الثروة. كما أن النظرية التي صاغها Markowitz نظرية معيارية تصف المستثمر بالرشد والعقلانية، وأنه يبحث عن تنوع كفو لاستثماراته (المحفظة) بما يجعلها تعطي أعلى عائد لمستوى معين من المخاطرة، أو تمتلك أقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد. وتقوم نظرية المحفظة على فرضيات أساسية تتمثل فيما يلي¹⁰⁴:

- ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع، وإلى المخاطرة على أساس أهما التقلب في العائد المتوقع؛
- يقوم القرار الاستثماري على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة وهذا ما يعني أن منحنى المنفعة هو دالة للعائد و الانحراف المعياري؛
- يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة ، وأن منحنى المنفعة له يعكس تناقص في المنفعة الحدية للثروة؛
- المستثمر بطبيعته يكره المخاطرة فإذا فاضل بين بديلين يتولد عنهما نفس العائد فسيختار أقلهما مخاطرة.

2.2.3 المفاهيم الأساسية لنظرية المحفظة

ترتكز عملية إدارة المحفظة وفق نموذج متوسط التباين على أساس فرضية أساسية مفادها أن المستثمرين عقلانيين و أنهم يهابون المخاطرة، فمن أجل مقارنة و اختيار الأصول يفاضل المستثمرون بين العائد الذي ستحققه هذه الأصول ومقدار الخطر الذي يمكن مواجهته أو تحمله. إذن فالعائد والمخاطرة هما العنصران اللذان يميزان الأصل الاستثماري، وهما مفهومان مترابطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، لذلك فهما عنصران مهمان يجب أخذهما بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري¹⁰⁵. و محدد هاذين المقياسين مرتبط بنوعين من المعلومات هما التوزيع الاحتمالي لعائد المحفظة وهيكل تفضيلات المستثمرين بالنسبة للثروة المتوقعة والخطر المرتبط بالاستثمارات و الذي يمكن تجسيده بدلالة دالة منفعة المستثمر¹⁰⁶.

¹⁰³ Aftalion Florin « La nouvelle Finance et la gestion des portefeuilles » Economica , Paris 3^e édition 2008, p 53.

¹⁰⁴ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص ص 279-280.

¹⁰⁵ Viviani Jean-Laurent « Gestion de portefeuille » Dunod, paris, 2^e Edition 2001, p 63.

- Grandin Pascal « La gestion de portefeuille d'action : exercices et cas corrigés de gestion » Nathan, paris, 1998, p 41.

¹⁰⁶ Goffin Robert " Principe de finance moderne " Economica , Paris, 3^e Edition 2001 , p 03.

1.2.2.3 العائد على الاستثمار المالي Return of investment

يعتبر العائد الهدف الرئيسي الذي يسعى المستثمر إلى تحقيقه من جراء توظيفه للأموال محاولاً بذلك تعظيم ثروته والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة للعائد قدر الإمكان.

1.1.2.2.3 تعريف العائد: يقيس العائد مقدار الزيادة أو النقصان التي تطرأ على قيمة الاستثمارات سواء

كان أصلاً مفرداً أو محفظة مالية¹⁰⁷. و يعرف عائد الاستثمار على أنه¹⁰⁸ " ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل التضحية بأمواله في الوقت الحاضر و ذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة". أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يمني المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع في المستقبل. أما الربحية فتعني¹⁰⁹ "الاستثمار في أصول تولد أكبر قدر ممكن من العائد مع خفض التكلفة وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأصول المضافة إلى رأس المال الأصلي". و تأخذ عوائد الاستثمار أشكالاً مختلفة يمكن حصرها في ثلاثة أشكال كالتالي¹¹⁰:

- **توزيعات الأرباح Dividends:** إذا كانت الاستثمارات عبارة عن أصول تمثل حقوقاً في أموال ملكية مثل الأسهم فلحاملها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح التي تحققها الشركة و تم تقرير توزيعها.
- **الفوائد Interest:** إذا كانت الاستثمارات عبارة عن السندات، فحاملها يعتبر مقرضاً للشركة المصدرة للسند، و يعطي السند لحامله الحق في الحصول على فائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة.
- **الأرباح الرأسمالية Capital Gains:** وتمثل الأموال التي تنتج عن إعادة بيع الأصول، فحائز الأصل المالي إذا استطاع بيع السهم أو السند بمبلغ يفوق المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي.

2.1.2.2.3 أنواع العوائد: تتعدد عوائد الاستثمار فقد يكون العائد على شكل عوائد فعلية أو عوائد

متوقعة لا تتصف بدرجة التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلاً .

- **العائد الفعلي (العائد المتحقق):** وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة استثمارية، ويتكون العائد الفعلي من العوائد الأيرادية (مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالأصل)، أو العوائد الرأسمالية (والتي تنتج عن بيع الأصل للمستثمر)، أو يكون مزيجاً منها¹¹¹.
- **العائد المتوقع:** يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لاعتقادات متخذ القرار لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة¹¹²، فهو يمثل العائد الذي يطمح المستثمر الحصول عليه مستقبلاً. وحيث أن العائد المتوقع يرتبط بالحصول عليه بالمستقبل فالمستثمر يكون بصدد حالة عدم التأكد و التي يصعب في ظلها تحديد عائد الاستثمار المتوقع بدقة، غير أنه يستطيع

¹⁰⁷ Aftalion Florin . OP.CIT, p 11.

¹⁰⁸ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 48.

¹⁰⁹ آل شبيب دريد كامل " مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة" دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007، ص 153.

¹¹⁰ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 49.

¹¹¹ المرجع السابق، ص 49، 59-60.

¹¹² التميمي أرشد فواد " الأسواق المالية : إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" دار البازوري للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2010، ص 165.

أن يضع إطاراً للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد، أي يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة، و وزن كل احتمال و قيمة العائد المتوقع في ظلّه¹¹³. ويتم قياس العائد المتوقع عن طريق ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه ثم جمع النتائج وتكون النتيجة هي العائد المتوقع.

- **العائد المطلوب (المرغوب فيه):** يمثل العائد في أدنى مستوياته الذي يطلبه المستثمر قبل بدئه بأي استثمار، أي هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي ستعرض لها أداة الاستثمار، و هو بذلك يمثل أدنى عائد يعرضه المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار¹¹⁴. ويتكون معدل العائد المطلوب من شقين هما: معدل العائد الخالي من الخطر والذي يقاس بالعائد المتولد على استثمار لا يتعرض للمخاطر كأذونات الخزينة، وعلاوة المخاطر والتي تعكس المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وتمثل في التقلب أو التغير الكلي في العائد على الاستثمار في الأصل وتقاس إما بالتباين أو الانحراف المعياري لذلك العائد¹¹⁵. ويقبل المستثمر على الاستثمار في أصل ما إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب فإن المستثمر يرفض الاستثمار في ذلك الأصل.

● **معدل العائد:** إن الدافع من وراء الاستثمار في الأصول المالية يتأتى من خلال الحصول على قيمة أعلى من سعر الشراء، هذا المفهوم يمثله ما يسمى بمعدل العائد على الأصل المالي المحسوب خلال فترة زمنية معروفة، فإذا كان العائد يقاس بشكل مطلق فإن معدله يكون في شكل نسبة مئوية حيث تتناسب الزيادة في الثروة إلى أصل الثروة¹¹⁶. و لحساب معدل العائد على استثمار ما يجب معرفة المبلغ المبدئي للمستثمر، و الأرباح أو الخسائر المتولدة عن المبلغ المستثمر بالإضافة إلى الأرباح (توزيعات الأرباح التي تمثل دخل نقدي) أو الخسائر الرأسمالية التي تتحقق بفعل تحويل الأصول الاستثمارية إلى سيولة نقدية¹¹⁷. و يمكن حساب معدل العائد بالنسبة للأسهم وفق المعادلة التالية¹¹⁸:

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \frac{D_t}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (1-1)$$

حيث أن :

- . R_t : معدل العائد للسهم i خلال الفترة t
- . P_t : تمثل سعر السهم في نهاية الفترة t .
- . P_{t-1} : سعر السهم في نهاية الفترة $t-1$.
- . D_t : التوزيعات الأرباح المحصلة خلال الفترة t .

¹¹³ عبد القادر السيد متولي " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير" دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 37.

¹¹⁴ رمضان زياد، مرجع سابق، ص 316.

¹¹⁵ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 103.

¹¹⁶ Grandin Pascal / Hubener Georges / Lambert Marie « performance de portefeuille » Pearson éducation France 2006,p 02.

¹¹⁷ الحناوي محمد صالح / نهال فريد مصطفى / العبد جلال إبراهيم " الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني" الدار الجامعية الإسكندرية مصر 2004-2005، ص 27.

¹¹⁸ Pascal Grandin et Al « performance de portefeuille » op.cit,p 02.

3.1.2.2.3 قياس العائد المتوقع على الاستثمارات: يرى ماركوتر أن متخذ القرار الاستثماري يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد العائد (العائد المتوقع) على الأصول المالية، بموجب تلك النظرية يعتمد المستثمر على توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن توزيعها طبقا لدرجة احتمال حدوثها، وعلى فرض أن هذه التوزيعات طبيعية فإن المستثمر يحدد احتمالات تحقق العائد في ضوء الحالة الاقتصادية العامة.

- **تحديد العائد المتوقع للأصل المالي:** يمكن حساب العائد المتوقع من الاستثمار الفردي باستخدام فكرة التوزيع الاحتمالي عن طريق المعادلة التالية¹¹⁹:

$$ER_i = \sum_{i=1}^n x_i R_i \dots \dots \dots (1-2)$$

حيث أن:

ER_i : العائد المتوقع على الأصل (استثمار فردي).

n : عدد الاحتمالات .

x_i : وزن الاحتمال بحيث $\sum x_i = 1$

R_i : العائد عن كل حالة.

- **تحديد العائد المتوقع عن المحفظة:** ويمثل العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها المرجحة بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة، ويتم الوصول إليه من خلال إيجاد العائد المتوقع لكل استثمار فردي، ثم اختيار عدد الاستثمارات الفردية في المحفظة، و أخيرا تحديد النسب من الثروة الواجب استثمارها في كل استثمار فردي . ويمكن تقدير العائد المتوقع لمحفظة ما وفق المعادلة التالية:

$$ER_p = \sum_{i=1}^n w_i ER_i \dots \dots \dots (1-3)$$

حيث أن ER_p : يمثل العائد المتوقع للمحفظة ، و w_i : الجزء من الثروة المخصص لكل أصل.

2.2.2.3 مخاطر الاستثمارات

يسعى المستثمر دوما للحصول على أكبر عائد ممكن إلا أن هناك عدة عوامل تمنعه من تحقيق هذا الهدف ولعل من أهمها عامل المخاطرة و التي تعتبر عنصرا مهما من العناصر التي يتوقف عليها اتخاذ القرار الاستثماري وذلك نظرا للعلاقة الوثيقة التي تربطها بالعائد.

1.2.2.2.3 تعريف مخاطر الاستثمار : تعني المخاطرة في الاستثمار احتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما احتمال توقع خسائر رأسمالية. و يمكن تعريف المخاطرة على أنها¹²⁰ "درجة التقلب في العائد المتوقع، وبمعنى آخر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع منه، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يتحقق أو لا وذلك حسب درجة المخاطرة".

¹¹⁹ Goffin Robert .op.cit .p41.

¹²⁰ الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 62.

كما يعرف الخطر بأنه ¹²¹ "احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع، أو هو درجة التغير في العائد مقارنة بالمرود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في الابتعاد عن تحقيق قيمة التدفقات". أما (Gitman) فيرى أن هناك فرقا بين المخاطرة و عدم التأكد، إذ يكمن الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفقات النقدية. فالمخاطرة تصف موقفا ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات كافية تساعد على وضع توزيع احتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية¹²². أما حالة عدم التأكد فإنها تصف حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات و البدائل و نتائجها، وتوزيعاتها الاحتمالية، و هنا يعتمد اتخاذ القرار على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية. وهكذا يبدو أن الفرق الجوهرى بين المخاطرة و عدم التأكد، يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية¹²³.

2.2.2.2.3 تصنيف مخاطر الاستثمار: ترتبط المخاطر عموما بعدم التأكد الذي يحيط بنتائج الأهداف المستقبلية، و يمكن تقسيم المخاطر الكلية إلى نوعين هما: المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة.

- **المخاطر المنتظمة:** وهي ذلك الجزء من المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية دون استثناء والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار، فهي تمثل ذلك الجزء من التغير الكلي في العائد الذي يصيب كافة عوائد الأصول المالية. وهذا النوع من المخاطر لا يمكن التخلص منها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات نظرا لارتباطها بنظام السوق ككل وليس بشركة أو صناعة معينة، فهي تؤثر على جميع الشركات وفي نفس الوقت. و من أهم مصادر المخاطر المنتظمة نجد:
 - **مخاطر السوق:** وهي المخاطر الناجمة عن التغيرات في توقعات المستثمرين نتيجة لرد فعلهم تجاه بعض الأحداث التي تساهم في تشكيل توقعاتهم، فعدم الاستقرار النفسي للمستثمرين بشكل جماعي قد يؤدي إلى رد فعل مغال فيه، إذ يمكن للخفض المبدئي في أسعار السوق أن يسبب مخاوف للمستثمرين من تحقيق خسائر الأمر الذي يدفع الكثير منهم وفقا لسلوك القطيع إلى الخروج من السوق¹²⁴. ويفسر وجود مخاطر السوق تقلب أسعار الأسهم رغم عدم وجود تغيرات يعتد بها في ربحية وأداء الشركة إذ قد ترتفع أرباح الشركة ومن ثمة توزيعاتها النقدية ورغم ذلك تنخفض أسعار أسهمها.
 - **مخاطر سعر الفائدة:** وهي المخاطر التي تعبر عن حساسية التغير في قيمة الأصل للتغير الذي يحصل في معدلات الفائدة، حيث أن معدلات الفائدة تحدد المعدل الذي يجب استخدامه عند خصم القيمة المستقبلية لحساب القيمة الحالية، وبالتالي فإن تغير معدل الخصم يؤدي إلى تغيير قيمة الاستثمار¹²⁵. وعليه فإن التغيرات التي تصيب معدلات الفائدة تعرض قيمة الأصل إلى التغير، فارتفاع معدل الفائدة

¹²¹ آل شبيب دريد كامل "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة" مرجع سابق، ص160.

- Fleurient Michel et Simon Yves « Bourse et marchés financiers » Dunod, paris 2^e édition 2002, p72.

¹²² الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق ، ص240.

¹²³ آل شبيب دريد كامل "الاستثمار و التحليل الاستثماري" دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2009، ص36.

¹²⁴ عرفة سيد سالم، مرجع سابق، ص 31.

¹²⁵ النعيمي عدنان تايه و آخرون " الإدارة المالية: النظرية و التطبيق " دار الميسرة ، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007، ص 145-146.

يؤدي إلى انخفاض أسعار الأصول وهو ما يحدث فعلاً لأسعار السندات¹²⁶.

- **مخاطر القوة الشرائية (التضخم):** وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد التي تنعكس على القوة الشرائية لوحدة النقد فتتدن قيمتها الحقيقية.
- **المخاطر غير المنتظمة:** وهي المخاطر التي تنشأ نتيجة بعض التعاملات و التي تؤثر على مستثمر معين أو شركة محددة دون غيرها¹²⁷. فهي مخاطر تنتج عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة على النشاط الاقتصادي ككل، وتحدث هذه المخاطر في ظروف استثنائية غير منتظمة مما يصعب التنبؤ بحدوثها، وإذا ما حدثت فإن آثارها تنعكس على أداة استثمارية بعينها، ومن هنا يمكن تجنبها أو على الأقل تخفيض آثارها عن طريق التنوع. و من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة نجد:
 - **مخاطر الإدارة:** ويقصد بها الأخطاء التي يرتكبها مديرو الشركة و التي تؤدي إلى تحقيق خسائر فادحة وبالتالي تعريض الشركة للإفلاس¹²⁸. فمن الممكن أن تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة ما في تباين العائد الفعلي عن العائد المتوقع على الرغم من جودة منتجاتها و قوة مركزها المالي، فمثلاً الاختلاف بين المصالح والأهداف فيما بين المستثمرين يعد أحد أسباب التغيرات في العوائد، وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في السوق، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء الإدارية غير المتعمدة في التسيير إلى الاقتراب من حالة إفلاس¹²⁹.
 - **مخاطر الصناعة:** وهي تنتج عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب فإن جميع الشركات في القطاع بالإضافة إلى زبائنها ومموليها تتأثر بدرجة كبيرة بالاضطراب، وإذا استمر لمدة طويلة فسيؤدي إلى حدوث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع.
 - **مخاطر الأعمال:** وتشير إلى درجة التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع. و تنشأ هذه المخاطر بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيراته، وبيئة التشغيل والتي تعد انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، الظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتتضمن أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال في حدوث تغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة، وحدث تغير في أسعار بيع منتجات المنشأة، بالإضافة إلى درجة الرفع التشغيلي حيث ينتج عن الرافعة التشغيلية المرتفعة زيادة في قابلية تباين عوائد حملة الأسهم.

¹²⁶ Gitman Lawrence / Joegnk Michael / Dsnuliers Gérard / Herbin Frédéric / Jokung Octave / Langlois Georges « Investissement et marchés financiers » Pearson Education France, 9 édition 2005,p 129.

¹²⁷ الشمري ناظم/ البياتي ظاهر فاضل/ صيام أحمد زكريا"أساسيات الاستثمار العيني والمالي" جامعة العلوم التطبيقية، عمان الأردن، الطبعة الأولى 1999، ص 320.

¹²⁸ الحضيرى حامد العربي " تقييم الاستثمارات" دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر 2000، ص 48.

¹²⁹ صافي وليد / البكري أنس، مرجع سابق، ص 175.

- مخاطر الإفلاس: وتنشأ عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير نتيجة التغير في سلامة مركزها المالي بسبب تنفيذ اقتراح استثماري أو توسيع نشاطاتها من خلال الاقتراض من جهات خارجية إما عن طريق إصدار سندات طويلة أو قصيرة الأجل بمعدل فائدة ثابت، أو بالاقتراض من البنوك.

3.2.2.2.3 قياس مخاطر الاستثمارات: يعتبر التباين والانحراف المعياري أقرب مقياس للمخاطر الكلية،

أما المخاطر المنتظمة والتي تقع على السوق ككل فيتم قياسها عن طريق معامل بيتا.

● **التباين و الانحراف المعياري:** يعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة). فمقياس الانحراف المعياري يشير إلى تلك الطريقة التي يمكن من خلالها قياس التشتت للعوائد¹³⁰ حول وسطها الحسابي¹³¹، وهو عبارة عن الجذر التربيعي لمتوسط مربعات انحرافات مجموعة من القيم عن وسطها الحسابي، (الجذر التربيعي للتباين Variance)، وكلما ازداد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما فإن ذلك يدل على عدم تجانسها وتشتتها. ويتم التعرف على الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة تغير معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات أو بمعنى آخر كلما اتسع مدى¹³² منحني التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد والذي يقيسه التباين أو الانحراف المعياري كلما زادت المخاطر، وكلما انخفضت نسبة التباين أو الانحراف المعياري انخفضت المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية¹³³.

- **قياس مخاطر أصل مالي فردي:** يمكن التعبير عن التباين و الانحراف المعياري رياضيا كالتالي:

$$\delta_i^2 = \sum_{i=1}^n x_i (R_i - ER_i)^2 \dots \dots \dots (1-4)$$

حيث أن:

δ_i^2 : التباين.

ER_i : العائد المتوقع عن الاستثمار الفردي.

R_i : العائد عن كل حالة.

بينما يمكن قياس الانحراف المعياري δ و الذي يمثل الجذر التربيعي للتباين وفق المعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\delta^2} \dots \dots \dots (1-5)$$

- **قياس مخاطر المحفظة:** تتمثل مخاطر المحفظة في درجة تقلب العائد المتولد من مجموع الاستثمارات التي

تتكون منها، ويمكن قياس هذا الخطر باستعمال التباين أو الانحراف المعياري، ونواجه حالتين كما يلي¹³⁴:

الحالة الأولى: بالنسبة لمحفظة تتكون من أصلين فقط

يتم قياس خطر محفظة مكونة من أصلين من خلال التباين الذي يعطى بالعلاقة التالية:

¹³⁰ فنزويج العوائد على الاستثمارات في الأوراق المالية يميل معظمها إلى أن يكون متماثلا حول المتوسط الحسابي.

¹³¹ آل شبيب دريد كامل " مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة" مرجع سابق، ص 198.

¹³² المدى: (Range) و هو المقارنة بين أكبر عائد وأقل عائد مما يعطينا فكرة عن المجال الذي تنذبذب به العوائد للبدائل المختلفة، أي درجة التشتت بين أكبر تدفق نقدي و أقل تدفق نقدي متوقع للبدائل المقترح.

¹³³ حنفي عبد الغفار " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر 2003، ص 108.

¹³⁴ Goffin Robert .op.cit .pp 44-46.

$$\delta_p^2 = w_1^2 \delta_1^2 + w_2^2 \delta_2^2 + 2w_1 w_2 \delta_1 \delta_2 \rho_{1,2} \dots (1-6)$$

حيث أن:

δ_p^2 : تباين المحفظة.

δ_1^2 ، δ_2^2 : تباين كل من الأصل الأول و الثاني على التوالي.

w_1 ، w_2 : الجزء المخصص من الثروة لكل من الأصل الأول و الأصل الثاني على التوالي.

δ_1 ، δ_2 : الانحراف المعياري لكل من الاستثمار الأول و الثاني على التوالي.

$\rho_{1,2}$: معامل الارتباط بين الاستثمار الأول و الثاني.

الحالة الثانية: بالنسبة لمحفظة تتكون من N أصل مالي: يتم قياس مخاطرها عن طريق العلاقة التالية للتباين:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j C_{i,j} \dots (1-7)$$

حيث أن: $C_{i,j}$ تمثل التباين المشترك أو التغير ما بين الأصل i و الأصل j و يمكن حساب التغير

من خلال العلاقة التالية: $C_{i,j} = \delta_i \delta_j \rho_{i,j}$. و بالتالي يمكن كتابة المعادلة رقم (7-1) كما يلي:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \delta_i \delta_j \rho_{i,j} \dots (1-7a)$$

و يمكن تجزئة المعادلة رقم (7-1a) إلى جزأين و ذلك كما يلي:

$$\delta_p^2 = \underbrace{\sum_{i=1}^n w_i^2 \delta_i^2}_{i=j} + \underbrace{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1, j \neq i}^n w_i w_j C_{i,j}}_{i \neq j} \dots (1-7b)$$

و من أجل كتابة هذه العلاقة و حساب تباين المحفظة تتكون من n أصل يمكن استعمال

جدول يسمى بمصفوفة التباين - التباين المشترك و هو ما يوضحه الجدول رقم (1-1).

الجدول رقم (1-1) مصفوفة التباين - التباين المشترك

| $i \backslash j$ | 1 | 2 | 3 | ... | n |
|------------------|--|--|--|-----|--------------------|
| 1 | $w_1^2 \delta_1^2$ | $w_1 w_2 \delta_1 \delta_2 \rho_{1,2}$ | $w_1 w_3 \delta_1 \delta_3 \rho_{1,3}$ | | |
| 2 | $w_2 w_1 \delta_2 \delta_1 \rho_{2,1}$ | $w_2^2 \delta_2^2$ | | | |
| 3 | $w_3 w_1 \delta_3 \delta_1 \rho_{3,1}$ | | $w_3^2 \delta_3^2$ | | |
| n | | | | | $w_n^2 \delta_n^2$ |

المصدر: Goffin Robert .op.cit. p46

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة ذات n أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين و ذلك كما يلي:

$$\delta_p = \sqrt{\delta_p^2} \dots (1-8)$$

- معامل الاختلاف Coefficient of Variation: يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر، حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المثوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر، ويمكن تجنب هذه المشكلة

باستخدام معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري¹³⁵. فمعامل الاختلاف يعطي نسبية للخطر لكل وحدة عائد على الاستثمار الذي يستخرج بقسمة الانحراف المعياري على العائد المتوقع. و تتحدد قيمة معامل الاختلاف من خلال العلاقة التالية¹³⁶:

$$CV = \frac{\delta_i}{ER_i} \dots \dots \dots (1-9)$$

فكلما زاد معامل الاختلاف كما زادت المخاطرة والعكس صحيح.

● **معامل بيتا Beta Co-efficient**: يعد من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق)، فهو يقيس مدى تأثر (حساسية) عائد الأوراق المالية بالتغيرات التي تطرأ على عائد محفظة السوق والذي يمكن الحصول عليه من خلال سوق الأوراق المالية، ويقصد بعائد السوق المتوسط الحسابي لعوائد جميع الشركات الموجودة في السوق. ويمكن حساب معامل بيتا للورقة المالية المفردة كما يلي:

$$\beta_i = \frac{COV(R_M, R_i)}{\delta_M^2} \dots \dots \dots (1-10)$$

حيث أن:

β_i : معامل بيتا الأصل الاستثماري (المخاطر المنتظمة المرتبطة بالأصل).

R_M : عائد محفظة السوق.

R_i : عائد الورقة المالية.

δ_M^2 : تباين محفظة السوق.

$COV(R_M, R_i)$: التباين المشترك بين عائد محفظة السوق و عائد الورقة المالية

أما بالنسبة لمعامل بيتا لمحفظة مالية تتكون من N أصل مالي فهو عبارة عن المتوسط المرجح لـ بيتا الأصول المشكلة للمحفظة ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \dots \dots \dots (1-11)$$

حيث أن:

β_p : معامل بيتا لمحفظة تتكون من أصل.

β_i : معامل بيتا للأصول المكونة للمحفظة.

w_i : هي نسب الثروة الموزعة على الأصول المكونة للمحفظة.

مع العلم أن **بيتا لمحفظة السوق تساوي الواحد**، وبالتالي فإن كل محفظة يكون لها بيتا يساوي الواحد تكون مخاطرها مساوية لمخاطر السوق، أما المحفظة التي لها بيتا أقل من الواحد فتكون مخاطرها أقل من مخاطرة السوق، وأما المحفظة التي لها معامل بيتا أكبر من الواحد فتكون مخاطرها أكبر من مخاطرة السوق. و يستعمل معامل بيتا للمبادلة بين عائد ومخاطر الأصول المالية بإتباع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية،

¹³⁵ توفيق جميل أحمد " أساسيات الإدارة المالية" دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون سنة نشر، ص ص 278-279.

¹³⁶ آل شبيب دريد كامل " مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة" مرجع سابق، ص 169.

ويساعد في الكشف عن الأوراق الحساسة للتغيرات التي تحدث في السوق، و التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها، كما يستعمل معامل بيتا في إحدى طرق حساب تكاليف رأس المال في الشركة و في بناء أو إحلال أصول المحفظة، ففي حالة انتعاش السوق المالي يتم إحلال أصول استثمارية ذات معامل β منخفض، وفي حالة الانكماش يتم العكس.

3.2.2.3 مبدأ التنوع في المحفظة الاستثمارية

يعتبر مبدأ التنوع القاعدة الأساسية التي يركز عليها مفهوم المحفظة، و معنى التنوع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة. فمضمون المنفعة الحدية للأموال المستثمرة ينعكس من خلال ما يعرف بمبدأ التنوع لماركوتز، الذي يعتمد على معامل الارتباط (يعتبر معامل الارتباط بين استثمارين العامل المحدد لمخاطر المحفظة المالية) في اختيار مكونات المحفظة التي تؤدي إلى تحقيق أدنى مخاطرة، كما يؤدي التنوع إلى التخفيض من درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وهذا ما يسمى بأثر المحفظة. ويتضح من مضمون مبدأ التنوع أن تخفيض المخاطرة يشكل جوهر المبدأ، و أن المخاطرة التي يشملها التخفيض (التي يؤثر بها التنوع) هي المخاطر غير المنتظمة الناتجة عن الجهة التي أصدرت الورقة المالية، في حين تبقى المحفظة تحت تأثير المخاطر المنتظمة التي تنتج عن السوق ككل. إن مبررات تركيز مبدأ التنوع على تخفيض المخاطر غير المنتظمة يعود إلى كون أن تحركات أسعار الأسهم التي تتضمنها المحفظة ليست باتجاه واحد حتى وإن كانت كذلك فإن ارتباطها يكون صفرا أو عكسيا أو موجبا ضعيفا في إطار نظرية المحفظة، فالانخفاض التدريجي للمخاطر غير المنتظمة يتحقق كلما زاد عدد الأوراق المالية إلى أن يصل إلى الحد الذي تصبح فيه المحفظة تحت تأثير المخاطر المنتظمة فقط، وعندها تكون مخاطر المحفظة الكلية مساوية إلى مخاطرها المنتظمة. كما أن الانخفاض التدريجي نتيجة إضافة أية ورقة مالية جديدة لا بد من أن تعظم هذه الإضافة عائد المحفظة¹³⁷. إذن فعلى عكس التنوع الساذج الذي يركز على الاختيار العشوائي للاستثمارات فإن أسلوب Markowitz يركز على ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط بين العوائد) فكلما انخفضت قيمة معامل الارتباط انخفضت مخاطر المحفظة¹³⁸، فدرجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنوع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تكون المحفظة. ولكي يصبح التنوع ملائما يجب أن يكون معدل الارتباط بين عناصر المحفظة سالبا قويا، حتى يؤدي إلى تخفيض مخاطر المحفظة. ويقاس معامل الارتباط درجة واتجاه التغير بين متغيرين، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية¹³⁹. و يمكن تحديد قيمة معامل الارتباط من خلال المعادلة التالية:

¹³⁷ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص ص187-188.

¹³⁸ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص 290.

¹³⁹ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص 427.

$$\rho_{i,j} = \frac{C_{i,j}}{\delta_i \delta_j} \dots \dots \dots (1-12)$$

- إذن يعتبر معامل الارتباط بين العوائد المكونة للمحفظة المتغير الرئيسي في مكونات التغيرات (يقيس التغيرات Covariance مدى التلازم الذي يربط بين عوائد الاستثمارات). و تتراوح قيمة معامل الارتباط بين +1 و -1 و بما أن المخاطر تقاس بدرجة تقلب العائد فإن معامل الارتباط هو المحدد أساسي لحجم و اتجاه مخاطر المحفظة .
- فإذا كان معامل الارتباط يساوي +1 فهذا يدل على وجود ارتباط موجب بين عائد استثمارين، فإذا ارتفع أحدهما ارتفع الثاني، أما إذا انخفض عائد أحدهما ينخفض عائد الثاني، هذا دليل على أن أي من الاستثمارين لا يساهم في تحقيق الاستقرار في عائد المحفظة.
 - معامل الارتباط يساوي -1 دليل على وجود ارتباط سالب مما يعني أنه إذا تحرك عائد أحد الاستثمارين في اتجاه يتحرك عائد الثاني في الاتجاه المعاكس، فهذه الحركة العكسية قد تحقق الاستقرار في عائد المحفظة.
 - معامل الارتباط = 0 هذا يعني عدم وجود ارتباط بين الاستثمارين (استقلالية العوائد عن بعضها البعض) .

4.2.2.3 المحفظة الاستثمارية و المنفعة و منحنيات السواء

إن جوهر فروض نظرية المحفظة هو المنفعة الحدية للاستثمار والتي على ضوئها تمت صياغة نظرية المحفظة حيث تصف هذه النظرية المستثمر بالرشد والعقلانية عند المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة أمامه. فمن خلال الفرضيات التي وضعها Markowitz توصل إلى إمكانية بناء (تكوين) مجموعات من الاستثمارات الفردية على أساس العائد و المخاطرة (نموذج متوسط-التباين)، ومن بين تلك المجموعات توجد مجموعة تسيطر على باقي الاستثمارات الأخرى إذ تسمى هذه المجموعة بالمحافظ الكفأة و التي تكون على الخط الفعال، وتتم المفاضلة بين تلك الاستثمارات على أساس منحنيات السواء و دالة المنفعة الخاصة بكل مستثمر¹⁴⁰.

1.4.2.2.3 دالة المنفعة : تعتمد النظرية المالية على مفهوم تعظيم المنفعة كمييار لاتخاذ القرارات في ظل

سيادة عدم التأكد ويمكن تعريف **منفعة الثروة** بالإشباع الذي يحققه المستثمر من هذه الثروة، ويرجع الفضل إلى Von Neumann et Morgenstern في بناء نظرية المنفعة التي يتم من خلالها تحديد توازن المستهلك أي اختيار السلع المختلفة لتحقيق إشباعه، ويمكن تطبيق دالة المنفعة في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة وكيفية اختيار الأوراق الأفضل وتحديد المحافظ المثلى، فالمستثمر عندما يحقق عائدا فإنه يحقق منفعة و يحقق إشباعا.

و تعتمد نظرية المحفظة التي بناها Markowitz على العلاقة بين العائد والمخاطرة وعلى فرضية المنفعة الحدية¹⁴¹ للعائد على الاستثمار، و ينص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يوضح ميله وسلوكه تجاه عائد الاستثمار، ومن ثمة اتجاه مخاطر الاستثمار، فالمستثمر يحاول تعظيم المنفعة المتوقعة من الاستثمار. ففرض تعظيم المنفعة يعني أن المستثمر يهدف دائما إلى الحصول على أقصى قدر من المكاسب من

¹⁴⁰ Hurson Christian et Zoporinids Costantin « Gestion de portefeuille et analyse multicritère » Economica, paris 1997, pp 5-9 .

¹⁴¹ المنفعة الحدية: هي عبارة عن كل زيادة تظراً على المنفعة الكلية نتيجة استهلاك وحدة إضافية من سلعة أو خدمة محددة، فقلون تناقص المنفعة الحدية يعني أنه كلما زاد استهلاك وحدة إضافية انخفضت قيمة المنفعة أو تدنت قيمة الإشباع لكل وحدة، أما المنفعة الكلية فهي عبارة عن الإشباع الكلي الذي يحققه المستهلك من استهلاك عدد وحدات من سلعة أو خدمة ما خلال فترة زمنية معينة.

وراء الاستثمار. و الملاحظ أن تعظيم المنفعة ليس مرادفا لتعظيم الثروة، فتعظيم الثروة يرتبط أساسا بتعظيم العائد، أما تعظيم المنفعة فأمر مختلف. فالمنفعة محصلة العائد والمخاطرة وليس محصلة العائد وحده، فتعظيم الثروة الناجم عن تعظيم العائد ينعكس إيجابا على المنفعة، غير أن المنفعة تتأثر عكسيا بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد. وبناءا عليه فإنه لو كان التأثير السلبي للمخاطر يفوق التأثير الإيجابي للعائد فإن المنفعة المتوقعة من الاستثمار سوف تقل عن الثروة المتوقعة المترتبة عليه. إذن فلكل مستثمر منحني منفعة يبين سلوكه تجاه العائد والمخاطرة فقد يأخذ منحني المنفعة شكل خط مستقيم أو منحني مقعر أو محدب فهو دليل على اختلاف المستثمرين ومدى قبولهم للمخاطرة¹⁴². و توجد ثلاثة أنماط من المستثمرين هم¹⁴³:

النمط الأول: مستثمر يكره المخاطرة A Venter Risk: و هو المستثمر العادي الذي يمكن أن يطبق عليه قانون المنفعة الحدية المتناقص لأنه يطلب مقابل كل وحدة مخاطرة قدرا متزايدا من العائد، فهذا المستثمر يحقق منفعة متناقصة مع كل وحدة إضافية لثروته، حيث أن المنفعة أو الإشباع الذي يتحقق من حصوله على أول دينار من العائد يكون أعلى من الدينار الثاني والدينار الثالث يكون أقل منفعة وأقل إشباع من الدينار الثاني وهكذا، فالمنفعة تتناقص كلما زاد العائد فالعلاقة بين العائد والمنفعة علاقة عكسية، فكلما زاد العائد انخفضت المنفعة، لكن العلاقة بين العائد والمخاطرة لهذا النمط من المستثمرين علاقة طردية أي كلما زاد العائد زادت المخاطرة، فالمستثمر المتحفظ لا يقبل على تحمل المخاطر إلا إذا توقع أن هناك عائدا يغطي تلك المخاطر. فهذا المستثمر لا يحب المخاطر أي يفضل الاستثمارات ذات العائد المنخفض والمخاطر المنخفضة. و تظهر دالة المنفعة لهذا المستثمر في الشكل رقم (1-1).

النمط الثاني: مستثمر محايد تجاه المخاطرة Risk Neutral: تبقى المنفعة بالنسبة إلى هذا النوع من المستثمرين ثابتة فالعلاقة بين العائد والمنفعة تتمثل في خط مستقيم وذلك مهما تغير العائد، فالمنفعة التي يحصل عليها من الاستثمار تساوي الزيادة التي تطرأ على ثروته (فالمنفعة التي يحصل عليها المستثمر من الدينار الأول هي نفسها التي يحصل عليها من الدينار الثاني والثالث...). فهذا المستثمر يقبل المزيد من المخاطرة بشرط أن تقابلها زيادة متساوية في العائد. وتظهر دالة منفعة هذا المستثمر من خلال الشكل رقم (1-1) في شكل خط مستقيم.

¹⁴² Dubois Michel / Girerd-Potin Isabelle « exercices de théorie financière et de gestion de portefeuille » édition de Boeck université Bruxelles 2001,p13

-Cuthbertson Keith « Economie financière quantitative : Action, Obligation et taux de change » DeBeock université, paris, 1^{ère} édition 2000, pp59-60.

- Florin Aftalion . op,cit, p25.

- المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص 99.

- الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق ص 310.

¹⁴³ Goffin Robert . op. cit p 25

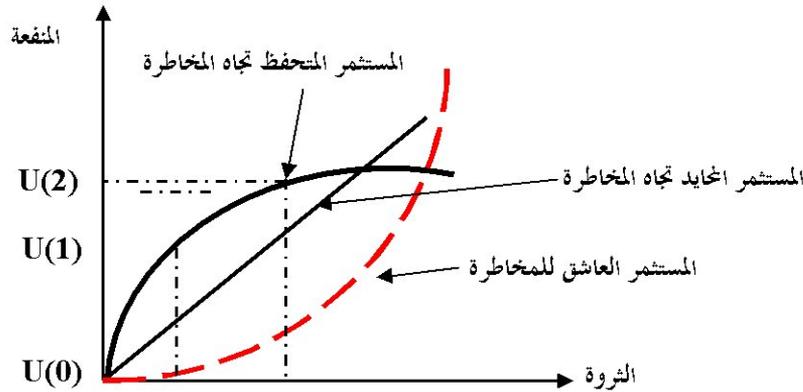
- Cuthbertson Keith . op,cit. pp 32-33.

- آل شبيب دريد كامل " الاستثمار و التحليل الاستثماري" مرجع سابق، ص ص 350-352.

- المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص ص 100-102.

النمط الثالث: مستثمر عاشق للمخاطرة **Risk Lover**: يحقق هذا النوع من المستثمرين منفعة متزايدة كلما زاد العائد أي أن المنفعة من الدينار الثاني تزيد عن الدينار الأول ومنفعة الدينار الثالث تزيد عن منفعة الثاني وهكذا، أي أن هناك علاقة طردية بين المنفعة والعائد فكلما زاد العائد زادت المنفعة، أما العلاقة بين العائد والمخاطرة فهي علاقة عكسية أي أن المستثمر لا يكثر لوجود المخاطرة ما دام العائد يرتفع لا بل يقلل من أهمية المخاطرة، فكلما زاد العائد قلت أهمية المخاطرة بالنسبة لهذا المستثمر. و تظهر دالة هذا المستثمر في الشكل رقم (1-1) .

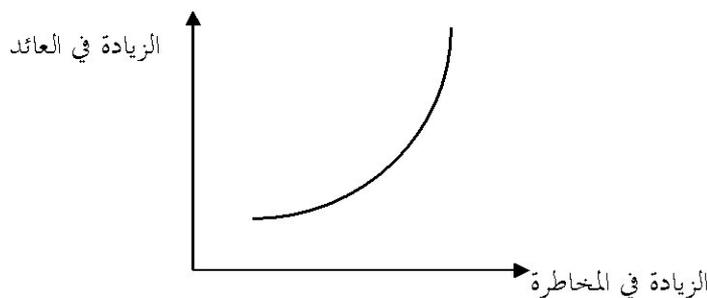
الشكل رقم (1-1) دوال المنفعة لثلاثة أنماط من المستثمرين



Source: Cuthbertson Keith « Economie financière quantitative » op,cit p32.

2.4.2.2.3 منحنيات السواء¹⁴⁴ Indifference Curves: يمكن تطبيق منحنيات السواء من أجل توضيح العلاقة بين العائد و المخاطرة و التي تعكس مدى رغبة المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول حيث يكون منحنى السواء على النحو التالي:

الشكل رقم (2-1) منحنى السواء



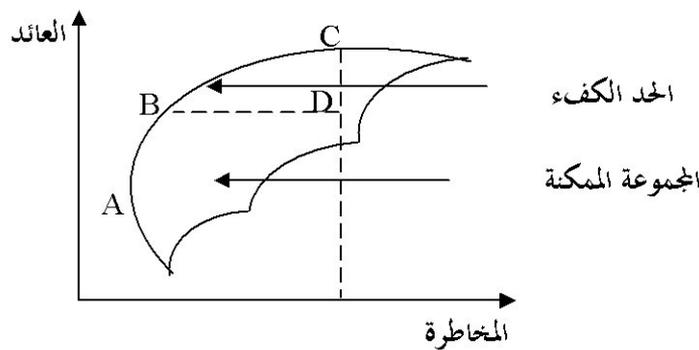
و يعكس منحنى السواء بالنسبة للمستثمر العلاقة بين العائد و المخاطرة و التي تعتبر علاقة طردية وهذا يعني أن كل زيادة في العائد تقود إلى زيادة في المخاطرة و بعبارة أخرى أن المستثمر لا يتحمل أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في العائد.

¹⁴⁴ تعد منحنيات السواء من أهم الأدوات التي يستخدمها الاقتصاديون لتحديد سلوك المستهلك من حيث اختياره للسلع و الخدمات لتلبية احتياجاته وفقا لدخله المحدود، و هو المنحنى الذي يبين الإشباع أو المنفعة التي يحصل عليها المستهلك من خلال اختياره لمختلف السلع.

5.2.2.3 الحد الفعال (الحد الكفاء) Efficient Frontier

يسعى المستثمر إلى تكوين مجموعة من المحافظ الاستثمارية تختلف من حيث العدد ونسب الثروة الموزعة عليها، فهو بذلك يحصل على الاستثمارات الممكنة وبعدها يختار ويقيم المحافظ الاستثمارية المتاحة على أساس العائد والمخاطرة¹⁴⁵. وهناك مجموعة من القواعد العامة لاختيار أفضل الأوراق المالية، إذ يتم اختيار الأسهم الأقل خطورة عندما تتساوى العوائد والأسهم الأكبر عائدا عندما تتساوى المخاطر، وقد سميت هذه القواعد بقواعد الهيمنة أو السيادة. هذه المقاييس المزدوجة تعرف بمقاييس العائد والمخاطرة وهي لا تؤدي إلى اختيار أحد الأوراق المالية فحسب، بل تؤدي إلى اختيار مجموعة من الأوراق، وذلك بواسطة تحديد منحنى المحفظة والذي أطلق عليه اصطلاح الخط الفعال (الحد الكفاء) وهو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد ودرجات مخاطرة أقل¹⁴⁶. فالاستثمارات الكفءة تتمثل في الفرص الاستثمارية التي من المتوقع أن تحقق أعلى عائد عند حد معين من المخاطرة أو تلك التي تحمل درجة مخاطرة عند مستوى عائد معين. فإذا ما تم ربط العائد من الاستثمارات بدرجة المخاطرة يتم الحصول على الشكل التالي¹⁴⁷:

الشكل (3-1) : الحد الكفاء والمجموعة الممكنة



ويلاحظ من خلال الشكل (3-1) أن المنحنى (A B C) يمثل الاستثمارات الكفءة أو الحد الكفاء باعتبار أن هذه الاستثمارات تتسبب كافة الفرص الاستثمارية الأخرى، فمثلا إذا خير المستثمر ما بين المحفظة C و D فسيختار C باعتبارها أكفأ من D على الرغم من أن D و C لهما نفس درجة المخاطرة إلا أن C تحقق عائدا مرتفعا مقارنة بـ D، أما إذا خير بين المحفظة B و D فسيختار B على الرغم من أن لهما نفس العائد إلا أن B أقل مخاطرة من D¹⁴⁸. و عليه فالمحافظ الكفءة¹⁴⁹ هي التي تكون على الخط الفعال أما المحافظ غير الكفءة والتي لا يستطيع المستثمر تحقيقها فهي التي تقع تحت الخط الفعال. أما لتحديد الورقة أو الأصل الذي سيحقق أعلى إشباع أو أرباح فيجب الرجوع إلى منحنيات السواء، إذ يقرر أفضل اختيار للمستثمر بناءا عليها، ويكون أفضل اختيار للمستثمر نقاط تماس الخط الفعال مع أعلى منحنى من منحنيات السواء.

¹⁴⁵ الهندي منير إبراهيم "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق، ص 314.

¹⁴⁶ المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص 107.

¹⁴⁷ Gitman Lawrence et autre « Investissement et marchés financiers » op, cit p 186.

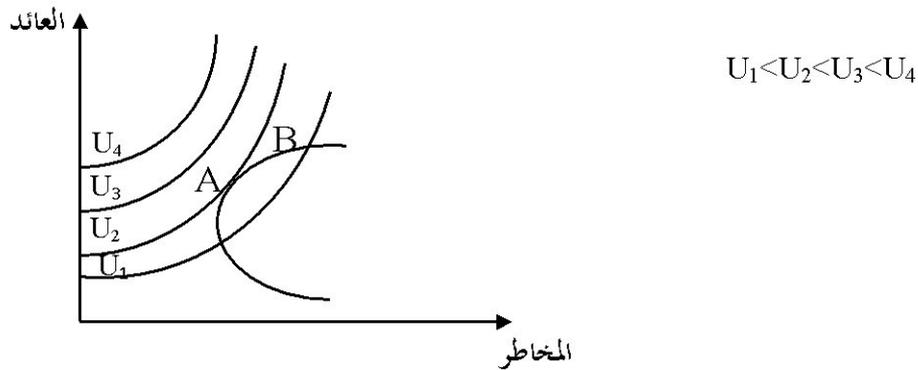
¹⁴⁸ Goffin Robert , op,cit , p56.

¹⁴⁹ تعرف المحفظة الكفءة بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد المتوقع.

6.2.2.3 المحفظة الخطرة المثلى (المحفظة الاستثمارية المثلى)

هي المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول و بكيفية تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مقبول للمخاطرة، و تتميز المحفظة الخطرة المثلى بأنها تحقق للمستثمر توازنا معقولاً بين عنصرى العائد والأمان، وتتسم أصولها بقدر من التنوع الإيجابي كما أن أدواتها تحقق حداً أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء تعديلات يراها ضرورية وبأقل قدر من الخسائر¹⁵⁰. و يتم التوصل إلى المحفظة المثلى عند نقطة التماس بين مجموعة المحافظ الكفاءة (الحد الكفء) و منحني السواء، وتمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر. وانطلاقاً من منحني الحد الكفء سيختار المستثمر المحفظة المثلى التي تعظم منفعته، فالمحفظة المثلى ليست نفسها بالنسبة لكل المستثمرين فهي مرتبطة بدالة منفعة المستثمر، وكذا مدى قبوله للمخاطرة. الشكل رقم (4-1)¹⁵¹.

الشكل (4-1): اختيار المحفظة المثلى التي تعظم منفعة المستثمر (المحفظة A)



فالمحفظة المثلى تتحدد عند نقطة تماس منحني السواء بالحد الكفء، وهي تختلف من مستثمر إلى آخر، فقد يختار مستثمر ما النقطة A بينما يختار آخر النقطة B، ففي هذه الحالة يتم الربط بين منفعة المستثمر والحد الكفء. فالمستثمر الذي اختار A لأنها تلامس منحني السواء الخاص به (فعند هذه النقطة يبدأ ميل منحني الحد الكفء في التناقص)، أما المستثمر الذي اختار النقطة B أيضاً لأنها لامست منحني السواء الخاص به. ويتوقف اختيار المستثمرين على أساس مقارنة العائد والمخاطرة من جهة وعلى أساس دالة المنفعة الخاصة بكل واحد منهم، ومن جهة أخرى فكل مستثمر سيختار النقطة على المنحنى التي تحقق له أقصى منفعة. بالإضافة إلى مدى ميل كل مستثمر لتحمل المخاطرة. فالفرق بين المستثمر الذي اختار النقطة A والذي يختار النقطة B هو أن المستثمر A أكثر كراهية للمخاطرة من المستثمر B. ولذلك يختار المستثمر A النقطة A لأنها تحمل أقل مخاطرة، بينما يختار المستثمر الآخر النقطة B لأنه أقل كراهية للمخاطرة، فالعائد المرتفع سيشجعه على تحمل مخاطرة أكبر.

¹⁵⁰ مطر محمد، مرجع سابق، ص 110، ص 112.

¹⁵¹ Goffin Robert . Op .Cit , p 58.

المبحث الرابع: مستحدثات نظريات الاستثمار في الأوراق المالية

إن نظرية المحفظة التي صاغها Markowitz كانت قاعدة هامة مهدت لظهور نماذج أخرى تستعمل في تسيير وإدارة المحافظ الاستثمارية ومنها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و نموذج العوامل.

1.4 نموذج تسعير الأصول المالية Capital Asset Pricing Model

بعد حوالي 12 سنة من ظهور نظرية المحفظة لـ Markowitz ظهر نموذج آخر يعد امتدادا وتطويرا لتلك النظرية أطلق عليه تسمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و الذي كان ثمرة جهود العديد من الباحثين¹⁵² مثل William Sharpe 1964¹⁵³ و John Linter 1965 و Jan Mossin 1966 .

ويعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أول نموذج يوضح العلاقة الطردية بين العائد المتوقع والخطر المنتظم للأصل فهو يركز على أساس أن المخاطر التي يتحملها المستثمر هي المخاطر المنتظمة -والتي تقاس بمعاملات بيتا- التي لا يمكن أن يتحملها المستثمر إلا إذا كان في مقابل ذلك عائد يعوض عنها، أما المخاطر غير المنتظمة فهي ليس ذات أهمية نظرا لإمكانية السيطرة عليها باستعمال مختلف طرق التنويع. و يقوم النموذج على أساس أن هناك علاقة بين عائد الأصل الاستثماري وعائد محفظة السوق. ويستند مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على الافتراض القائل بأن العائد المطلوب على أي أصل استثماري يساوي العائد الخالي من المخاطر زائدا علاوة المخاطر، أي أن كمية المخاطر الموجودة في أي استثمار يجب أن تنعكس على العائد المطلوب، فإذا زادت المخاطر يجب وتبعاً لذلك أن يكون معدل العائد مرتفعا والعكس صحيح¹⁵⁴.

1.1.4 فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المالية

لقد تم وضع عدد من الافتراضات لبناء النموذج حتى يمكن استخدامه ليس في سوق الأوراق المالية فقط وإنما في تقييم جميع الأصول الاستثمارية على اختلاف أنواعها. و تتمثل فرضيات التي قام عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فيما يلي¹⁵⁵:

- يقوم المستثمر بتكوين المحافظ الاستثمارية على أساس العائد والمخاطرة المنتظمة، فهو يقبل أن يتحمل المزيد من المخاطر لكن مقابل أن يحصل على عائد أفضل، فإذا ما حدد مستوى الخطر فسيختار مكونات

¹⁵² J.Treynor 1962 ' Towards a theory of market equilibrium under condition of risk'.

- W. Sharpe 1964 'Capital asset price :A theory of market equilibrium under condition of risk '.

- J. Linter 1965 " The valuation of risk : Assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets".

- J. Mossin 1966 "Equilibrium in a capital asset market.

¹⁵³ نال William Sharpe جائزة نوبل للاقتصاد عام 1990.

¹⁵⁴ علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 96-97.

- المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص194

- Berk Jonathan / De Marzo Peter/Cappelle-Blancard Gunther/ Couderc Nicolas/ Nalpus Colas « Finance d'entreprise » Preason Education, France 2008, p386.

¹⁵⁵ Broquet Claude /Cobbaut Robert/ Gillet Roland/ Van den Berg André « Gestion de portefeuille » Edition de Boeck Université Bruxelles , 4^{ème} édition 2004, pp159-160.

- Pascal Grandin « La gestion de portefeuille d'action : exercice et cas corrigés » Edition Nathan, Paris 1998, p42.

- Viviani Jean-Laurent « Gestion de portefeuille » op, cit, p166.

- محفظته والتي تعظم الربح وبالعكس فإذا ما حدد مستوى العائد المطلوب فسيحدد المكونات التي تقلل من الخطر إلى أقل ما يمكن؛
- إن المستثمرين بطبيعتهم يكرهون المخاطرة، ولذلك فهم يستثمرون في محافظ تتكون من أصول غير خطيرة ومحفظة السوق، بحيث تتضمن هذه الأخيرة مجموع الأصول المتداولة في السوق كما أنها تقع على الخط الفعال (الحد الكفء)؛
 - وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين يتعاملون في السوق؛
 - للمستثمرين نفس التوقعات حول كفاءة الأصول في المستقبل، وهو ما يعني أن توقعاتهم متجانسة ومتماثلة فيما يخص العائد المتوقع و التباين، والتباين المشترك (التغاير) لعوائد مختلف الأصول المالية المتداولة؛
 - فترة التوظيف هي نفسها بالنسبة لجميع المستثمرين؛
 - عدم وجود تكلفة أو ضرائب على المعاملات (عمليات البيع و الشراء)، كما أن الأصول المالية قابلة للتجزئة حيث يمكن للمستثمرين شراء أي كمية من الأصول وذلك مهما كان حجمها ؛
 - كل المعلومات الضرورية لتقوم أفضل للأصول ممكن الحصول عليها بدون تكلفة من قبل المستثمرين حيث تصلهم تلك المعلومات بسرعة و بدون تكلفة؛
 - وجود أصل خالي من الخطر بإمكان كافة المستثمرين الإقراض و الاقتراض على أساسه .

2.1.4 بناء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

- يقوم تحليل Markowitz على فرضيتين أساسيتين هما: اعتماد المستثمر على موارده الذاتية لتمويل محفظته (أي أنه لا يقترض)، و على أن تتضمن المحفظة المثلى على أصول استثمارية خطيرة، أي أنها لا تشمل على أصول خالية من المخاطر (إمكانية الإقراض)¹⁵⁶. فإذا ما تم التخلي عن هاتين الفرضيتين، أي إمكانية أن يوجه المستثمر ثروته لتشكيل محفظة تحتوي على استثمارات خطيرة وأخرى خالية من المخاطر (كالسندات مثلاً)، فما هو تأثيرهما على منحني الاستثمارات الكفءة؟ وما هي المحفظة الجديدة في ظل إسقاط هاذين الفرضين؟
- **التخلي عن المحفظة الخطرة (إمكانية الإقراض):** تتضمن عملية الإقراض إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية الخالية من الخطر مثل أذونات الخزينة. فلقد قام جيمس توبين James Tobin 1958 بتوسيع نطاق تحليل Markowitz من خلال إدخال مفهوم الأصل الخالي من الخطر¹⁵⁷ في تسعير المحفظة، فالأصل الخالي من الخطر يعطي عائد مؤكد في نهاية مدة الاستثمار، و يكون هذا العائد خالياً من المخاطر التالية¹⁵⁸:
 - مخاطر عدم القدرة على السداد: لا تخضع السندات التي تصدرها الدولة لمثل هذا النوع من المخاطر حيث تعد الدولة هي المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات حيث أن آخر

¹⁵⁶ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص 333.

¹⁵⁷ إن مفهوم الاستثمار الخالي من الخطر هو أن المستثمر الذي يشتري استثماراً في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للاستثمار.

¹⁵⁸ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 101.

مرحلة لمواجهة ذلك هو أن تقوم بإصدار أوراق مالية لسداد ما عليها من التزامات.

- مخاطر التضخم: و هي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلى معدل العائد الحقيقي لتأخذ بعين الاعتبار التغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود.

- علاوة السيولة: و هي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة و بدون خسارة قياسا بتكلفة الشراء، فهي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق، فإذا كان الأصل الاستثماري منخفض السيولة فإن المستثمرين يضيفون علاوة (علاوة السيولة) إلى السعر للتعويض ذلك.

و يتكون معدل العائد الخالي من الخطر من جزئين هما: العائد الحقيقي (العائد الخالي من توقعات التضخم) وعلاوة التضخم و التي تساوي معدل التضخم المتوقع ومن ثمة فإن أي تغير في علاوة التضخم سيتبعها تغير في معدل العائد الخالي من المخاطر في نفس الاتجاه.

إذن في ظل التأكد بشأن قيمة الاستثمار في نهاية الفترة، فإن الانحراف المعياري لعائد هذا الاستثمار يكون مساويا للصفر. $\delta_1 = 0$ ¹⁵⁹. أما العائد بالنسبة لهذا الأصل فيتمثل في معدل العائد الخالي من الخطر و الذي يرمز له بـ r_f

- **التخلي عن فرضية اقتصار المستثمر على موارده الذاتية (إمكانية الاقتراض):** في ظل نظرية المحفظة افترض Markowitz أن المستثمر يعتمد فقط على موارده الذاتية في تكوين المحافظ، ولكن في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تم التخلي عن هذا الفرض، بحيث يمكن للمستثمر الاقتراض وذلك من أجل تدعيم موارده المالية من أجل تحقيق مكاسب مالية تتمثل في الفرق بين الفائدة المدفوعة و العائد الذي يتولد عن الاستثمارات التي تم تمويلها بالقروض، ويفترض أن المستثمر يقترض بمعدل فائدة يعادل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.
 - **تكوين المحفظة الجديدة في ظل إمكانية الإقراض والاقتراض:** يمكن للمستثمر إما أن يقترض أو يقترض، وليس بإمكانه الإقراض والاقتراض في نفس الوقت كما أن هاتين العمليتين تتمان بنفس المعدل. لنفترض أن محفظة تتكون من أصلين هما: الأصل الأول : أصل غير خطر (مثلا شراء سندات حكومية). والأصل الثاني : أصل خطر؛ وبالتالي يمكن حساب قيمة كل من عائد و مخاطر هذه المحفظة كما يلي¹⁶⁰:
- ✓ **حساب العائد لهذه المحفظة:**

$$ER_p = xER_1 + (1-x)ER_2 \dots \dots \dots (1-13)$$

حيث أن:

x : تمثل جزء من الثروة المستثمر في الأصل الخالي من الخطر

أما $1-x$: فتمثل الجزء المتبقي من الثروة و المستثمر في الأصل الخطر (المحفظة الخطرة) ، و علما أن $ER_1 = r_f$

¹⁵⁹ Viviani Jean-Laurent. Op. cit, p 74.

¹⁶⁰ Broquet Claude et Al .op. Cit, p160-161.

¹⁶⁰ Jacquillat Bertrand et Solnik Bruno . op. cit, p129.

$$ER_p = x r_f + (1-x)ER_2 \dots \dots \dots (1-13a)$$

✓ حساب المخاطرة لهذه المحفظة :

$$\delta_p^2 = x^2 \delta_1^2 + (1-x)^2 \delta_2^2 + 2x(1-x)\delta_1\delta_2\rho_{1,2} \dots \dots \dots (1-14)$$

مع العلم أن $\delta_1 = 0$.

فتصبح مخاطرة المحفظة عندئذ ممثلة في المعادلة التالية:

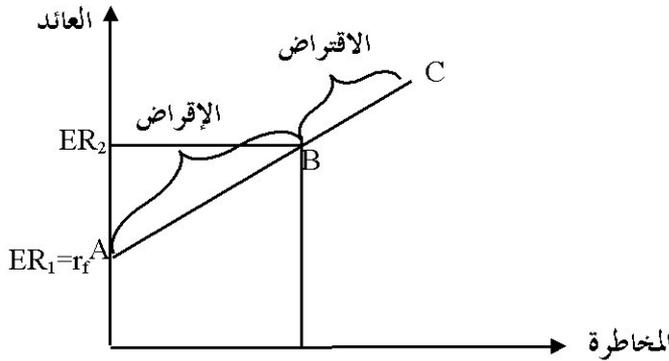
$$\delta_p^2 = (1-x)^2 \delta_2^2 \dots \dots \dots (1-14a)$$

$$\delta_p = (1-x) \delta_2 \dots \dots \dots (1-14b)$$

وبالتالي عند تكوين محفظة من استثمار خالي من المخاطر واستثمار ينطوي على مخاطر لا بد أن تكون فيها

قيمة التغير بين عائد الاستثمارين مساويا للصفر $C_{1,2} = \delta_1\delta_2\rho_{1,2} = 0$.

ويمكن تمثيل هذه المحفظة كما يلي¹⁶¹: الشكل رقم (5-1): المحفظة في ظل إمكانية الإقراض و الافتراض



فالمنحنى يبين الأصل غير الخطر الممثل في النقطة (A) ذات الانحراف المعياري المعدوم، ومعدل العائد الخالي من الخطر قدره r_f ، أما النقطة (B) فتمثل الأصل الخطر. فحدود المجموعة الكفاءة في ظل إسقاط الفرضين معا هو عبارة عن خط مستقيم يمتد من النقطة A إلى ما وراء النقطة C، بمعنى أنه في ظل افتراض الإقراض و الافتراض فإنه لن يتبقى من حدود المجموعة الكفاءة لنموذج Markowitz سوى نقطة واحدة وهي النقطة B نقطة تماس الخط المستقيم مع حدود المجموعة الكفاءة. ويرجع سبب اختفاء المجموعة الكفاءة باستثناء النقطة B هو أن أي محفظة تقع على الخط المستقيم الذي يمتد من A إلى ما وراء C تسيطر على أي محفظة تقع على الحد الكفاء لأنها تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطرة (مقارنة بالمحافظ الأخرى)¹⁶².

و يتم تحديد الموقع الدقيق للمحفظة حسب نسبة توزيع مخصصات المحفظة بين الاستثمارات الخطرة والاستثمار الخالي من الخطر، أي أن هناك فصل بين القرار المتعلق باختيار محفظة السوق و التي تتضمن الأصول الخطرة والقرار المتعلق بمستوى الخطر الذي وقع عليه و الذي يتركز في تحديد نسبة الأصل الخالي من الخطر¹⁶³. و عليه

¹⁶¹ Goffin Robert.Op. Cit, p 66.

¹⁶² الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق ، ص ص 352-353.

¹⁶³ ملاك وسام " البورصات و الأسواق المالية العالمية " دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع، الجزء الأول، بيروت لبنان، الطبعة الأولى 2003، ص 238.

يتوقف اختيار المحفظة على الخط المستقيم على حسب نوعية المستثمر، فإذا كان المستثمر من النوع المتحفظ جدا ولا يرغب في مواجهة المخاطرة فسيستثمر جميع أمواله في أصول خالية من الخطر، والتي تحقق عائدا مضمونا، فهو بذلك يفضل إقراض ماله، ويمكن إيجاد هذا النوع من المستثمرين عند النقطة A (الشكل 1-5)، ويفضل البعض الآخر من المستثمرين استثمار جزء من أموالهم في استثمارات غير خطرة بالإضافة إلى استثمار جزء آخر في استثمارات خطرة، وتتواجد هذه الفئة على الخط الرابط بين A و C. فإذا كان الجزء المستثمر في الاستثمارات الخطرة أكبر فإن هذه النقطة تكون أقرب إلى C من A، أما إذا كان الجزء المستثمر في الاستثمارات غير الخطرة أكبر فموقع المستثمر يكون أقرب إلى A من C، كما توجد فئة أخرى من المستثمرين يتواجدون على الخط (B C) وهم من فئة المقترضين، فهذه الفئة بإمكانها الاستثمار في استثمارات خطرة كما بإمكانها الاقتراض وذلك من أجل زيادة حجم استثماراتهم، فهم قادرون على تقبل درجات مخاطرة أكبر في سبيل تحقيق معدلات عائد أكبر¹⁶⁴.

● **المحفظة الخطرة المثلى:** في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يجب أن تشتمل المحفظة الخطرة المثلى على كافة الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال وتسمى المحفظة الخطرة المثلى في هذا النموذج بمحفظة السوق¹⁶⁵، فهذه الأخيرة تتضمن كافة الأوراق المالية الخطرة المتداولة في السوق حيث أن نسبة الاستثمار في كل ورقة فيها يتوقف على قيمتها السوقية النسبية. وترجع أهمية محفظة السوق في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى أن المجموعة الكفأة من المحافظ لا بد وأن تشتمل كل منها على محفظة السوق بالإضافة إلى الاستثمار الخالي من الخطر، أو الإقراض لتدعيم الموارد المالية للمستثمر وتوجيه الحصيلة كلها إلى محفظة السوق، و تعتبر المجموعة الكفأة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية الأساس الذي يشتق منه خط سوق رأس المال (خط تسعير السوق للمخاطر).

و من أجل تقدير عائد محفظة السوق يستخدم عادة عائد مؤشرات¹⁶⁶ الأسهم مثل مؤشر داو جونز أو مؤشر ستاندر آند بورز كمقياس لعائد محفظة السوق و عادة ما يفوق عائد محفظة السوق معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر نسبته تتراوح بين 3 و 7 وهذا يعني أنه لو أن تقدير معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر هو 6 فإن معدل العائد المستقبلي يتوقع أن يتراوح بين 9 إلى 13 تطبيقا لمعدل عائد محفظة السوق.

3.1.4 خط سوق رأس المال Capital Market Line

يمثل خط سوق رأس المال الاختيارات الكفأة التي تواجه كل مستثمر والذي يقوم بدوره باختيار محفظته المثلى بناء على اتجاهاته الشخصية نحو المخاطر، ويعبر عن خط سوق رأس المال (خط تسعير السوق

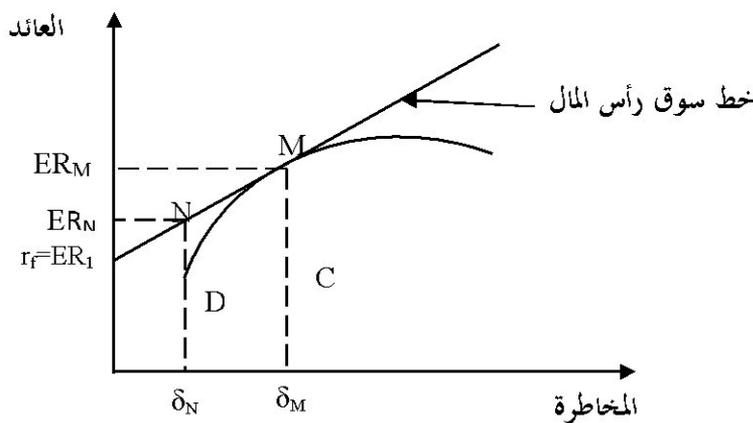
¹⁶⁴ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص 369-370.

¹⁶⁵ Portait Roland / Poncet Patrice « Finance de marché » Dalloz, paris2008, p 764.

¹⁶⁶ يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات التي تحدث في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر و تحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، و بالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها.

للمخاطر) عن علاقة التوازن بين عائد ومخاطر المحافظ الكفء، أي المحافظ التي بفضل تنوع مكوناتها تتعرض فقط للمخاطر المنتظمة وذلك لا ينطبق على المحافظ غير الكفوء لأنها تقع أسفل خط سوق الأوراق المالية¹⁶⁷. ولقد سمي خط المجموعة الكفءة بخط سوق رأس المال نظرا لأن تحديده يتم من قبل كافة المستثمرين المتعاملين في السوق و الذين يتماثل معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر لكل منهم، فهم جميعا يرغبون في الاستثمار في محفظة السوق. وبما أن كل نقطة تقع على الخط تعكس حجم العائد والمخاطرة لمحفظة ما، فإذا ما تمت قسمة عائد المحفظة التي شكلها على حجم المخاطر سيتم الحصول على حجم العائد لكل وحدة من وحدات المخاطر، بمعنى الوصول إلى تسعير السوق لوحدة المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة. ويمكن تمثيل خط سوق رأس المال في الشكل التالي¹⁶⁸:

الشكل رقم (6-1): خط سوق رأس المال



إن السبب الذي أدى إلى تغير الخط الفعال (في نموذج Markowitz) من منحنى إلى خط مستقيم هو إمكانية الإقراض والاقتراض المتاحة للمستثمر. حيث أن المحافظ التي تقع على الخط المستقيم أفضل للمستثمر من المحافظ التي تقع على الخط الفعال والتي تتكون من أصول خطرة فقط. و يظهر من الشكل رقم (6-1) أن خط سوق رأس المال يعطي المستثمر الأساس اللازم لاختيار المزيج الأمثل، فهو سيختار المحفظة التي تناسب أولوياته واحتياجاته وأهدافه، فإذا اختار المحفظة التي تقع على النقطة r_f فهذا يعني أنه يفضل الاستثمار في أدوات الخزينة ذات العوائد الأقل ولكنها خالية من المخاطر، أما إذا اختار المحفظة التي تقع على النقطة N فإن هذه المحفظة التي تتكون من أصول خطرة وأصول خالية من المخاطر من المتوقع أن تحقق له عوائد وهي العوائد التي تعتبر أعلى من العوائد التي تعطيها المحفظة السابقة، أما إذا اختار المحفظة التي تقع على النقطة M فإن هذه المحفظة تعطي أفضل مبادلة بين العائد والمخاطر حيث أن عوائد ER_M هي أعلى من العائد ER_N ولكن مخاطرها أكبر من مخاطر المحفظة N¹⁶⁹. و تكمن معادلة خط سوق رأس المال في العائد المطلوب الذي يتولد عن المحفظة الكفءة إذ يمكن صياغة المعادلة كما يلي :

¹⁶⁷ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 104.

¹⁶⁸ Goffin Robert. Op. Cit, p76.

¹⁶⁹ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 105 - 106.

$$E(R_p) = r_f + \sigma_p \left(\frac{ER_M - r_f}{\sigma_M} \right) \dots \dots \dots (1-15)$$

حيث أن :

$E(R_p)$: معدل العائد المطلوب على المحفظة الكفاءة.

ER_M : العائد المتوقع لمحفظة السوق .

r_f : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر .

δ_M : الانحراف المعياري لمحفظة السوق .

δ_p : الانحراف المعياري للمحفظة الكفاءة المراد تسعير مخاطرها .

و قد تم الوصول إلى المعادلة (15-1) انطلاقاً من المعادلتين رقم (a13-1) و (a14-1) وذلك كما يلي¹⁷⁰:

$$ER_p = x r_f + (1-x) ER_M \dots \dots \dots (1-13a)$$

$$\delta_p^2 = (1-x)^2 \delta_M^2 \dots \dots \dots (1-14a) \Rightarrow \delta_p = (1-x) \delta_M$$

علماً أن محفظة السوق هي الأصل الثاني وبالتالي فإن مخاطر وعائد للمحفظة الكفاءة يأخذان الصيغ التالية:

$$ER_p = x r_f + (1-x) ER_M \dots \dots \dots (1-16)$$

$$\delta_p = (1-x) \delta_M \dots \dots \dots (1-17)$$

من المعادلة رقم (17-1) نستخرج قيمة x حيث: $x = 1 - \frac{\delta_p}{\delta_M}$ ونعوض قيمة x في المعادلة رقم (16-1)

و نحصل على ما يلي:

$$E(R_p) = \left(1 - \frac{\delta_p}{\delta_M} \right) r_f + \left[1 - \left(1 - \frac{\delta_p}{\delta_M} \right) \right] ER_M = r_f - r_f \left(\frac{\delta_p}{\delta_M} \right) + \left[1 - 1 + \frac{\delta_p}{\delta_M} \right] ER_M$$

$$E(R_p) = r_f - r_f \left(\frac{\delta_p}{\delta_M} \right) + ER_M \left(\frac{\delta_p}{\delta_M} \right)$$

$$E(R_p) = r_f + \delta_p \left(\frac{ER_M - r_f}{\delta_M} \right)$$

حيث أن: $\delta_p \left(\frac{ER_M - r_f}{\delta_M} \right)$ تمثل علاوة المخاطر و $\left(\frac{ER_M - r_f}{\delta_M} \right)$ تمثل سعر السوق للمخاطرة أو ميل خط

سوق رأس المال.

وتعني معادلة خط سوق رأس المال أنه في ظل التوازن يفترض أن يتمثل معدل العائد على الاستثمار في¹⁷¹:

- العائد الخالي من المخاطر والذي يمثل سعر الانتظار أي ثمن لعنصر الزمن.
- عائد يعوض المستثمر عن المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار أو ما يسمى بعلاوة المخاطرة.

¹⁷⁰ Broquet Claude et Al . op. Cit, p161-162.

- Jacquillat Bertrand et Solnik Bruno .op. cit. p130.

¹⁷¹ Goffin Robert .Op. Cit, p77.

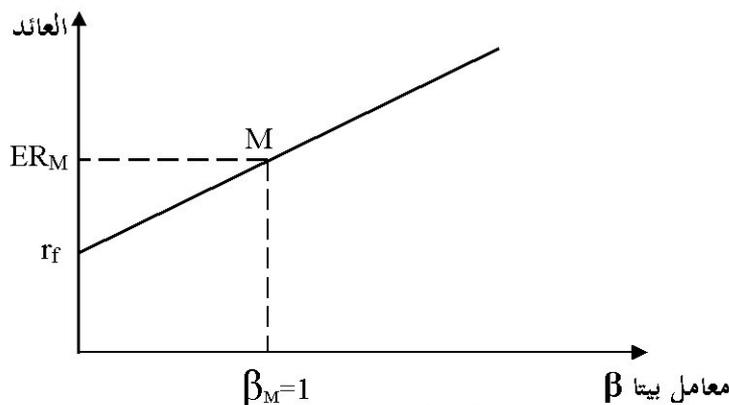
و ليس من الضروري أن يكون خط السوق ثابتا فقد يتغير بتغير معدل العائد الخالي من الخطر وكذا ميل الأفراد تجاه الخطر، فهذا التغير يخضع لقوى العرض و الطلب.

ويظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تسعير السوق للمخاطر المنتظمة فقط أي أن المخاطر الكلية تكون مساوية للمخاطر المنتظمة لذا فقد قيست مخاطر المحفظة في المعادلة (1-17) بالانحراف المعياري لعائدها σ_p وليس بمعامل بيتا، فطالما أن المحفظة الكفاءة تقع على خط السوق فإن مخاطرها الكلية تساوي مخاطرها المنتظمة هذا يعني أن معامل بيتا لهذه المحفظة يساوي الانحراف المعياري لعائدها. أما بالنسبة للاستثمارات الفردية والتي لا تقع على خط سوق رأس المال-أي تلك التي لا تتميز بالكفاءة، والتي يتعرض عائدها للمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة- فتكمن العلاقة بين عائدها ومخاطرها في خط يسمى بخط سوق الورقة المالية.

4.1.4 خط سوق الورقة المالية Security Market Line

يعبر خط سوق الأوراق المالية عن العلاقة الخطية بين عائد الورقة المالية ودرجة مخاطرها، وباعتبار أن الورقة تتعرض إلى نوعين من المخاطر هي المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، فبالنسبة للمخاطر غير المنتظمة فبإمكان المستثمر التخلص منها عن طريق تنويع محفظته، أما المخاطر المنتظمة فليس بإمكانه تجنبها بالتنويع نظرا لأن هذه المخاطر تشمل السوق بأكمله، وعليه و وفقا لنموذج تسعير الأصول فإن المخاطر التي يعرض عنها المستثمر هي المخاطر المنتظمة، أما غير المنتظمة فلا يعرض عنها. ففي ظل التوازن تكون العلاقة بين عائد الاستثمار الفردي والمخاطرة (المخاطر المنتظمة التي تقاس بالتغير) التي تنطوي عليها موضحة كما يلي¹⁷²:

الشكل رقم (1-7): خط سوق الورقة المالية عند قياس المخاطر المنتظمة بمعامل بيتا



وتقاس المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية الفردية بدرجة تقلب عائدها مع تقلب عائد السوق وذلك على أساس أن عائد محفظة السوق يتعرض فقط للمخاطر المنتظمة، ويمكن التعبير عن معادلة خط سوق الأوراق المالية رياضيا كالآتي¹⁷³:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i (ER_M - r_f) \dots \dots \dots (1-18)$$

حيث أن:

$E(R_i)$: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية.

¹⁷² المرجع السابق، ص ص 378-389.

¹⁷³ المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص ص 203-204.

r_f : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

ER_M : معدل عائد السوق.

β_i : معامل بيتا للورقة المالية و هو مقياس للمخاطر المنتظمة فقط.

يتضح من خلال المعادلة رقم (1-18) بأن معدل العائد المطلوب يتكون من جزئين هما: معدل العائد الخالي من الخطر: و الذي يتكون من جزئين وهما العائد الحقيقي و علاوة التضخم، و علاوة المخاطر وهو ذلك الجزء من العائد المطلوب زيادته على العائد الخالي من المخاطر ويرجع ذلك إلى المخاطر المنتظمة و خاصة جزأها الذي يعرف بعلاوة السوق.

ويقيس معامل بيتا درجة حساسية الاستثمار الفردي للاستثمار السوقي و يمثل بيتا تغاير السهم بالنسبة للسوق مقسوم على الخطر الكلي للسوقي و بالتالي فإن بيتا تساوي $\beta_i = \frac{COV(R_M, R_i)}{\delta_M^2}$. و عليه إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد فهذا يعني أن المخاطر التي يتعرض لها عائد تلك الورقة تفوق المخاطر التي يتعرض لها عائد محفظة السوق و العكس الصحيح. و كقاعدة عامة¹⁷⁴:

- إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد $\beta_i > 1$ فإن علاوة مخاطر الأصل المالي تكون أكبر من علاوة مخاطر السوق، و مؤدى ذلك أن المستثمر في الأصل ينتهج إستراتيجية هجومية تحاول تعظيم العائد المطلوب بغض النظر عن المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار، و عليه يجب أن يكون العائد المتوقع للورقة المالية يفوق العائد المتوقع لمحفظة السوق. أما نوع الأصول التي تكون المحفظة فهي الأصول الهجومية.
- إذا كان معامل بيتا أقل من الواحد $\beta_i < 1$ فإن علاوة مخاطر الأصل المالي تكون أقل من علاوة مخاطر السوق، فالأصول التي يتم الاستثمار فيها هي الأصول الدفاعية.
- إذا كان معامل بيتا يساوي الواحد $\beta_i = 1$ فإن علاوة مخاطر الأصل المالي تكون تساوي علاوة مخاطر السوق، إذ تكون درجة تقلب عوائد تلك الأصول بنفس درجة تقلب عائد محفظة السوق. و نوع الأصول التي يتم الاستثمار فيها تسمى بالأصول المحايدة.

- أما إذا كان $\beta_i = 0$ فإن العائد على الاستثمار سيعادل تماما العائد على الاستثمار الخالي من الخطر . إن استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في تقييم الأصول الفردية يطرح مشكلة، فمعاملات بيتا يتم تحديدها إحصائيا خلال فترة زمنية سابقة لكن الواقع أظهر أن تلك التوقعات غير ثابتة Dama et Allaz 1995. فمعامل بيتا للأصل التي يتم تحديدها من خلال بيانات السنة الماضية لا تكون دائما مؤشرا جيدا لما ستكون عليه حساسية هذا الأصل تجاه تحركات السوق خلال السنة المقبلة¹⁷⁵.

فإذا كان تباين عائد المحفظة الكفاءة هو مقياس للمخاطر المنتظمة لتلك المحفظة والذي يمكن تمثيله من خلال خط سوق رأس المال، و أن معامل بيتا هو مقياس المخاطر المنتظمة للورقة المالية المفردة و الذي يوضحه

¹⁷⁴ Cuthbertson Keith . op.cit, p49.

- أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 111.

¹⁷⁵ Aftalion Florin, op, cit , p 82.

خط سوق الأوراق المالية على اعتبار أن الورقة المالية المفردة غير كفاءة بطبيعتها، فإن المحفظة غير الكفاءة تعامل معاملة الاستثمارات الفردية أي أن مخاطرها تقاس بمعامل بيتا، هذا يعني أن خط سوق الأوراق المالية الذي يمثل التوازن بين العائد المتوقع و معامل بيتا (أو التباين) هو الخط الذي يشتق منه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي ينطبق على الاستثمارات غير الكفاءة بصرف النظر عن كونها تمثل محفظة أو استثمارات فردية. ويمكن حساب معامل بيتا للمحفظة غير الكفاءة بالمعادلة التالية¹⁷⁶:

$$\beta_p = \frac{COV(R_M, R_p)}{\delta_M^2} = \frac{COV \sum x_i (R_M, R_i)}{\delta_M^2} = \frac{\sum x_i COV(R_M, R_i)}{\delta_M^2} = \sum_{i=1}^n x_i \beta_i \Rightarrow$$

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n x_i \beta_i \dots \dots \dots (1-19)$$

حيث أن:

β_p : تمثل معامل بيتا للمحفظة غير الكفاءة.

β_i : معامل بيتا للاستثمار الفردي.

و بصرف النظر عن كون الاستثمار فردي أو محفظة فإن القاعدة العامة أنه كلما ارتفع معامل بيتا كلما كان ذلك دليلا على ارتفاع المخاطر المنتظمة لذلك الاستثمار. و في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يكافئ المستثمر فقط عن ما يتحمله من تلك المخاطر و عليه فستكون العلاقة طردية بين العائد المتوقع من الاستثمار والمخاطر المنتظمة التي ينطوي عليها. و عليه يمكن للمستثمر أن يكتشف غياب التوازن بالنسبة لورقة مالية ما عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل مما ينبغي، مما يعني أن معدل العائد على الاستثمار فيها أقل أو أكثر مما يجب أن يكون عليه الحال في حالة التوازن أي أقل أو أكثر مما يتوقعه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية¹⁷⁷.

5.1.4 الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

تعددت الانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية سواء فيما يتعلق بالفروض التي قام عليها أو إلى اعتبار أن هذا النموذج قد أهمل العديد من العوامل التي تمارس تأثيرا على عائد الأصول المالية، بعبارة أخرى أن عائد الأصول المالية لا يتحدد فقط على ضوء المخاطر المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا. فبالنسبة إلى الفرضيات التي يعتبرها البعض أنها غير واقعية و بإسقاطها ستتغير معالم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نجد¹⁷⁸:

- افتراض النموذج إمكانية الإقراض أو الاقتراض بنفس المعدل - معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر - يعد فرضا نظريا إلى حد كبير، ذلك أنه إذا كان من الممكن للمستثمر أن يقرض بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر إلا أن الاقتراض بهذا المعدل قد لا يكون متاحا. حيث يمكن للمستثمر الحصول على قروض ولكن بمعدل سيكون أعلى من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

¹⁷⁶ Idem.

¹⁷⁷ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص 384.

¹⁷⁸ المرجع السابق، ص ص 390-420.

إضافة إلى ذلك وحسب (black 1972) لا يوجد ما يسمى باستثمار خالي من المخاطر، فحتى أذونات الخزينة لا يعتبر عائدها خاليا من المخاطر رغم أنها ليست عرضة لمخاطر التوقف عن السداد و مخاطر التسويق و لكنها تتعرض لمخاطر التضخم. بمعنى لا يوجد ما يسمى باستثمار خالي من المخاطر بل يوجد ما يسمى باستثمار يتعرض لحد أدنى من المخاطر. لذلك يرى بلاك أنه ينبغي إحلال الاستثمار الخالي من المخاطر ببديل آخر هو محفظة يكون معامل بيتا لها يساوي صفر (بيتا=0)، و هي المحفظة التي لا توجد علاقة بين التغير في عائدها والتغير في عائد محفظة السوق، ويمكن بناء تلك المحفظة إما ببيع أوراق مالية على المكشوف¹⁷⁹ أو من خلال شراء أسهم وتحرير اختيارات شراء على تلك الأسهم¹⁸⁰.

- يقوم النموذج أساسا على نظرية المحفظة والتي تفترض أن المستثمر يتبع أسلوب Markowitz في التنوع. هذا الافتراض يتجاهل وجود مستثمرين يتبعون الأسلوب الساذج أو البسيط في التنوع. فهذا النوع من المستثمرين لا يلقي بالا للحد الكفاء ولا للمحفظة الخطرة المثلى أي محفظة السوق.
- تجانس التوقعات: لو أن توقعات المستثمرين بشأن العوائد وانحرافها المعياري وتغايرها مختلفة فسوف يكون لكل منهم مجموعة كفاءة مختلفة، وسوف تختلف المحفظة الخطرة المثلى من مستثمر إلى آخر مما يعني أن يكون لكل مستثمر خط خاص لتسعير المخاطر سواء كانت مخاطر محفظة أو مخاطر استثمار فردي .
- يقوم النموذج على فروض السوق الكامل والتي تشمل عدة فروض فرعية من أبرزها:
 - لا توجد تكلفة للمعاملات: و لكن توجد في السوق فعلا تكلفة للمعاملات، و بالتالي فإنه كلما ارتفعت تلك التكلفة كلما تردد المستثمر في تشكيل محفظة كفاءة.
 - تأثير الضرائب: يتوقع أن يطلب المستثمر عائدا مرتفعا قبل الضريبة لتشجيعه على الاستثمار في الأسهم التي يتمثل الجانب الأكبر من عائدها في توزيعات. فكلما ارتفع معدل التوزيعات ارتفع معدل العائد قبل الضريبة الذي يطلبه المستثمر.
 - تصل المعلومات لجميع المستثمرين بسرعة ودون مقابل: فهو فرض غير واقعي ذلك أن هناك تكلفة للمعلومات يتباين مقدارها من مستثمر لآخر، كما أنه لا يوجد أي ضمان بأن تصل المعلومات لجميع المستثمرين بسرعة كما قد تصل إلى مستثمر ما قبل مستثمر آخر. وفي ظل هذا التباين يسود الاعتقاد بأن تباين توقعات المستثمرين بشأن العائد والمخاطر ويصعب بالتالي الادعاء بأن خط سوق الأوراق المالية يعكس إجماع المستثمرين بشأن تسعير مخاطر الأوراق المالية.
- و من بين الانتقادات الأخرى التي وجهت للنموذج هي وجود عوامل و متغيرات تؤثر على عائد الورقة ومنها ما يتعلق بمكونات محفظة السوق وتأثير التضخم والسيولة و التوقيت أو الموسمية وتأثير الحجم والصناعة.

¹⁷⁹ البيع على المكشوف: عندما يتوقع المستثمر انخفاض الأسعار في السوق مستقبلا يقوم باقتراض الأوراق المالية من السماسرة وبيعها لطرف ثالث. وعندما تتحقق التوقعات يقوم المستثمر بشراؤها من السوق وإعادتها للسماسرة وتحقيق ربح يعادل الفرق بين السعر الذي بيعت به تلك الأوراق و السعر الذي اشترى به و يمثل معدل الربح المعدل على محفظة ذات معامل بيتا مساو للصفر.

¹⁸⁰ Viviani Jean-Larent. Op. cit pp172-173.

- لاحظ Roll 1977 أن محفظة السوق لا يمكن حصر مكوناتها فقط في الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية بل يجب أن تشمل تلك المحفظة على كافة الأصول التي يمكن توجيه المدخرات إليها وتوظيفها مثل السندات، العقارات، المواد الأولية، الأعمال الفنية وحتى رأس المال البشري¹⁸¹.
- حسب النموذج تتحدد قيمة الأصول المالية على أساس أسعارها الجارية، هذا يعني تجاهل متغير يوليه المستثمر أهمية خاصة ألا وهو معدل التضخم، فقيمة الأصول المالية ينبغي أن تتحدد على أساس قيمتها الحقيقية وليس قيمتها الجارية، أي ينبغي أن يخصم من معدل العائد المتوقع الزيادة الناتجة عن التضخم.
- لا يأخذ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مخاطر السيولة في الحسبان إذ يوجد العديد من المستثمرين الذين يفضلون الاستثمار الذي يتميز بالسيولة وإن كانت درجة التفضيل تختلف من مستثمر إلى آخر على أساس أن العلاقة عكسية بين العائد والسيولة. وعليه فإن عائد الورقة يتوقف على سمتين هما مدى مساهمة الورقة المالية في المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة الكفأة ومدى مساهمتها في تحقيق السيولة لتلك المحفظة. وبالطبع يرحب المستثمر بالسيولة المرتفعة ولكن لا يرحب بالمخاطر المنتظمة المرتفعة المقاسة بيتا.
- تأثير التوقيت أو الموسمية و الذي يقضي بأن القيمة السوقية للسهم - و العائد المتولد عنه بالتبعية- يتوقف على التاريخ الذي يجري عليه التعامل على هذا السهم، فهناك دراسة Keane 1991 التي تشير إلى أسعار الأسهم في السوق تنخفض في أيام معينة من الشهر (نهاية الأسبوع) وترتفع في أيام أخرى (يوم الاثنين). وأثبتت دراسات أخرى أن أسعار الأسهم ترتفع بشكل واضح في شهر يناير فقد وجد Roll 1983 أن نسبة كبيرة من الزيادة في عوائد الأسهم تحدث في الأربعة أيام الأولى من شهر يناير.
- تأثير الحجم: إن الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة عادة ما يتولد عنه عائد يفوق عائد السوق حتى بعد أخذ المخاطر في الحسبان، كما أن متوسط العائد ينخفض في الشركات ذات الحجم الأكبر. وقد أكدت دراسات Reinganum 1981 و Benz 1981 على واقعية الفكرة. و قد انتقد Roll و Chan et al و Handa et al فكرة تأثير الحجم الصغير على أساس أن مخاطر المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر. كما تواجه الفكرة انتقاداً آخر و هو أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة بسبب صعوبة تسويقها وارتفاع الهامش الذي يطلبه صناع السوق الذين يتعاملون عليها، وكذا بسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق للمستثمر، وهو ما يسهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات. حقا قد تحقق أسهم تلك المنشآت عائداً إجمالياً متميزاً إلا أن تكلفة المعاملات كفيفة بأن تلتهم جزءاً كبيراً من ذلك العائد.
- تأثير الصناعة: هناك من يعتقد أن لطبيعة الصناعة تأثير على عائد الورقة المالية هذا يعني أنه لكي يكون لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية قوة تفسيرية كبيرة لابد أن يتضمن متغيراً عن طبيعة الصناعة إلى جانب معامل بيتا. و يؤكد ذلك أن معامل بيتا يختلف من صناعة إلى أخرى على أساس أن المنشآت التي تنتمي

¹⁸¹ Aftalion Florin. Op.cit , p91.

إلى صناعة واحدة تواجه ظروف متماثلة فهي تستخدم أدوات إنتاج متماثلة كما تواجه أسواق منتجاتها ظروفًا متماثلة. و قد توصل King 1966 إلى أنه بينما يرجع 50% من التقلب في عائد السهم إلى ظروف عامة تواجهها كافة المنشآت فإن 10% من التقلب يرجع لظروف تتعلق بطبيعة الصناعة. وقد استنتج أن طبيعة الصناعة يعد متغيراً له أهميته في تفسير التقلب في عائد السهم هذا وقد توصل Cohen et Pogue 1976 إلى نتائج متشابهة. وهكذا يمكن القول بأن المخاطر المنتظمة التي يعكسها معامل بيتا ليست هي المتغير الوحيد المؤثر على عائد السهم فهناك إلى جانب ذلك تأثير الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة. إن المشكل الأساسي المطروح عند تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو أن النموذج لخص في عامل واحد يؤثر على كل الأصول و لكن في الواقع أن عامل السوق ليس هو الوحيد المؤثر في نفس الوقت على مجموع الأصول المالية إذ يمكن تقسيم العوامل إلى تأثير السوق و عوامل معينة تؤثر على السهم بعينه Fama et French 1992 ، لذلك فقد ظهرت مجموعة أخرى من النماذج تقوم على أساس وجود عدة عوامل تؤثر على عوائد الأسهم و من هذه النماذج نجد نظرية الأسعار المرجحة.

2.4 نظرية الأسعار المرجحة Arbitrage Pricing Theory

لقد تعرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلى العديد من الانتقادات من أهمها أنه يعتبر أن المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا هي وحدها دالة للعائد المتوقع أن يتولد عن الاستثمار في ورقة مالية ما في حين يسود اعتقاد يرى أن العائد المتوقع هو محصلة العديد من العوامل وليس عامل واحد فقط . تحكيم

1.2.4 الإطار العام لنظرية الأسعار المرجحة

لقد تم تقديم نظرية الأسعار المرجحة لأول مرة من قبل Ross¹⁸² في عام 1976 وهي تعتبر امتداداً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ويفترض ستيفن روس أن عائد الأصل هو دالة خطية لمجموعة من العوامل و ليس دالة لمتغير واحد كما يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية¹⁸³. ويتمثل الافتراض الأساسي لهذه النظرية في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدد من العوامل أو المتغيرات وليس بمتغير واحد، فعائد الورقة المالية يتكون من شقين عائد منتظم و عائد غير منتظم، حيث يمثل العائد المنتظم للورقة المالية جزءاً من عائد السوق ويقاس بحاصل ضرب معامل بيتا باعتباره مؤشراً لدرجة حساسية السوق في متوسط عائد السوق، أما العائد غير المنتظم للورقة المالية فهو مستقل في الواقع عن متوسط عائد السوق. فنظرية الأسعار المرجحة ترى أن عائد الورقة المالية يرتبط بعلاقة خطية بمجموعة من المتغيرات¹⁸⁴. وتأخذ نظرية الأسعار المرجحة الصيغة الرياضية التالية¹⁸⁵:

$$ER_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_{ik} F_{ik} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1 - 20)$$

¹⁸² S.Ross « The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing ».

¹⁸³ Grandin Pascal et Al « Performance de portefeuille » op, cit, p 08.

¹⁸⁴ الحناوي محمد صالح " تحليل و تقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق، ص 322.

¹⁸⁵ Grandin Pascal et Al . op. cit.. p 08.

حيث أن:

ER_{it} : عائد الأصل i خلال الفترة الزمنية t .

α : نقطة تقاطع الخط المستقيم مع الخط العمودي $r_f = \alpha$

β_i : درجة حساسية السهم في تغير عائد السهم مع تغير العامل المؤثر (معامل حساسية الأصل للعامل).

ε_i : معامل الخطأ (العائد الذي يعكس قيمة تأثير متغيرات عشوائية ترتبط بالمنشأة المصدرة للورقة المالية ونرمز للمتغير العشوائي

بـ ε_i ، و الذي يطلق عليه أحيانا بالخطأ العشوائي)

F_{ik} : العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية.

و إذا ما كان المستثمر يتمتع بالرشد واستثمر في محفظة جيدة التنوع فسوف تكون القيمة المتوقعة للمتغير ε_i مساوية للصفر. وحيث من المفترض أن القرار الاستثماري يقوم على أساس متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، وأن المستثمر عادة ما يوجه مخصصات الاستثمار لمحفظة وليس لورقة مالية فردية فإن اهتمامه سوف يتركز على معامل حساسية عائد المحفظة للعوامل ذات الصبغة العامة على اعتبار أنها المحدد الوحيد للعائد المتوقع أن يتولد عنها. ولذلك فقد اعتمد نموذج الأسعار المرجحة على أن أسعار الأصول المالية تتأثر بـ بيتا وهي موجودة في النموذج ولكن تحسب على أساس كل عامل مؤثر على العائد، وهنا تظهر قيمة بيتا في تأثير العامل على العائد أو درجة حساسية السهم لتغيرات عامل اقتصادي¹⁸⁶.

2.2.4 فرضيات نظرية الأسعار المرجحة

باعتبار أن نظرية الأسعار المرجحة تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة فهي تستند إلى عدد من الفروض أهمها¹⁸⁷:

- تتسم سوق رأس المال بالمنافسة الكاملة حيث لا توجد تكلفة للمعاملات أو الضرائب كما لا توجد قيود على البيع على المكشوف؛
- عائد الورقة المالية هو محصلة للعديد من العوامل؛
- يسعى المستثمر دائما إلى تعظيم ثروته؛
- تتجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد و نوعية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية؛
- عدم وجود مخاطر تحد من فرص المراجعة المرجحة؛
- يمكن الاقتراض و الإقراض بمعدل مساوي للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

و الملاحظ من هذه الفرضيات أن بعضها تشبه الفرضيات التي قام عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وإن كان شرط حرية البيع على المكشوف الذي يتضمنه الشرط الأول هو أكثر حيوية لهذه النظرية، كذلك يوجد في فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ما يماثل الفرضية الرابعة التي تقضي بتجانس أو توافق توقعات المستثمرين. أما مجالات التوافق فمختلفة. ففي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ينصرف التجانس أو

¹⁸⁶ علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 118-119.

¹⁸⁷ أندراوس عاطف وليم ، مرجع سابق، ص 112.

التوافق لعائد ومخاطر الاستثمار، أما في نظرية تسعير المراجعة فينصرف التجانس إلى عدد وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة، أما الفرضية الخامسة تقضي بأنه لا توجد مخاطر تحيط بفرص المراجعة، وإذا ما وجدت هذه الفرص فسوف يستغلها المراجحون بشكل يؤدي في النهاية إلى اختفاء تلك الأرباح.

و لكن تختلف نظرية الأسعار المرجحة عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في أنها لا تنطوي على فرضيات بشأن التوزيع الاحتمالي لعائد الاستثمار، أي لا تفترض أن توزيع العائد يسير وفق التوزيع الاحتمالي الطبيعي، كما لا تفترض أن قرار المستثمر يقوم على تحليل لعائد وتباين الاستثمار. كذلك لا يوجد فرضية تقتضي بوجود محفظة للسوق. وفي المقابل فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لا يقوم على فرضيات تعتبر ضرورية لنظرية تسعير المراجعة، يقصد بذلك الفرضيتين الخامسة والسادسة¹⁸⁸.

وتقوم نظرية الأسعار المرجحة على قانون السعر الواحد الذي يرى بأن تسعير عائد الورقة يتوقف على ما تتعرض له من عوامل، فإذا ما تعرضت ورقتين لنفس العوامل أي نفس المخاطر فلا بد أنهما تحققان نفس العائد وإلا تدخل المراجحون حتى تختفي المراجعة المرجحة بين الورقتين، حيث يقوم المراجحون بالاندفاع نحو شراء الورقة المالية ذات العائد المرتفع وبيع الورقة ذات العائد المنخفض وتكون النتيجة هي ارتفاع أسعار الأولى وانخفاض عائدها المتوقع وانخفاض أسعار الثانية وارتفاع عائدها المتوقع. ويستمر نشاط المراجحين إلى أن يتساوى عائد الورقتين أي تختفي أرباح المراجعة ويتحقق التوازن في أسعار الأوراق المالية. وعليه فإن نموذج تسعير المراجعة يعنى النموذج الذي يفصل جهود المراجحين، يختفي عائد المراجعة ليمثل العائد النهائي للورقة المالية في عائد للتعويض عن المخاطر المصاحبة للعوامل إضافة إلى عائد مقابل عنصر الزمن أي العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. ويرتبط نشاط المراجحين بقدرتهم على البيع على المكشوف ويكون ذلك مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل التعامل ومن ثمة لا يستثمر المراجح أمواله الخاصة في حين أنه يحقق عائد دون أن يتعرض للخسائر¹⁸⁹. وفي ظل التوازن ينبغي أن تكون القيمة المتوقعة لعائد كل من الورقتين متساوي، أي تكون القيمة المتوقعة لعائد الورقتين متساوي وهو ما يحدث في حالة غياب التوازن، وفي ظل التوازن لا يكون هناك مكان للمراجعة ولا للمراجحين. أما إذا كانت القيمة المتوقعة لعائد الورقة الأولى مثلا أكبر من مثيله للورقة الثانية $ER_1 > ER_2$ حينئذ يستطيع المستثمرون بناء محفظة مراجعة مرهون يستثمرون في ذلك حتى تختفي فرصة المراجعة المرجحة، ويتم ذلك بإستمرارهم في بيع الورقة الثانية على المكشوف واستخدام حصيلتها لشراء الورقة المالية الأولى (بأخذ مركز طويل) ويتم ذلك دون اللجوء إلى استخدام الموارد الذاتية حيث أن $-x_1 = x_2$ ، أي أن الأموال التي تم استثمارها في الورقة الأولى جاءت من بيع الورقة الثانية أي $-x_1 + x_2 = 0$ وهو ما يعنى ضمينا أن الورقتان تباعان بنفس السعر. ليس هذا فقط بل أن المحفظة التي كونها المستثمر حققت له أرباح تتمثل في فرق العائد بين الورقتين $ER_1 - ER_2$ ، هذا عن العائد الذي هو قيمة موجبة. أما بالنسبة للمخاطرة فإن هذه المحفظة لا تنطوي على مخاطر فهي مغطاة بالكامل، فطالما

¹⁸⁸ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق ص ص 530-531.

¹⁸⁹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 112-113.

أن الورقتان تتعرضان لنفس العوامل، فإذا ما ارتفعت الأسعار في السوق بصفة عامة فسيحقق المستثمر أرباحاً على المركز الطويل تقابلها خسائر بنفس القدر على المركز القصير (البيع على المكشوف)، أما إذا انخفضت الأسعار فسيحقق المستثمر أرباحاً على المركز القصير تقابلها خسائر بنفس القدر على المركز الطويل¹⁹⁰.

و أخيراً فإنه طالما أن توازن السوق - في ظل تلك النظرية - يتحقق عندما تختفي فرص المراجعة أي عندما يختفي ربح المراجعة فإن كل توازن ينبغي أن يتسم بوجود علاقة خطية بين العائد المتوقع من الاستثمار ومعامل حساسية ذلك العائد للعوامل المؤثرة عليه.

و تعتبر نظرية تسعير المراجعة نظرية أكثر عمومية من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي بني فيه التوازن على أساس متغير وحيد ومعلوم يؤثر في العائد هو المخاطر المنتظمة، فإن العائد في نظرية الأسعار المرجحة يتأثر بأكثر من متغير¹⁹¹. ومن ناحية أخرى و على الرغم من أن النظرية تنجح في وصف التوازن لنموذج متعدد العوامل إلا أنها - على عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية - لا تكشف عن ماهية كل العوامل التي تؤثر على الأرباح حيث هناك عدة عوامل يمكن فحص هذا النموذج من خلالها والتأكد من علاقتهما في تحديد الأرباح ولكن الصعوبة ليست في تحديد العوامل بل في تحديد الأوزان المختلفة لهذه العوامل حسب أهميتها. وإذا كانت النظرية لا تزودنا بمعلومات عن طبيعة العوامل فهذا يعني ضمناً أنها لا تزودنا بأي معلومات عن حجم أو إشارة كل عامل في علاقته مع عائد الاستثمار. كما يوجه انتقاد آخر لنظرية الأسعار المرجحة و هو أن العوامل لم تحدد وفقاً للفكر النظري في مجال الاستثمار بل هي نتائج تجربة عدد من العوامل حددها التحليل العملي بناءً على علاقات إحصائية بين مكونات كل عامل، هذا بالطبع عكس ما ينطوي عليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فتسعير السوق للمخاطر المنتظمة (وحدة واحدة من معامل بيتا) محدد مسبقاً بالقيمة $ER_M - r_f$ ليس هذا فقط بل و أن اتجاه التأثير على العائد هو علاقة طردية بمعنى أنه كلما ارتفعت قيمة معامل بيتا ارتفع معدل العائد المطلوب والعكس صحيح¹⁹².

¹⁹⁰ الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص ص 517-518.

¹⁹¹ و للاطلاع على المزيد الرجوع إلى:

- Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financiers » op. cit.. p118-123
- Grandin Pascal et Al « performance de portefeuille » op. cit 8-11.

¹⁹² الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " مرجع سابق، ص ص 528، 560-566.

المبحث الخامس: كفاءة أسواق الأوراق المالية

حتى تقوم السوق بوظائفها على أكمل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة، وتتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة و صحيحة كافة المعلومات المتاحة و التي تأثر على سعر الورقة المالية. وتعد المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات لتطوير ونضوج أسواق الأوراق المالية لا بل إن كفاءتها تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة والتي تندفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها، لذلك يجب على المستثمر أن يدرك الكيفية التي تمكنه من الاستفادة من المعلومات المتاحة من أجل اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد من خلال تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأوراق وتحديد العائد المطلوب الحصول عليه من مختلف الاستثمارات.

1.5 ماهية المعلومات المالية

تعرف المعلومات على أنها¹⁹³ " حقائق و بيانات منظمة تشخص موقفا محددًا أو طرفًا محددًا أو تشخيص تهديدًا ما أو فرصة محددة". أو أنها عبارة عن بيانات تم تصنيفها و تنظيمها بشكل يعطي لها معنى و قيمة يمكن الاستفادة منها واستخدامها في صياغة القرارات الاستثمارية، وبالتالي فالمعلومات تؤثر في ردود أفعال وسلوك من يستخدمها¹⁹⁴، فهي تعمل على تغير تقديرات متخذ القرارات¹⁹⁵. أما المعلومات المالية فما هي إلا بيانات كمية تستخدم من قبل المستثمرين و محللي الأوراق المالية في صياغة القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية. ولقد حددت مجموعة من الخصائص الأساسية للمعلومات المالية و تتمثل فيما يلي¹⁹⁶:

- **التوقيت الملائم:** بمعنى إتاحة المعلومات لمن يستخدمها عندما يحتاجون إليها وذلك حتى يتمكنوا من اتخاذ القرارات المناسبة، حيث أن المعلومات تفقد منفعتها إذا لم تكن متاحة عندما تدعوا الحاجة إلى استخدامها.
- **الملائمة:** تساعد المعلومات الملائمة متخذي القرارات على التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل وكذا تأكيد أو تصحيح التنبؤات السابقة. فالمعلومات الملائمة هي التي تؤثر على سلوك متخذ القرار و تجعله يعطي قرارًا يختلف عن ذلك القرار الذي يمكن اتخاذه في حالة غياب تلك المعلومات.
- **الدقة:** بمعنى أن تكون المعلومات في صورة صحيحة خالية من أي خطأ وعلى درجة كبيرة من الدقة حيث يمكن الاعتماد عليها في تقدير الاحتمالات.
- **إمكانية التعبير الكمي:** أي إمكانية التعبير عن المعلومات بالأرقام و النماذج الكمية.

¹⁹³ عليان ربحي مصطفى " اقتصاد المعلومات " دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010 ، ص 102.

¹⁹⁴ الخطيب أحمد / زيغان خالد " إدارة المعرفة و نظم المعلومات" عالم الكتاب الحديث و جدارا للكتاب العالمي، الأردن، الطبعة الأولى 2009 ، ص 68.

¹⁹⁵ خشيبية محمد سعيد " موسوعة المعلومات و التكنولوجيا" معهد الدراسات و البحوث الاقتصادية، القاهرة مصر 1991 ، ص 55.

¹⁹⁶ السيد سيد عطا الله " نظم المعلومات المحاسبية" دار الرابحة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009 ، ص 104-115.

- إدريس ثابت عبد الرحمن " نظم المعلومات الإدارية في المنظمات المعاصرة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2005 ، ص 80-81.

- محمد محمود عيد ربه محمد " طريقك إلى البورصة : مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية"

الدار الجامعية مصر، بدون سنة نشر، ص 137-140 .

- **الوضوح** : يجب أن تكون المعلومات واضحة ومفهومة وخالية من الغموض ومنسقة فيما بينها دون تعارض أو تناقض، ويكون عرضها بالشكل المناسب لاحتياجات المستفيدين، فالمعلومات الغامضة غير المفهومة لن تكون لها أي قيمة حتى ولو كانت ملائمة وتم تقديمها في الوقت المناسب لمتخذ القرار.
- **إمكانية الحصول عليها**: أي درجة اليسر و السرعة في الحصول على المعلومات اللازمة.
- **حيادية المعلومات** (الخلو من التحيز): هذه الخاصية تشير إلى غياب القصد في تحريف أو تغيير المعلومات لأغراض شخصية تهدف التأثير على المستخدم للوصول إلى نتائج معينة.
- **المرونة**: بمعنى ضرورة قابلية المعلومات على التغير والتكيف التلقائي مع مختلف الاستخدامات، وهنا تعم فائدة المعلومة عدة مستخدمين حيث يفسرها كل مستخدم وفق حاجاته ومتطلباته.
- **الشمولية**: بمعنى أن تغطي المعلومات المقدمة كافة جوانب اهتمامات مستخدميها وأن تكون بصورة كاملة دون تفصيل زائد أو إيجاز يفقدها معناها.
- **القابلية للمقارنة**: تؤدي هذه الخاصية إلى تمكين مستخدمي المعلومات المحاسبة المالية من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء المنشأة و أداء المنشآت الأخرى خلال فترة زمنية معينة، كما تمكنهم من مقارنة أداء المنشأة نفسها في الفترات الزمنية المختلفة.

1.1.5 مصادر المعلومات المالية

- يمكن للمستثمر الحصول على المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية من مصادر داخلية يجب على المؤسسة أن تظهرها و مصادر خارجية تتعلق بمحيط المؤسسة ككل. ويقصد بالمعلومات الداخلية كافة أنواع التقارير والمعلومات المتعلقة بالنشاط الداخلي للشركة، و تتمثل مصادر المعلومات الداخلية فيما يلي¹⁹⁷:
- **القوائم المالية الأساسية**: وتشمل أربع قوائم أساسية هي قائمة المركز المالي (الميزانية) وقائمة الدخل، قائمة تغيرات حقوق الملكية وقائمة التدفقات النقدية.
 - **التقارير المالية**: والتي تتناول كافة البيانات المالية والإحصائية والخطط المستقبلية.
 - **التقارير المؤقتة**: و التي تقدم على مدار السنة سواء كانت نصف سنوية أو ربع سنوية.
 - **تقرير مراقب الحسابات** : يتطلب قانون الشركات أن يتم مراجعة القوائم المالية للشركة بواسطة مراقب حسابات خارجي، و الذي يعتبر تقريره جزء لا يتجزأ من القوائم المالية و التقرير السنوي، وييدي مراقب الحسابات في تقريره السنوي الرأي الفني المحايد حول القوائم المالية ككل و ذلك فضلا عن تقرير فحص محدود ربع سنوي تقتضي به قواعد القيد بالبورصة و التي تلزم الشركات بإعداد قوائم مالية ربع سنوية.
- أما مصادر المعلومات الخارجية فيمكن حصرها في¹⁹⁸:

¹⁹⁷ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2005، ص 60/83 .

- توفيق محب حلة، مرجع سابق، ص 347.

¹⁹⁸ أبو زيد محمد مبروك " التحليل المالي شركات و أسواق مالية" دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية 2009، ص 275.

- **الصحف والمجلات المتخصصة:** تأخذ المعلومات في الصحف والمجلات شكل منشورات أو تحليلات أو تقارير صحفية تكشف عن أهم أخبار الظروف العالمية والمحلية إضافة إلى تعليقات الخبراء و نظرتهم بشأن المستقبل وكذا ترتيب المنشآت من حيث الربحية والقيمة السوقية للأوراق المالية....
- **تحليلات وتقارير شركات السمسرة:** يوجد في بيوت السمسرة الكبيرة أقسام متخصصة للبحوث والدراسات قصد تحقيق تنافس للوسيط أو زبائنه من جهة و إتاحة المعلومات للعملاء والمستثمرين .
- **المطبوعات الحكومية:** تضم المطبوعات معلومات و بيانات إحصائية كلية عن الأسعار والأجور والإنتاج وحجم الدخل الوطني و عناصره , إضافة إلى معدلات التضخم و التوقعات بشأن الحالة الاقتصادية, والمعلومات الخاصة بالكتلة النقدية و أسعار الفائدة و غيرها من المعلومات التي تمه للمستثمر .
- **المعلومات التي تصدرها الهيئة الوصية على البورصة :** تتميز هذه المعلومات بصفة المجموع و الكلية وتمثل في عدد الأسهم و المؤسسات المقيدة, بمجموع رؤوس أموالها و تطورها على مدى سلسلة من الزمن, وهي معلومات لا تتوفر إلا في البورصة, وتظهر هذه المعلومات من خلال جداول التسعيرة (النشرة الرسمية).

2.1.5 الإفصاح عن المعلومات للمستثمرين

إن توفير المعلومات للمستثمرين في سوق الأوراق المالية ينبغي أن يصحب بالإفصاح التام لها ويعني الإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمعلومة، كما أن الإفصاح عن المعلومات بطريقة سليمة وعادلة ودقيقة تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

فالإفصاح هو عبارة عن عرض للمعلومات الهامة للمستثمرين بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة الشركة على تحقيق أرباح في المستقبل و قدرتها على سداد التزاماتها¹⁹⁹. و يقوم مبدأ الإفصاح على أن يتم إظهار التقارير والقوائم المالية لكل البيانات التي عولجت في شكل معلومات محاسبية يستفيد منها قراء القوائم المالية في اتخاذ القرارات، لذلك يجب أن تظهر الشركة في صورة تتفق مع أوضاعها الحقيقية في ظل الظروف المحيطة والمتغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي تؤثر فيها وتتأثر بها، كما أن ترسيخ هذا المبدأ يؤدي إلى إعداد تقارير مالية إضافية تفصيلية توضيحية بالإضافة إلى تلك التقارير و القوائم المعدة أساسا لخدمة مختلف قراء القوائم المالية²⁰⁰.

وينقسم الإفصاح عن المعلومات من حيث نوع البيانات إلى إفصاح مالي حيث يتم نشر المعلومات المبينة للمركز المالي للشركة في وقت معين، و إلى إفصاح غير مالي حيث يتم نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة حجم إنتاجها خططها التسويقية ونوع المنتج إلى غير ذلك من البيانات....

و ينقسم الإفصاح من حيث التوقيت إلى إفصاح دوري وإفصاح فوري و إفصاح شامل.

أ. **الإفصاح الدوري:** هو نشر المعلومات المالية بصفة دورية خلال فترة قد تكون كل ربع سنة أو كل نصف سنة أو مرة في السنة على الأقل.

¹⁹⁹ أمين السيد أحمد لطفي " التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2007، ص 181.

²⁰⁰ طواهر محمد التهامي / صديقي مسعود " المراجعة و تدقيق الحسابات: الإطار النظري والممارسة التطبيقية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003، ص 75.

ب. الإفصاح الفوري: هو الإفصاح فورا و لحضيا عن كافة الأحداث الجوهرية التي قد تؤثر على سعر الورقة المالية إيجابا أو سلبا ويتم ذلك فور حدوث الحدث حتى لا تتاح الفرصة لاستغلال تلك المعلومات استغلالا سيئا لكونها معلومات داخلية يجب الإعلان عنها فورا للسوق بأكمله.

ج. الإفصاح الشامل: ويتمثل في توفير المعلومات المناسبة في القوائم المالية المنشورة والإيضاحات المكمل لها، وذلك لمختلف مستخدمي المعلومات وبالقدر الذي يساعدهم على اتخاذ القرار، وتظهر القوائم المالية جميع الحقائق التي تعبر بوضوح عن الوضع المالي للشركة على أن لا يتم حذف أو إخفاء أية بيانات جوهرية عن ذوي المصالح والتي يمكن أن تجعل هذه القوائم مضللة لمن يستخدمها²⁰¹.

3.1.5 أثر عدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية

يعكس سوق الأوراق المالية الكفاءة أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبط به، ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمثلها بالنسبة لجميع المستثمرين و على قدرتهم على فهم وتحليل وتفسير تلك المعلومات. وبالتالي فإن عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على قرارات المستثمرين وعلى كفاءة السوق، أي أن عدم تماثل المعلومات²⁰² "بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها غيرهم مثل كبار العاملين في الشركة الذين يكسبون معلومات معينة يتم حجبا عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها و الذي يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة". فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة ما فسوف يحجمون عن التعامل فيها، وبالتالي ينخفض حجم العمليات ويتناقص حجم السوق، كما أن عدم تماثل المعلومات يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين. أي إن عدم توفر المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول السوق إلى سوق المضاربة الغوغائية²⁰³ وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية مما يؤدي إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المتاحة. وتتلخص الفكرة العامة لمشكلة عدم تماثل المعلومات في أنه يوجد في الأسواق المالية مجموعة من المتعاملين يحتكرون المعلومات ولذلك فهم يحصلون على امتيازات بسبب امتلاكهم لتلك المعلومات من أجل تحقيق أرباح، و من جهة أخرى فالمتعاملون الذين لا يمتلكون المعلومات فهم ينتظرون ويراقبون القرارات التي تتخذها الفئة الأولى²⁰⁴، لذلك يوجد في السوق المالي ثلاث فئات هم: مستثمرون يمتلكون المعلومات، ومستثمرون يتصفون بالعقلانية والرشد لكن لا يمتلكون المعلومات، و فريق الضوضاء²⁰⁵.

²⁰¹ مطر محمد / السويطي موسى " التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية " دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثانية 2008 ، ص 62.

²⁰² Spieser Philippe « Information économique et marchés financiers » Economica, paris 2000 , p 244

²⁰³ المضاربة الغوغائية Mob Speculation : يقصد بها هستيريا مؤقتة تسود بين المتعاملين من شأنها إحداث تغيرات في أسعار الأوراق المالية دون أن يكون لذلك سبب معلوم .

²⁰⁴ Artus Patrick « Anomalies sur les marchés financiers » Economica paris 1995 , p33.

²⁰⁵ فريق الضوضاء: هم المستثمرون الذي لا تتوافر لديهم أي معلومات و يتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة، و تؤدي تصرفات فريق الضوضاء إلى إحداث تغيرات سعرية عارضة في أسعار الأوراق المالية، كما أن تصرفاتهم تسببهم في توسيع و تعميق السوق (توفير السيولة) فإنها تؤدي أيضا إلى إضعاف كفاءة السوق.

ويترتب عن وجود عدم تماثل للمعلومات ظهور نوعين من المشكلات يعتبران من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية و هما مشكلة الاختيار السيئ ومشكلة سوء النية.

1.3.1.5 مشكلة الاختيار السيئ: تحدث هذه المشكلة قبل إتمام الصفقة المالية ويتمثل مضمونها في عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الجيد والسيئ من المنظمات -التي تعاني عجزا ماليا- الأمر الذي قد يعرضهم للاختيار السيئ، أي توجيه مدخراتهم للجهات التي تسيء استخدام أموالهم، وهو ما يترتب عليه نتائج غير مرضية. ومع عدم تماثل المعلومات نجد أن أكثر الأفراد والمنظمات رغبة و إلحاحا في الحصول على الأموال هم الأكثر احتمالا لإحداث نتائج غير مرضية لأصحاب هذه الأموال كانهما القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية، لذلك فهم الأكثر احتمالا للحصول على هذه الأموال. ونتيجة للاحتمال المرتفع للاختيار السيئ يتمتع أصحاب الأموال عن التعامل في الأسواق المالية رغم احتمال وجود أفراد ذوي فرص استثمارية جيدة ولديهم القدرة على الوفاء بالتزاماتهم مما يؤدي إلى انخفاض أداء الأسواق المالية و تقليص دورها في تحويل المدخرات من الجهات ذات الفائض المالي ولا تتوافر لديهم فرص استثمارية منتجة. إن عدم توافر المعلومات لمشتري الأوراق المالية يجعلهم غير قادرين على تحديد الشركات التي تكون أوراقها ذات عوائد مرتفعة ومخاطر منخفضة وأنها ذات عوائد منخفضة ومخاطر مرتفعة، لذلك فعند دخول المشتري إلى السوق سيكونون على استعداد لعرض سعر لا يعكس القيمة الحقيقية للورقة، بل يعكس متوسط الجودة للأوراق المطروحة في السوق وهو سعر يقع بين القيمة الحقيقية للورقة الجيدة والقيمة الحقيقية للورقة الرديئة، وهذا السلوك من قبل المشتري لا يشجع مديري الشركات الجيدة على طرح أوراقهم المالية داخل السوق لعلمهم بأنها ستباع بأقل من قيمتها الحقيقية، أما مديري الشركات الرديئة فهم الأكثر رغبة في طرح أوراقهم لعلمهم بأن المشتريين المرتقبين على استعداد لعرض أسعار تفوق القيمة الحقيقية لأوراقهم، مما يجعل المشتري عرضة لمشكلة الاختيار السيئ الأمر الذي يجعل الكثير من المشتريين لا يتعاملون مع الأسواق المالية مما يحدث آثارا سلبية على أداء الأسواق وعلى أداء الاقتصاد وذلك لعدم فعالية هذه الأسواق على تعبئة المدخرات وتوجيهها للمنظمات الجيدة التي تتوافر لديها فرص استثمارية منتجة²⁰⁶.

2.3.1.5 مشكلة مخاطر سوء النية: حتى مع افتراض قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الجيد والسيئ من المنظمات قبل إتمام الصفقة وبالتالي عدم تعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ، إلا أنهم لا يزالون عرضة لمشكلة أخرى تحدث بعد إتمام الصفقة وهي احتمال تعرضهم لمخاطر سوء النية من قبل مستخدمي الأموال الذين يقومون باستخدام الأموال في أنشطة لا يرضى عنها أصحابها كالأنشطة غير المنتجة أو ذات المخاطر المرتفعة، الأمر الذي يزيد من فرص عدم قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم المالية تجاه أصحاب الأموال، فعلى سبيل عدم توافر المعلومات لدى حملة الأسهم عن كيفية استخدام أموالهم بواسطة مديري الشركات يجعلهم عرضة لهذه المشكلة، فانفصال الملكية عن الإدارة داخل شركة المساهمة يزيد من احتمال قيام مديري الشركة باستخدام أموال حملة الأسهم في أنشطة استثمارية أو استخدام الأموال في تنفيذ استراتيجيات ليس من شأنها زيادة ربحية الشركة. و يطلق على هذا

²⁰⁶ عبد الحافظ السيد البدوي، مرجع سابق، ص 18-20.

النوع من المشاكل التي يتعرض لها حملة الأسهم بعد إتمام الصفقة بمشكلة الوكالة أي عدم قدرة مديري الشركات باعتبارهم وكلاء لحملة الأسهم على تعظيم ثروة هؤلاء الأفراد، فانفصال الملكية عن الإدارة داخل شركة المساهمة يزيد من احتمال قيام المديرين باستخدام أموال حملة الأسهم في أنشطة استثمارية غير مرضية. كما أن حملة السندات قد يتعرضون لهذا النوع من المشكلات خاصة إذا قام مديري الشركات المصدرة لتلك السندات بأنشطة استثمارية مرتفعة المخاطر تزيد من احتمال عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية تجاه حملة السندات. والحافز وراء قيام هؤلاء المديرين بهذه الأنشطة المرتفعة المخاطر هو أن نجاح مثل هذه الأنشطة يعود بالأرباح الضخمة على الملاك في حين أن حملة السندات يحصلون على مبالغ ثابتة ومحددة، ومن ناحية أخرى نجد أن الذي يشجع هؤلاء المديرين على القيام بمثل هذه الأنشطة هو المخاطرة بأموال الغير وإشراكهم في تحمل نتائج فشل المشروع ومخاطر الإفلاس. و يبقى السبب وراء تعرض المقرض أو المستثمر لمخاطر سوء النية هو عدم قدرته على المتابعة الدائمة لأنشطة المقرض أو الجهة المصدرة وذلك نظراً لما تتطلبه هذه العملية من جهد وتكاليف والتي ليس بمقدور المستثمر أو المقرض تحملها، وحتى مع إصرار المقرض على أن يتضمن عقد الاقتراض بنود تحدد من قدرة المقرض على القيام بالأنشطة المرتفعة المخاطر إلا أنه لا يزال عرضة لهذه المخاطر إذا لم يتم بالمتابعة الدائمة لأنشطة المقرض للتعرف على مدى التزامه ببنود العقد وتجنباً لهذه المشكلة وما قد يترتب عليها من تكاليف نجد أن غالبية المدخرين يحجمون عن التعامل في الأسواق المالية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أداء هذه الأسواق²⁰⁷.

3.3.1.5 كيفية القضاء على مشكلة عدم التماثل في المعلومات

أدى ظهور نظرية الوكالة وما ارتبط بها من إلقاء الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين أعضاء مجالس إدارة الشركات وبين المساهمين إلى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المستثمرين و الحد من التلاعب. ففي عام 1976 قدم كل من Jensen et Meckling مفهوم حوكمة الشركات وأبرز أهمية الحد في التقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة. لذلك فالمستثمرين يبحثون قبل توجيه استثماراتهم عن الشركات التي تتميز بوجود هياكل سليمة لحوكمة الشركات داخلها والتي تضمن مستوى معيناً من الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية التي تنشرها والوضوح والدقة في القوائم المالية قبل أن يقدموا على الاستثمار في تلك الشركات. وتعرف حوكمة الشركات على أنها نظام للرقابة المالية وغير المالية الذي يتم عن طريقه إدارة الشركة والرقابة عليها فالمبدأ الثاني لمبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الصيغة المعدلة في 2004/4/22 ينص على أنه ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن يوفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم، أما المبدأ الخامس ينص على أنه ينبغي على إطار حوكمة الشركات أن تضمن القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات المهمة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي والأداء و حقوق الملكية و حوكمة الشركة²⁰⁸.

²⁰⁷ المرجع السابق، ص ص 20-22.

²⁰⁸ سليمان محمد مصطفى " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري: دراسة مقارنة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2009، ص ص 14-15/17.

● أهمية نظرية الإشارة في معالجة مشكلة عدم تماثل المعلومات

تهدف نظرية الإشارة إلى معالجة مشكلة عدم تماثل المعلومات بالنسبة لكافة المهتمين بالشركة سواء كانوا مسيرين أو مساهمين أو مقرضين، فعدم تماثل المعلومات يؤثر على الكثير من القرارات المالية مثل سياسة توزيع الأرباح، التمويل، الاندماجات، قرارات التكوين الرأسمالي والإفصاح الاختياري للمعلومات واحتفاظ الإدارة بالملكية في إصدار الأسهم الجديدة ومحاسبة القيمة الجارية والانتقاء الاختياري لمراجعي الحسابات.

و يرجع سبب نشوء نظرية الإشارة إلى أن المعلومات ليست متوفرة بشكل متماثل بالنسبة لجميع الأطراف المرتبطة بالشركة بحيث أن بعض الأطراف لديهم معلومات أكثر من أطراف أخرى. فإدارة الشركة لديها معلومات عن الشركة أكثر مما لدى المستثمرين والمحللين الماليين خارج الشركة، وإن عدم تماثل المعلومات وآثارها درجات، فمثلا قد يكون للإدارة معلومات عن اندماج وشيك من شأنه أن يغير أسعار أوراق الشركة تغييرا كبيرا عند الإعلان عنه، هنا يكون عدم تماثل المعلومات مؤثرا بعكس حالات أخرى يكون فيها لدى الإدارة معلومات عادية لن تؤثر كثيرا على سعر سهم الشركة عند الإعلان عنها. وعليه فإن القرارات المالية التي يتخذها المسيريون لا تتوقف على كونها قرارات صحيحة فقط بل يجب أن تكون لهم القدرة على إقناع السوق بأنها قرارات جيدة تخدم مصلحة الشركة و ثم مصلحة المستثمرين. فإدارة الشركة تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم من خلال توصيل المعلومات الايجابية (إرسال إشارات للسوق) للجمهور بسرعة -مثل توزيعات الأرباح-، و حتى تؤدي تلك الإشارات المرسله للسوق أثرها المنشود من تعظيم ثروة الملاك فيجب اختيار الطريقة المناسبة لتوصيلها بحيث تكون ذات مصداقية، و من أهم المحددات لقيمة المنشأة هيكل رأس المال وتوزيعات الأرباح إذ يعتبران من أهم الإشارات التي تحمل معاني و معلومات تفيد مختلف الأعوان في اتخاذ القرارات المناسبة. فمن بين الإشارات المرسله إلى السوق المالي نجد هيكل رأس المال إذ يرى S.Ross أن تغير السياسة المالية للمنشأة من شأنه أن يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للشركة، فمثلا في حالة زيادة الشركة من الاستدانة والتي تزيد من خطر الأموال الخاصة فإن المسيرين للشركة يبررون تلك الزيادة من خلال إرسال إشارة للسوق تفيد بقدرة الشركة على تسديد ديونها. أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح فكلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهي إشارة تدل على المردودية المرتفعة للشركة، أما في حالة انخفاض تلك التوزيعات فهي تدل على ضعف مردودية الشركة.

وقد أوضحت دراسة Robin Marris 1987 كيفية تخفيض عدم التماثل في المعلومات عن طريق الطرف الذي لديه معلومات أكثر نتيجة اختلاف جودة المعلومات التي يتم عرضها بواسطة المنشآت المختلفة، فالمنشآت التي تفصح عن معلومات جيدة قد تجد نفسها مضطرة لتوضيح ذلك عن طريق إرسال إشارة للسوق بأنها لا تستخدم المرونة المتاحة في اختيار السياسات والطرق المحاسبية لتضليل المساهمين والمستثمرين. وأحد الطرق للقيام بذلك هو استخدام أفضل الطرق والسياسات المحاسبية، ويشترط ألا تسمح هذه السياسات للمنشآت ذات الجودة المنخفضة بأن تتكرر في ثوب منشآت ذات جودة عالية، إلا أن هذا الأمر يمثل مشكلة حقيقية وهي أن عدد السياسات والطرق المحاسبية التي تمثل إشارات قوية قد تكون محدودة في ظل المرونة العالية للمبادئ المحاسبية

المتعارف عليها. وبناءً على ذلك فإن مصلحة الشركات ذات الجودة العالية للمعلومات أن تسمح لها المبادئ المحاسبية بأن تعلن ذلك حقاً. ونفس الأمر ستفعله المنشآت ذات المستوى الضعيف والتي يكون من مصلحتها ألا تقدم المعايير المحاسبية توضيحات تتضمن معلومات دقيقة. وتزيد مزايا تكوين مراكز القوى لكل طرف كلما زادت الفجوة في عدم تماثل المعلومات بين المنشأة ومستثمريها²⁰⁹.

2.5 كفاءة الأسواق المالية

تعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية من النظريات البسيطة إلا أن امتداداتها معقدة، حيث تطور هذا المفهوم بمرور الزمن نتيجة للأعمال المطردة منذ أول ظهور لهذه النظرية.

1.2.5 مفهوم كفاءة السوق و علاقتها بالحركة العشوائية

توجد عدة تعاريف للكفاءة، فحسب فاما 1965 Fama²¹⁰ نقول عن سوق مالي أنه كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتاحة والخاصة بكل أصل متداول في هذا السوق مدمجة وبسرعة في سعر ذلك الأصل". و قد قدم فاما نموذجاً رياضياً ملخصاً فيه نظرية كفاءة الأسواق المالية و يعرف بنموذج اللعبة العادلة، و يعطى من خلال المعادلة التالية²¹¹:

$$\bar{\varepsilon}_{j,t+1} = \tilde{R}_{j,t+1} - E\left(\tilde{R}_{j,t+1}/I_t\right) \dots \dots \dots (1-21)$$

حيث أن:

$\bar{\varepsilon}_{j,t+1}$: العائد غير عادي للأصل j في الزمن $t+1$

$\tilde{R}_{j,t+1}$: العائد الحقيقي للأصل j في الزمن $t+1$

$E\left(\tilde{R}_{j,t+1}/I_t\right)$: هو العائد المتوقع للفترة $t+1$

I_t : جميع المعلومات المتاحة (سواء كانت حقيقية أو توقعات) في الزمن t

و يشير النموذج إلى أن العوائد غير العادية لأصل ما تساوي الفرق ما بين العوائد الحقيقية في الفترة $t+1$ والعوائد المتوقعة خلال نفس الفترة، و هذا بالاعتماد على مجموع المعلومات المتاحة، و تكون اللعبة عادلة إذا كانت العوائد غير العادية تساوي صفر $\bar{\varepsilon}_{j,t+1} = \tilde{R}_{j,t+1} - E\left(\tilde{R}_{j,t+1}/I_t\right) = 0$. بمعنى أن المعلومات المتاحة سمحت بالتنبؤ الصائب للأسعار (السعر المتوقع يساوي إلى السعر الفعلي).

أما Jensen 1978 فقد عرف السوق الكفاء كما يلي²¹² "نقول عن سوق مالي أنه كفاء إذا كانت الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، ومن أجل أن تعكس الأوراق المالية هذه المعلومات لابد أن يكون هامش الربح الناتج عن التصرفات المعتمدة على المعلومات لا يتجاوز التكاليف الحدية للحصول على هذه المعلومات، فـ Jensen يرى أنه يستحيل تحقيق أرباح غير عادية على أساس تلك المعلومات".

²⁰⁹ حماد طارق عبد العال " جوكمة الشركات : المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيق الحوكمة في المصارف" الدار الجامعية، الإسكندرية 2005، ص ص 78-79.

²¹⁰ Gillet Philippe « L'efficience des marchés financiers » Economica, paris, 2^{ème} édition 2006, p13.

²¹¹ Spieser Philippe « Information économique et marchés financiers » Economica, paris 2000 , p .245

- الدسوقي إيهاب " اقتصاديات كفاءة البورصة" مرجع سابق، ص ص 35-36.

²¹² Lardic Sandrine et Mignon Valérie « L'efficience informationnel des marchés financiers » La Découverte, paris 2006, p 19.

- Spieser Philippe . op.cit , p 246.

و قد عرف Higgins 1992 السوق الكفاء على أنها²¹³ "السوق التي تستجيب في ظلها أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للأصل مع قيمته الحقيقية، وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أوراق مالية تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، وفي ظل السوق الكفاء يحقق المستثمرون نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة".
أما Malkiel 2003 فيرى أن²¹⁴ "الأسواق المالية الكفءة لا تسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد أعلى من متوسط السوق إلا إذا قبلوا تحمل مخاطر أكبر".

كما يعتبر السوق الكفءة ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق²¹⁵، وبما يؤدي في النهاية إلى تساوي أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية.

و بالتالي يمكن القول أن السوق الكفاء هو السوق الذي لا توجد في أي أصول مقيمة بأكبر من قيمتها أو أقل من قيمتها، فسعر الأصل يكون مساويا لقيمته الجوهرية أو الأساسية، كما أن الأسعار المعن عنها تسمح بالتوظيف الأمثل والتخصيص كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، كما أنه في ظل السوق الكفاء لا يوجد أي أصل يمنح لحامله معدل عائد غير عادي²¹⁶.

أ. الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق

تصف ظاهرة الحركة العشوائية Random Walk حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية حيث يحتمل أن تتغير قيمته الحالية انخفاضاً وارتفاعاً، ويرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية إلى الباحث الفرنسي لويس باشلييه Louis Bachelier في عام 1900²¹⁷ حيث قام برصد التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع وتبين له أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها مما يعني عدم وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار، وقد علق على ذلك بأن المضاربة في السوق هي لعبة عادلة حيث لا يمكن لا للبائع ولا للمشتري تحقيق أرباح على حساب غيره²¹⁸. إلى جانب هذا قام موريس كاندال Maurice Kendall في عام 1953 بدراسة سلوك أسعار الأسهم من خلال دراسته للأسواق في بريطانيا²¹⁹، وذلك في محاولة منه لضبط نماذج متكررة لتلك الأسعار وفي فترات زمنية مختلفة من الرواج والكساد، غير أنه فوجئ بأنه لا يمكن تحديد أنماط محددة لتغيرات أسعار الأوراق المالية يمكن استخدامها في التنبؤ، حيث اتضح له أن أسعار الأسهم تتغير بشكل عشوائي، فقد ترتفع أو تنخفض في اليوم الواحد بغض النظر عن اتجاهات تغيرها في الماضي، وبالتالي لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح

²¹³ مطر محمد، مرجع سابق، ص 168.

²¹⁴ Lardie Sandrine et Mignon Valérie. op.cit. p 20.

²¹⁵ السيسى صلاح الدين حسن "بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح" عالم الكتب، القاهرة 2003، ص24.

²¹⁶ Gillet Philippe, op, cit , p 18.

²¹⁷ Aftalion Florin « la nouvelle finance et la gestion des portefeuilles»Economica, paris 3^{ème} édition 2008,p 176.

²¹⁸ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 515.

²¹⁹ Aftalion Florin .op.cit.p176.

على حساب الآخرين على اعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها تنعكس في سعر الورقة المالية وأي معلومة جديدة تصل السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر، وحتى توقعات المستثمرين بشأن بعض المؤسسات و نتائجها معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة وبالتالي فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي وتعكس في السعر بالشكل التالي²²⁰:

$$P_t = E[P_{t+1}/I_t] \dots \dots \dots (1-22)$$

حيث أن:

P_t : سعر الورقة المالية في الزمن t

P_{t+1} : سعر الورقة في الزمن $t+1$

I_t : تمثل المعلومات المتاحة (سواء كانت حقيقية أو توقعات) في الزمن t

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة. فالأسعار الحالية للأوراق المتداولة في السوق تعكس جميع المعلومات المتاحة بالإضافة إلى التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما الأسعار المستقبلية فإنها تعكس المعلومات المتوفرة عن الفترة المستقبلية مع التوقعات السائدة عن الظروف لتلك الفترة أيضا، وبالتالي لن يكون هناك ارتباط بين السعر المستقبلي والسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر على السعر المستقبلي تأتي في نمط عشوائي، وعليه يمكن القول أن الأسعار في السوق تتبع حركة عشوائية وذلك فقط إذا كان $P_t - P_{t+1} = \varepsilon_t$.

حيث أن ε_t تمثل ضوضاء بيضاء Bruit Blanc ناتجة عن التغير في السعر والعوائد المرتبطة نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق، أي تمس الأسعار و عوائدها فعلا²²¹.

كما توصل كل من Samuelson 1965 و Mandelbrot 1966 إلى أنه توجد استقلالية في التغيرات المتواصلة لأسعار الأصول و هو ما يتضمن فرضية السوق الكفاء²²².

ب. اختبار فرض الحركة العشوائية للأسعار

رغم أن العديد من الدراسات التي أجريت قد أثبتت صحة فرضية أن أسعار الأسهم في السوق تتبع حركة عشوائية إلا أن دراسات أخرى وجدت بعض الاستثناءات لذلك الفرض، فقد تبين أن أسعار الأسهم ترتفع خلال فترات محددة وهو ما جعل الظاهرة تتخذ شكلا منتظما أمكن التنبؤ بها.

● الاختبارات التي تثبت صحة فرضية الحركة العشوائية للأسعار: لقد تم إجراء العديد من الاختبارات لإثبات صحة نظرية الحركة العشوائية للأسعار عن طريق استعمال معامل الارتباط (اختبار استقلالية العوائد)، والذي يهتم بقياس العلاقة الموجودة في تغير سعر ورقة مالية ما خلال مدة زمنية محدودة، فإذا كانت نتائج تحليل السلاسل تؤكد على وجود ارتباطات وأنماط للتغير في الأسعار فيكون

²²⁰ Spieser Philippe, op, cit ,p 254.

²²¹ Ibid , p253.

²²² Broquet Claude /Cobbaut Robert/ Gillet Roland/ Van den Berg André « Gestion de portefeuille » Edition de Boeck Université Bruxelles , 4^{ème} édition 2004,p 256.

ذلك دليلا على نفي نظرية الاستقلال بين الأسعار بمعنى رفض نظرية الحركة العشوائية للأسعار التي تقوم عليها الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، والعكس صحيح .

ويتضمن السوق الكفاء في صيغته الضعيفة أن عوائد الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض من فترة إلى أخرى نظرا لأن المعلومات تنعكس بسرعة على قيمة الأصل وفي هذه الحالة فإن معامل الارتباط سيقترب من الصفر²²³. وقد تم إجراء العديد من الاختبارات من خلال معامل الارتباط الذاتي وأهمها²²⁴: الدراسة التي قدمها G. Kendall 1953 حيث قام بتتبع تغيرات مؤشر أسهم المؤسسات الصناعية المسجلة في بورصة لندن ما بين 1928-1935 وتوصل إلى أن التغيرات اليومية للأسعار كانت مستقلة كلية. أما Fama et de Moore 1964 فقد قاما بدراسة التغيرات اليومية لأسعار 30 سهم التي يحتوي عليها مؤشر داو جونز الصناعي للفترة الممتدة ما بين 1957-1963 حيث خلصا إلى عدم وجود ارتباط ذاتي مهم بين التغيرات في الأسعار وهو ما يؤكد عدم وجود ارتباط. أما دراسة Fama et French 1988 فقد توصلا في دراستهما لاختبار معامل الارتباط للعوائد اليومية لمخافز الأوراق المالية المتداولة في بورصة نيويورك للفترة 1926-1940 أن معامل الارتباط يقترب من الصفر على المدى القصير و يصبح سالب بين (-0.25، -0.4) خلال الفترة من ثلاث إلى خمس سنوات. و بالتالي فإن كل الدراسات التي تمت على اختبار فرض الصيغة الضعيفة للسوق على أساس معامل الارتباط أثبتت استقلالية التغيرات الحاصلة في أسعار مختلف الأوراق المالية وعلى عدم وجود ارتباط فيما بينهما وأنها تدعم في مجملها نظرية الحركة العشوائية للأسعار.

- **الاختبارات التي ترفض فرضية الحركة العشوائية للأسعار:** لقد اعتبر العديد من المحللين الفنيين بأن مدخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط و غير كافي لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار فاقترحا بديلا آخر و هو ما يعرف بقواعد التصفية، و هي قواعد تصلح للمضاربات. و يمكن التمييز بين أربعة مجموعات من قواعد التصفية و التي اقترحها Radcliffe 1982 و هي:
 - مجموعة تقوم على أن ارتفاع السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا لقرار البيع.
 - مجموعة تقوم على المتوسط الحسابي للأسعار.
 - مجموعة تقوم على القوة النسبية لسعر الورقة المالية.
 - مجموعة تدعى بقواعد الموسمية والتي تعتقد بتأثر الأسعار بالتوقيت حيث تقتضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضي بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهري سبتمبر و أكتوبر مقارنة بباقي أشهر السنة ، وهو ما يسمى بتأثير التوقيت.

²²³ Grandin Pascal / Hubener Georges / Lambert Marie « performance de portefeuille » OP.CIT, p 36.

²²⁴ Spiesser Philippe, op, cit, p 264-265

- Gobbaut Roberte « théorie financière » édition Economica, paris, 4 édition 2002, pp 290-291.

و من ثمة فإن من يعتقد بمثل هذه القواعد نجده يختار التوقيت الملائم لمختلف القرارات الاستثمارية. فالدراسة التي قدمها الكسندر والتي اهتمت بتحليل أسعار إقفال مؤشر داو جونز للصناعة باستخدام قواعد التصفية توصل فيها إلى استنتاج بأن القواعد حققت عوائد غير عادية على كامل فترات الدراسة، وهذا ما يدل بالتبعية على وجود ارتباط بين أسعار الأوراق المالية وهو الأمر الذي يبطل نظرية الحركة العشوائية للأسعار .

كما توجد عدة دراسات اهتمت بظاهرة الدورية أو ما يطلق عليه بتأثير الموسمية (التوقيت) والتي تعني بأن القيمة السوقية للسهم - والعائد المتولد عن السهم- يتوقف على التاريخ الذي يجري عليه التعامل على هذا السهم، فهناك دراسة Keane 1991 تشير إلى انخفاض أسعار الأسهم في أيام معينة من الشهر (الجمعة) وترتفع في أيام أخرى (الاثنين). ومن الدراسات ما يكشف عن انخفاض واضح في الأسعار في شهري سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي الشهور، وأثبتت دراسات أخرى أن أسعار الأسهم - وبالتالي عوائدها- ترتفع بشكل واضح في شهر يناير. فهذه الظواهر تجعل من فرضية الحركة العشوائية للأسعار فرضية غير ممكنة، فأسعار الأسهم تخضع مثلاً لتأثير يناير، وتأثير الأسبوع وغيرها... مما يجعل التنبؤ أسعار هذه الأسهم في تلك الفترات ممكناً.

■ مفهوم تأثير شهر يناير: L'effet janvier يقصد بتأثير يناير أن أسعار الأسهم وبالتالي عوائدها تكون مرتفعة وبشكل واضح خلال شهر يناير مقارنة بأي شهر آخر من السنة. فقد توصل كل من Kinney 1976 من خلال دراسة بيانات أمريكية خلال الفترة 1904-1974 إنه في المتوسط فإن العوائد البورصية تكون سبع مرات مرتفعة خلال شهر يناير مقارنة بباقي أشهر السنة الأخرى. و في دراسة أخرى استخلص Keim 1983 أن تأثير شهر يناير يظهر جلياً في المؤسسات ذات الرسالة البورصية الصغيرة، فبالنسبة لهذا النوع من الأصول²²⁵، إن أكبر جزء للفرق في العائد لشهر يناير يكون متركزا ما بين آخر يوم من شهر ديسمبر والخمسة أيام الأولى من شهر يناير. أما بالنسبة لـ Hamon et Jacquillat 1992 فقد أثبتنا وجود تأثير شهر يناير في بورصة باريس حيث ركزت الدراسة على البيانات الفرنسية للفترة 1977-1991 وتوصلا إلى ملاحظة أن الأسهم التي كانت أكثر انخفاضاً (هبوطاً) في نهاية السنة السابقة لها عوائد مرتفعة خلال الجلسات الأولى من السنة الموالية²²⁶. أما بالنسبة لـ Arie فقد توصل من خلال دراسة الأسهم المسعرة في بورصة نيويورك للفترة 1963-1981 إلى أنه يوجد فرق بين العائد في بداية كل شهر وليس فقط في بداية شهر يناير فقد أظهر تأثير تغير الشهر فالعوائد تكون تقريبا متساوية خلال النصف الثاني من الشهر وتكون مرتفعة جدا خلال النصف الأول من الشهر. أما Lakonishok et Smidt 1987 فقد توصلوا إلى أن عوائد الأسهم المكونة لمؤشر داو جونز تكون مرتفعة جدا خلال الثلاثة الأيام الأخيرة والثلاثة أيام الأولى من كل شهر²²⁷. و يعود السبب وراء تأثير التوقيت إلى أن ارتفاع أسعار الأسهم في شهر يناير يرجع إلى ما يسمى بفرض الميزة الضريبية المصاحبة للخسارة عند بيع السهم، فالمستثمر يرغب في

²²⁵ جورج فوستر تعريب كاجيجي خالد علي أحمد / ولد محمد فال إبراهيم " تحليل القوائم المالية " دار المريخ، المملكة العربية السعودية 2011، ص 345/297.

²²⁶ Jaquillat Bertrand et Solnik Brono .op, cit, p 62 .

²²⁷ Lardic Sandrine et Mignon Valérie, op, cit, pp 50-52.

أن تحقق الخسائر الرأسمالية في السنة المالية الحالية حتى يحقق بعض الوفورات الضريبية فيسعى إلى بيع السهم الذي تنخفض قيمته السوقية عن القيمة التي سبق أن اشترى بها في نهاية السنة الضريبية لتخصم تلك الخسائر من وعاء ضريبة الدخل الشخصية. ومع سعى كافة المستثمرين للاستفادة من ذات الميزة تنخفض الأسعار في نهاية شهر ديسمبر. وفي شهر يناير تنخفض أوامر البيع وينخفض معها المعروض من الأوراق المالية الأمر الذي يؤدي إلى عودة الأسعار إلى مستواها السابق أي ترتفع القيمة السوقية لها مرة أخرى ويرتفع معها العائد المتولد²²⁸.

■ تأثير الأسبوع أو تأثير يوم الاثنين L'effet week-end ou effet lundi : معنى هذا التأثير أن عوائد يوم الاثنين تكون في المتوسط جد منخفضة مقارنة بتلك الملاحظة خلال باقي الأيام الأخرى من الأسبوع وقد أظهر هذا التأثير Cross 1973 بدراسة على مؤشر S and P 500 خلال الفترة 1953-1970 و بدراسة معمقة من قبل French 1980 على العوائد اليومية لنفس المؤشر خلال الفترة 1953-1977 وكذلك من قبل Gibbons et Hess 1981 على مؤشر داو جونز. وقد أظهرت هذه الدراسات أن العوائد الملاحظة ليوم الاثنين تكون سلبية مقارنة بتلك التي تكون ايجابية خلال باقي أيام الأسبوع والتفسير لهذه الظاهرة أن المستثمرين التأسيسيين يحظرون استراتيجياتهم في بداية الأسبوع، ويظهر هذا التأثير ما بين يوم الجمعة (الإغلاق) ويوم الاثنين (الافتتاح)²²⁹.

2.2.5 مقومات السوق الكفاء

تتضمن فرضية كفاءة الأسواق المالية تحقق خمسة شروط أساسية وهي²³⁰:

- العقلانية: يكون السوق المالي كفاء فقط إذا كان المتعاملون فيه يتمتعون بالرشد والعقلانية في سلوكهم وهو يتطلب وجود فرضيتين:
 - أن يتصرف المستثمرون بطريقة متناسقة مع المعلومات المتاحة لهم، وعليه إذا كانت تنبؤاتهم المستقبلية تشير إلى حدوث ارتفاع في سعر ورقة مالية ما فعليهم القيام بعملية الشراء أو الاحتفاظ بها وليس بيعها، وبالعكس إذا كانت تنبؤاتهم تشير إلى حدوث انخفاض في سعر تلك الورقة فعليهم اتخاذ القرار ببيعها.
 - يهدف المستثمرون إلى تعظيم المنفعة المتوقعة من وراء بيع و شراء الأصول، إذ بإمكانهم الحصول على عائد متوقع مقابل تحمل مستوى معين من مخاطرة.
 - حرية انتقال المعلومات و وصولها للمتعاملين دون تكلفة.
- رد الفعل السريع للمستثمرين: يجب أن تصل المعلومات إلى كافة المتعاملين في نفس اللحظة، إذ لا يوجد فاصل زمني بين حصول أحد المتعاملين على المعلومات وحصول متعامل آخر على نفس المعلومات، كما أن تحليل المعلومات من قبل المتعاملين يكون عند لحظة ورودها.

²²⁸ الهندي منير إبراهيم" الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق، ص 416.

²²⁹ Aftalion Florin .op.cit.p188

²³⁰ Philippe Gillet, op, cit. pp19-30.

- تكلفة المعاملات والضرائب: كلما كانت تكلفة المعاملات منخفضة كان السوق أكثر كفاءة على النحو الذي يسمح للمستثمرين من تحقيق أرباح صافية عند بيعهم للأوراق المالية، إذ تعتبر تكلفة المعاملات معيارا هاما لكفاءة السوق، في حين إن ارتفاع التكاليف يحد من التوسع في الاستثمار وهو ما يؤدي إلى التقليص من كفاءة السوق.
- السيولة: للسيولة أهمية كبيرة في زيادة الكفاءة، فالمعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة فيكثر التعامل عليها عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة، حيث أن أسعارها تنعكس ببطء المعلومات المتاحة نظرا لقلّة التعامل عليها، كما أن السيولة تسهم بشكل كبير في زيادة الكفاءة التخصيصية للموارد بسبب أن الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة يكون سعرها أكبر من الأوراق المالية التي لا تتاح لها هذه الميزة، وذلك نتيجة لانخفاض درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها مما يجعل أغلب المستثمرين يقدمون على شراء هذا النوع من الأوراق المالية.
- عدالة السوق: وتعني إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين للتعامل بالأوراق سواء من ناحية الوقت أو المعلومات.

3.2.5 متطلبات الكفاءة وسماتها

حتى تقوم السوق المالية بوظائفها يجب أن تتصف بالكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

- #### 1.3.2.5 الكفاءة الكاملة: إن السوق الكفء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، بالإضافة إلى عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره وهذا ما يعرف بالكفاءة الكاملة. ففي ظل السوق الكاملة تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية لقيمتها العادلة التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في تلك الورقة، وعلى الرغم من أن المعلومات متاحة لكافة المتعاملين في نفس الوقت إلا أن تقديراتهم بشأن عوائد الاستثمار والمخاطر المرتبطة بها تتباين، فتتجه قرارات بعض المستثمرين بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية نظرا لمحدودية خبرتهم، في حين تدفع قرارات المستثمرين ذوي الخبرة بالأسعار نحو القيمة الحقيقية للورقة. كما أنه في ظل السوق الكفاءة لا يمكن لأي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية نظرا لأن أسعار التداول تنعكس دائما كافة المعلومات المتاحة بسرعة فائقة، وبالتالي لا يتم بيع أي ورقة مالية في أية لحظة بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، حيث يعكس سعر التداول كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين في تلك اللحظة، وليس بالضرورة أن يكون سعر التداول الجديد عند وصول معلومة جديدة إلى السوق هو السعر التوازني. و حتى يتسم السوق بالكفاءة الكاملة لا بد من توافر شروط تتمثل في ما يلي²³¹:

²³¹ Gitman Lawrence et al . OP.Cit, p 406.

- إتاحة المعلومات لجميع المستثمرين بسرعة وبدقة وفي نفس اللحظة وبدون تكلفة، إذ من شأن ذلك أن يؤدي إلى تماثل المعلومات المتاحة للمستثمرين وتبعاً لذلك فإن توقعاتهم تكون متماثلة. وعندما يستقبل المستثمرون المعلومات الجديدة يسعون إلى تصحيح الأسعار بسرعة.
 - أن ترد المعلومات إلى السوق بطريقة عشوائية حيث أن وصول أية معلومة إلى السوق يكون مستقلاً عن وصول أية معلومات أخرى، كما يمكن للمستثمر أن يبيع أو يشتري أي كمية من الأوراق المالية مهما صغر حجمها، وبالتالي سهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن على كل مستثمر أي يقبل الأسعار المعلنة.
 - يتصف المستثمرون بالرشد فهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.
- فإذا تحققت الشروط السابقة فإن ذلك يعني وجود السوق الكفاءة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة حيث تستجيب الأسعار بشكل فوري لهذه المعلومات ولا يوجد في هذه السوق أي فاصل زمني بين ورود المعلومات الجديدة وتحليلها وبين انعكاس تلك المعلومات على أسعار السوق²³².

2.3.2.5 الكفاءة الاقتصادية: يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة وأنه يسعى إلى الحصول على المعلومات التي تساعد على تحقيق ذلك الهدف، وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، أو بمعنى آخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات وانعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق، ويعني ما تقدم أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن²³³.

4.2.5 سمات السوق الكفاء

لكي يحقق السوق المالي هدفه الرئيسي المتمثل في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يجب أن تتوفر سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل WEST 1975 .

1.4.2.5 كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا تكاليف باهضة و هو ما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصبح صعباً على

²³² اندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 151.

²³³ المرجع السابق، ص 152.

أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين. فالسوق الكفاء لا يمكن في ظلّه لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على المعلومات ويحققوا بسبب ذلك أرباح طائلة على حساب آخرين. ويكون السوق كفاء عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار وفي اللحظة ذاتها التي تصل فيها سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو الحاضر، أو تعلقت بتوقعات الأحداث في المستقبل، وبالتالي فإن سعر الأصل في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمتها الحقيقية. فانطلاقا من القيمة الحقيقية يتمكن السوق من توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة تعطي صورة عادلة لقيمة الشركة المصدرة لها²³⁴.

2.4.2.5 كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)

ترتبط هذه السمة بتكلفة المعلومات، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل شرط صفرية تكاليف المعاملات²³⁵، أي دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للوسطاء وصناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه. فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. وتحقق الكفاءة التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق والوسطاء وذلك عن طريق مواجهة حالات الطلب العالي وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية بشرائها لحسابهم الخاص وبهامش منخفضة²³⁶.

5.2.5 الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

إن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة و بدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين، وبالتالي فإن السوق قد يكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات و غير كفاء بالنسبة لنظام معين، وقد اقترح Eugene Fama في سنة 1970 ثلاثة صيغ للكفاءة على أساس المعلومات التي تتضمنها مجموع المعلومات المتاحة. وتمثل تلك الصيغ في :

1.5.2.5 الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق: بموجب هذه الصيغة تكون المعلومات التي تعكسها أسعار

الأوراق المالية في السوق هي معلومات تاريخية تتعلق بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة²³⁷. ففي ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم انطلاقا من سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، نظرا لكون أن تغيرات الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية،

²³⁴ الهندي منير إبراهيم" الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق، ص49.

²³⁵ صفرية تكلفة المعلومات: يقصد بها أن تكون تكلفة تنفيذ صفقات البيع و الشراء تكلفة تنافسية بين المشاركين في السوق و ضمن مستويات مقبولة بحيث تضمن استمرارية توفر أوامر البيع و الشراء و بسرعة و بأدنى تكلفة للصفقة الواحدة.

²³⁶ الهندي منير إبراهيم" الفكر الحديث في مجال الاستثمار" مرجع سابق، ص 50.

²³⁷ Lardic Sandrine et Mignon Valérie. op.cit p 20-21 .

ولأن جميع المعلومات التاريخية هي متاحة ومعروفة للجميع كما أن تغيرات أسعار الأوراق المالية تتميز بأنها مستقلة عن بعضها البعض وأنها عديمة الارتباط فيما بينها، ومنه فليس بمقدور أي شخص أن يقوم بتحليل المعلومات التاريخية من أن يحدد ما ستكون عليه أسعار الأوراق المالية في المستقبل، بعبارة أخرى أن سعر الورقة المالية في الفترة $t+1$ مستقلة تماما عن سعر الورقة المالية في الفترة t أو أي فترة سبقتها²³⁸.

وفي ظل افتراضات هذه الصيغة يستجيب المستثمرون للمعلومات والأحداث الاقتصادية الجديدة فقط وتنعكس هذه الاستجابة في أسعار الأسهم المستقبلية، وعليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار، وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة²³⁹.

2.5.2.5 الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق: حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاسا لكافة المعلومات التاريخية التي تهتم بكل ما طرأ من تغيرات على الأسعار وحجم المعاملات لهذه الأوراق في الزمن الماضي فحسب، بل يمتد كذلك إلى جملة المعلومات المتاحة للجمهور أو تلك التنبؤات التي تتركز على مثل هذه المعلومات والتي يمكن أن تؤثر على الأسعار مستقبلا، وتمثل هذه المعلومات في التقارير المالية، الإعلان عن النتائج، توزيعات الأسهم المجانية، الإشاعات، ظروف الشركة الداخلية، بالإضافة إلى الأحداث السياسية و الاقتصادية على المستوى المحلي والمستوى الدولي²⁴⁰. وفي ظل هذه الصيغة يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية لما يتاح من هذه المعلومات غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، وبمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على الأسعار، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية، ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا، إذ قد ترد إلى السوق معلومات جديدة من شأنها أن تحدث تغيرا على سعر الورقة المالية قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل²⁴¹. وبالتالي فإن الصيغة المتوسطة القوة للكفاءة تجعل من عملية التحليل الأساسي للمعلومات عملية لا جدوى لها وأن بذل جهد أكبر وتحمل المزيد من التكاليف بغية تحليل المعلومات الجديدة لا يوجد ما يبرزه، ذلك لأن العائد الذي يحصل عليه قد لا يكفي لتغطية المبالغ التي أنفقت على تحليل هذا النوع من المعلومات. فحسب هذه الصيغة إن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يستطيع المستثمر حتى ولو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، حيث تستجيب الأسعار مباشرة لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره. ولكي يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية

²³⁸ Gillet Philippe, op.cit. p 46.

²³⁹ اندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 157 .

²⁴⁰ Lardic Sandrine et Mignon Valérie. op.cit .p 21.

²⁴¹ اندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 158.

ينبغي عليه أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات، كما يمكنه تحقيق أرباح غير عادية إذا تمكن من الحصول على المعلومات الخاصة من داخل الشركة²⁴².

3.5.2.5 الصيغة القوية لكفاءة السوق: في ظل هذه الصيغة تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية والتي تتضمن ما حدث من تغيرات على أسعار و أحجام التداول للأوراق في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات المتاحة لكافة الجمهور (المعلومات العامة) وكذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة و كبار العاملين و أعضاء مجلس إدارتها²⁴³. أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة، و بالتالي فلن يستطيع أي مستثمر حتى و لو امتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة هي تغيرات عشوائية مستقلة، و إذا كان هناك من يمتلك معلومات خاصة فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات. لكن في الواقع العملي لا تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذا الفرض حتى في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية، إذ أن كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها رسمياً بفترة كافية الأمر الذي يمنحهم الأفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية²⁴⁴.

و بالرغم من أن العديد من الدراسات التي أجريت لفحص و اختبار هذه الصيغة إلا أن نتائجها أشارت إلى صعوبة التحقق من كفاءة السوق في الصيغة القوية و يعود السبب في ذلك إلى الصعوبة في تحديد من يمتلك معلومة خاصة، إن هذه المعلومات تصبح عامة إذا علم أنها موجودة لدى أحد المتعاملين . يتضح مما سبق من صيغ كفاءة سوق رأس المال أن هناك خلاف على حقيقة الصيغة القوية والشبه القوية للكفاءة وأن الصيغة الضعيفة تحظى بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق.

²⁴² التميمي أرشد فؤاد / سلام أسامة عزمي " الاستثمار في الأوراق المالية : تحليل و إدارة" مرجع سابق، ص 143-144.

²⁴³ Philippe Spieser .op.cit. p 288.

²⁴⁴ أندراوس عاطف وليم ، مرجع سابق، ص 160.

خاتمة:

شهدت أسواق الأوراق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة أنتجت صورا إبداعية لأدوات الاستثمار شكلت عامل جذب للعديد من المستثمرين. وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين هما: السوق الأولي والذي يتم فيه طرح الأوراق المالية للاكتتاب لأول مرة، والسوق الثانوي والذي يعتبر سوقا يجري التعامل فيه بيعا و شراءا على أوراق مالية سبق إصدارها. و تتنوع الأدوات المالية ما بين أدوات ملكية وأدوات الدين، بالإضافة إلى المشتقات المالية و التي تتضمن العقود المستقبلية و عقود الاختيار وعقود المبادلة.

و يهدف المستثمرون من وراء استثمارهم في الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرضي يضمن لهم تعويضا عن المخاطر التي تتعرض لها استثماراتهم. وقد أرسيت نظرية المحفظة القواعد الأساسية التي يسترشد بها المستثمرون في تكوين محافظهم المالية، وبينت كيفية تعظيم العائد وتقليل المخاطر، و كيفية اختيار المحافظ الاستثمارية المثلى اعتمادا على دوال المنفعة و منحنيات السواء. وعلى ضوء نظرية المحفظة استحدث نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعد أول نموذج يوضح العلاقة الطردية بين العائد المتوقع والخطر المنتظم للأصل، فهو يركز على أساس أن المخاطر التي يتحملها المستثمر هي المخاطر المنتظمة -والتي تقاس بمعامل بيتا- أما المخاطر غير المنتظمة فهي ليست ذات أهمية نظرا لإمكانية السيطرة عليها باستعمال التنويع. و يوفر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية آلية يمكن من خلالها الحكم على القيمة السوقية للورقة المالية وما إذا كانت مغال فيها أو أقل مما ينبغي. كما يمكن استخدام النموذج في تقييم جميع الأصول الاستثمارية سواء كانت مالية أو مادية. كما ظهرت نماذج أخرى مثل نظرية الأسعار المرجحة و التي تعتبر امتدادا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث تفترض تلك النظرية أن عائد الأصل هو دالة خطية لمجموعة من العوامل و ليس دالة لمتغير واحد.

وتعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات لتطوير الأسواق المالية كفاءتها، و تعتمد كفاءة الأسواق بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة من حيث مصداقيتها وموضوعيتها، لذلك يجب على المستثمر أن يدرك الكيفية التي تمكنه من الاستفادة من المعلومات والبيانات المتاحة من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة .

و السوق الكفاء هو الذي لا توجد في أي أصول مقيمة بأكبر من قيمتها أو أقل من قيمتها، فسعر الأصل يكون مساويا لقيمته الجوهرية أو الأساسية. و قد تم التمييز بين ثلاث صيغ للكفاءة وذلك حسب مضمون المعلومات و أولها الصيغة الضعيفة والتي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي، أي أن عملية تحليل المعلومات الماضية عديمة الجدوى بالنسبة للمستثمر باعتبار أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، أما الصيغة الثانية فهي الصيغة المتوسطة القوة والتي تكون فيها الأسعار الحارية للأوراق المالية تعكس كافة المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات، بينما الصيغة الثالثة والأخيرة فهي الصيغة القوية والتي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة و الخاصة.

و رغم ذلك فإن الصيغة الضعيفة هي التي تحظى بقبول واسع لدى أصحاب القرارات الاستثمارية حيث تقتضي تلك الصيغة بأن السعر الذي يباع به السهم في أي لحظة يعكس بالفعل كافة البيانات التاريخية ومن بينها السعر الذي كان يباع به من قبل، وعليه فإن تحليل البيانات والمعلومات التاريخية وتتبع حركة الأسهم من أجل إيجاد نمط أو سلوك يمكن معه تحقيق أرباح غير عادية هو جهد ضائع لا طائل من ورائه، وبالتالي فإن التحليل الفني لا جدوى منه خاصة وأن المحلل الفني لا يؤمن بعشوائية حركة أسعار الأسهم. وعلى العكس من ذلك فإن التحليل الأساسي سيكون ذي جدوى طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال التحليلات والتقارير وغيرها من المعلومات التي ترد إلى المستثمر يوميا.

الفصل الثاني : التحليل الأساسي للأوراق المالية

مقدمة

المبحث الأول: تحليل الظروف الاقتصادية.

المبحث الثاني: تحليل ظروف الصناعة.

المبحث الثالث: تحليل ظروف الشركة.

المبحث الرابع: التحليل بالاستعمال النسب المالية.

المبحث الخامس: نماذج تقييم الأوراق المالية.

خاتمة

مقدمة:

تعتبر عملية تحليل وتقييم الأصول المالية خطوة أساسية لاختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، فبالنسبة للمستثمر المالي يكون ذلك التحليل مهما عند بداية تشكيل المحفظة للمرة الأولى لأن هذا المستثمر يسعى لمعرفة الأوراق المالية الجذابة من منظور العائد والمخاطرة وبشكل يساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بجيازة أو عدم جيازة تلك الأوراق. كما يبقى دور التحليل الاستثماري مستمرا لتقييم المحفظة، لأن ما كان جذابا قد لا يكون كذلك، والعكس صحيح وذلك في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة. وهناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما مدخل التحليل الفني و مدخل التحليل الأساسي. ويشير التحليل الفني إلى دراسة الأسعار التاريخية للأسهم في محاولة للتوصل إلى أنماط متكررة تساعد على التنبؤ بسعر السهم في المستقبل.

أما التحليل الأساسي Fundamental Analysis فيهتم بدراسة المعلومات الخاصة بوضع الشركة واحتمالات نجاحها وذلك باستخدام بياناتها المالية لمعرفة وضعها وقيمتها، وذلك عن طريق قراءة وتفسير كل المقاييس الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، والهدف من ذلك هو تحديد القيمة الحقيقية²⁴⁵ للأصل، و التي تتمثل في القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع الحصول عليها ومقارنتها بالسعر السوقي للسهم بهدف التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، أي التي يختلف سعرها السوقي عن سعرها المتوقع. وينصح الأساسيين بشراء السهم عندما تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، و يبعه عندما يفوق سعره السوقي القيمة الحقيقية²⁴⁶.

ويبدأ التحليل الأساسي بالكشف عن نقاط قوة وضعف الشركة مستعينا في ذلك بالتحليل الاقتصادي والقطاعي، وعليه يكون بإمكان المستثمر توقع العائد والنمو لهذه الشركة²⁴⁷. و يعنى التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم، أي أن هذا التحليل يهتم بمستقبل أسعار الأسهم وليس بالأسعار التي بيعت بها في السوق²⁴⁸. و عليه يفترض التحليل الأساسي أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف²⁴⁹.

ويهدف التحليل الأساسي إلى الإجابة على الأسئلة التالية²⁵⁰:

- لماذا تتغير أسعار الأوراق المالية؟

- ما العوامل المؤثرة في ذلك؟

²⁴⁵ تمثل القيمة الحقيقية للسهم قيمة التدفقات النقدية المتوقعة منه بعد خصمها بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم، و تبعاً لذلك فإن قيمة السهم تتوقف على عاملين أساسيين هما قيمة التدفقات النقدية المتوقعة و معدل العائد المطلوب.

²⁴⁶ اندراوس عاطف وليم "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2006، ص ص 86-87.

²⁴⁷ Lawrence Gitman et Al « Investissement et marchés financiers » Pearson Education, France 9^{ème} édition 2005, p 298.

²⁴⁸ حيدر فاخر عبد الستار " التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي" دار المريخ، الرياض المملكة العربية السعودية 2002، ص 16.

²⁴⁹ أمين السيد أحمد لطفي " التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2007، ص ص 46/48.

²⁵⁰ شموط مروان / كنجو عبود كنجو " أسس الاستثمار" الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة مصر 2008، ص ص 303-304.

- ماذا نشترى أو نبيع من الأوراق المالية؟

وعليه يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة التي تنشأ بين السبب والنتيجة على مستويات ثلاثة هي: الاقتصاد في مجموعه، والسوق بقطاعاته، والشركة المنفردة.

ويميل العديد من المحللين إلى أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي هي الظروف الاقتصادية وأن تكون النهاية تحليل ظروف الشركة وهو ما يطلق عليه بمدخل التحليل الكلي فالجزئي Macro-Micro Approach، أو التحليل من أعلى إلى أسفل Top-Down Analysis ، ففي المرحلة الأولى من هذا التحليل يكون التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية ودراسة تأثيرها على السوق المالي، وبعده يتم الانتقال إلى تحليل الصناعة بهدف معرفة الصناعات الواعدة، وفي الأخير يصل إلى التحليل على مستوى الشركة، وذلك من أجل معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات بهدف الاستثمار في أوراقها. وفي المقابل هناك مدخل بديل تكون البداية فيه هي تحليل ظروف الشركة الفردية يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، ويطلق على هذا التحليل اسم التحليل من أسفل إلى أعلى Bottom-up Analysis أو مدخل التحليل الجزئي فالكلي Micro-Macro Approach . ولكن أي المدخلين يعتبر أكثر ملاءمة؟ هناك من يعتبر أن المدخل الأول هو أكثر ملائمة فبمجرد معرفة الصناعات الواعدة لا يبقى سوى البحث عن أفضل منشأة داخل تلك الصناعة، وهناك من يعتبر أن المدخل الثاني هو أكثر ملاءمة على أساس أنه في المدخل الأول يمكن أن يتم تجاوز شركة معينة يكون الاستثمار فيها مربحاً، ويحدث ذلك عندما يكون للشركة ظروفها الخاصة تميزها عن الشركات الأخرى التي تعمل معها في نفس الصناعة وأن الصناعة ذاتها استبعدت في المرحلة الثانية من التحليل، وهناك انتقاد يوجه إلى التحليل الثاني ذلك أن الشركة التي يكشف التحليل عن ملائمتها للاستثمار قد لا تكون بالضرورة هي الأفضل إذ قد يكون هناك شركات أخرى ملائمة ولكن ظروف الصناعة التي تنتمي إليها والتي تترك أثرها في النهاية على الشركة قد تكون غير ملائمة. ومع كل ذلك فإن لكل مدخل سماته المميزة وأن كل منهما مكمل للآخر²⁵¹.

و في هذا الفصل سيتم إتباع مدخل الكلي فالجزئي حيث سيتم البدء بتحليل الظروف الاقتصادية وبعدها تحليل ظروف الصناعة و تحليل الشركة باستعمال التحليل المالي و وصولاً إلى مرحلة تقييم الأصول المالية و ذلك باستعمال مختلف نماذج التقييم، لنصل في النهاية إلى توقع القيمة المستقبلية للأصول المالية واختيار أحسنها اعتماداً على التحليل الأساسي.

²⁵¹ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص ص 159-161.

المبحث الأول: تحليل الظروف الاقتصادية

يعتبر تحليل الظروف الاقتصادية الخطوة الأولى في التحليل الأساسي إذ توجد عدة متغيرات اقتصادية تؤثر على الشركات وبالتبعية تؤثر على أسعار أوراقها المالية، فالشركات تمارس نشاطها في ظل بيئة اقتصادية تمارس تأثيرات هامة على مقدرة الشركة على الاستمرارية في النشاط²⁵² و قد يتوقف بقاؤها على مستوى أداء الاقتصاد ككل. وقبل أن يقوم المحلل الأساسي بتحليل الوضع المالي لشركة ما وإمكانات نموها فهو بحاجة للتنبؤ بالاقتصاد المستقبلي وذلك من خلال دراسة الظروف الاقتصادية العامة والتوقعات المتعلقة بالتغيرات، ولذلك يجب على المستثمر التعرف على المخاطر التي قد تترتب على التغيرات في الظروف الاقتصادية والتي تؤثر على جميع الصناعات والشركات وإن اختلف مدى تأثيرها من صناعة لأخرى ومن شركة إلى أخرى²⁵³.

لذلك يجب على المحلل دراسة المؤشرات المختلفة لأداء الاقتصاد من أجل تحديد اتجاهه نحو الراجح أو الكساد، فخلال فترات ازدهار الاقتصادي قد ينتج عن الزيادة في الطلب على السلع والخدمات التي تقدمها الشركات زيادة في المبيعات والأرباح وحتى الشركات الضعيفة مالياً أو التي تكون إدارتها سيئة أو غير كفئة يمكن أن تشهد زيادة في المبيعات والمكاسب، بينما فترات الركود قد يكون لها تأثير معاكس فتنهار المنشآت الضعيفة مالياً وحتى الشركات ذات الوضع المالي القوي. ويؤدي الكساد إلى تراجع النشاط الاقتصادي الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض في الطلب على إنتاج كل الشركات وبطء المبيعات أو تراجعها وتميل المكاسب إلى التناقص بدرجة أسرع بسبب ضرورة قيام الشركات بتغطية تكاليفها الثابتة والتي تلزمها (فوائد القروض) رغم كل الظروف وهو ما يؤدي إلى خفض هوامش الربح بدرجة كبيرة، وفي هذه الحالة تميل أسعار الأوراق المالية للانخفاض. أما أثناء فترات ازدهار فإن أسعار الأوراق المالية ككل تميل إلى الارتفاع، وعليه فإن القدرة على التنبؤ بالظروف الاقتصادية المستقبلية قد تكون أكثر أهمية من شراء أوراق مالية محددة. ولا تكمن أهمية تلك التنبؤات بالنسبة للمستثمر الفرد في الأرقام الفعلية المتنبأ بها بقدر ما تكمن في اتجاه و مقدار التغير²⁵⁴.

فبدراسة وتحليل الظروف الاقتصادية يسهل على المستثمر اتخاذ القرار الصحيح وفق الحالة الاقتصادية، ويتأتى ذلك من خلال تحليل الاقتصاد من حيث عناصره والنمو المتوقع فيه والمؤشرات الاقتصادية المهمة كالبطالة، التضخم، الفائض أو العجز في ميزانية الدولة وميزان المدفوعات، الناتج المحلي الإجمالي، والاستهلاك...، ويحاول المحللون الأساسيون من خلال دراسة تلك العوامل التنبؤ باتجاه سوق الأوراق المالية لأنه بازدهار الاقتصاد تنجح من خلاله الأسواق المالية للصعود، بينما تنجح للهبوط في حالة الركود الاقتصادي. فنتائج التحليل الاقتصادي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار المناسب في الدخول للسوق أو الخروج منها²⁵⁵.

و من أهم المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي تمارس تأثيراً على أسعار الأوراق المالية وتحظى باهتمام

²⁵² المؤمني غازي فلاح " إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة" دار المناهج للنشر و التوزيع، بدون سنة نشر، ص ص 47-48.

²⁵³ جورج دانيال غالي" تطوير مهنة المراجعة لمواجهة المشكلات المعاصرة و تحديات الألفية الثالثة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2001، ص ص 189-190.

²⁵⁴ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية 2002، ص ص 9-11.

²⁵⁵ علوان قاسم نايف "إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق" دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 234.

المحللين نجد: السياسة النقدية والمالية، التضخم، وحجم الإنتاج الكلي، والانتعاش والركود الاقتصادي

1.1 السياسة النقدية و السياسة المالية

تلعب كل من السياستين المالية و النقدية دورا كبيرا في التأثير على أسعار الأوراق المالية، و يمكن إبراز ذلك كما يلي:

1.1.1 السياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية إحدى الوسائل الهامة للسياسة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدولة والتي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعا لتدخلها بهدف تحقيق أغراض اقتصادية مختلفة.

ويقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية في إدارة كل من النقود والائتمان، وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد²⁵⁶، فمن خلال تلك الإجراءات يمكن للدولة الرقابة على النقد والائتمان من خلال إحداث تأثيرات في كمية النقود و وسائل الدفع والتأثير عليهما بما يتفق وتحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة²⁵⁷. كما تعرف بأنها إدارة التوسع والانكماش في حجم النقد لغرض الحصول على أهداف معينة. وتشمل السياسة النقدية على جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير على النظام النقدي²⁵⁸.

فمن خلال السياسة النقدية يقوم البنك المركزي بتغيير كمية النقود بالزيادة أو النقصان، وذلك بتأثيره على حجم الائتمان وأسعار الفائدة وكذا التأثير على الاستثمار وبالتالي على النشاط الاقتصادي ككل²⁵⁹، ويستخدم البنك المركزي السياسة النقدية من أجل معالجة المشاكل الاقتصادية كالتضخم، البطالة، والركود الاقتصادي...، وكذا التحكم في السوق النقدي من خلال تطبيق مجموعة من الأدوات للتأثير على المعروض النقدي، فقد كشفت عدة دراسات عن وجود علاقة مباشرة بين النقود المعروضة وأسعار الأسهم، كما أثبتت عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، فالزيادة في المعروض النقدي يتبعها تحسن في أداء الاقتصاد، وهذه الزيادة تؤدي بدورها إلى حدوث انخفاض في معدل الفائدة، الأمر الذي يزيد من الاستثمار وبالتالي زيادة الإنتاج و تخفيض البطالة، كما ترتفع نسبة الطلب على المنتجات مما يزيد من أرباح الشركات، وهو ما يعمل على ارتفاع أسعار الأسهم (كنتيجة لزيادة عرض النقود)²⁶⁰. أما عندما يقوم البنك المركزي بإتباع سياسات نقدية انكماشية تؤدي إلى تخفيض عرض النقود، وهو ما يجعل الأفراد والمؤسسات غير قادرين على الحصول على النقود التي يحتاجونها عند مستويات أسعار الفائدة السائدة، مما يدفع بهم إلى التخلص من الأصول المالية للحصول على السيولة النقدية، وسيؤدي هذا الاندفاع في بيع الأصول إلى انخفاض أسعارها ومن ثمة ارتفاع أسعار الفائدة. ويتوقف تأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم

²⁵⁶ بلعزوز بن علي " محاضرات في النظريات و السياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2006، ص 112.

²⁵⁷ شامية أحمد زهير " النقود و المصارف" دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 1993، ص 326.

²⁵⁸ بن دعباس جمال " السياسة النقدية في النظامين الإسلامي و الوضعي : دراسة مقارنة" دار الخلدونية للنشر، الجزائر، الطبعة الأولى 2007، ص 86.

²⁵⁹ راضي عبد المنعم " النقود و البنوك" مكتبة عين شمس، القاهرة 1998، ص 290-291.

²⁶⁰ المؤمني غازي فلاح ، مرجع سابق، ص 49.

من خلال التأثير على حجم التدفقات النقدية والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار.

ويتم استخدام أدوات السياسة النقدية والمتمثلة في عمليات السوق المفتوحة Open-market operation وسعر الخصم Discount Rate ونسبة الاحتياطي القانوني Legal Reserve في معالجة الفجوات التضخمية والانكماشية، إذ تعمل تلك الأدوات بشكل أساسي عن طريق تغيير أو تعديل قدرة البنوك التجارية على منح القروض (الائتمان)، وبهذه الطريقة يزيد أو ينقص حجم المعروض النقدي. ويمكن إيضاح تأثير تلك الأدوات على حجم المعروض النقدي كما يلي²⁶¹:

- **سياسة الاحتياطي القانوني:** نظراً لأن البنوك التجارية هي التي تخصص في منح الائتمان، فإن قدرتها على تحقيق ذلك يتوقف على ما في حوزتها من نقدية تمكنها من التوسع في عملياتها باستمرار مع الاحتفاظ بقدر مناسب من السيولة يكون بمثابة هامش ضمان لها. ويفرض البنك المركزي على البنوك التجارية الاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي ودائعها في شكل رصيد سائل لديه، ويطلق على هذه النسبة اسم الاحتياطي القانوني، حيث أن البنوك التجارية يجب عليها وبصفة إجبارية وبمقتضى القانون الاحتفاظ بها، ويترك للبنك المركزي حق تحديد هذه النسبة حسب أهدافه. وفي بداية الأمر كانت سياسة الاحتياطي ترمي إلى حماية المودعين من الأخطاء التي قد تنجم عن التصرف غير الرشيد للبنوك التجارية، ثم أصبحت عبارة عن أداة يمكن بواسطتها التأثير في مقدرة البنوك التجارية على خلق الائتمان²⁶²، حيث منح المشرع للبنك المركزي سلطة تغيير الحد الأدنى لنسبة الاحتياطي النقدي لأغراض السياسة النقدية، فإذا قام البنك المركزي بخفض نسبة الاحتياطي القانوني فإنه يزيد من قدرة البنوك على الإقراض ومنح الائتمان، وبالتالي الزيادة في المعروض النقدي، أما إذا قام برفع تلك النسبة فإنه يضعف من قدرة البنوك على منح الائتمان وبالتالي تقليل حجم القروض الموجهة للاقتصاد، مما يعمل على خفض المعروض النقدي.

- **سياسة معدل إعادة الخصم:** يعبر معدل إعادة الخصم عن سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي عند قيامه بإعادة خصم الأوراق التجارية للبنوك التجارية²⁶³، ويهدف البنك المركزي من هذه السياسة إلى التأثير أولاً على كلفة حصول البنوك التجارية على الموارد النقدية الإضافية التي يقدمها البنك المركزي، وثانياً على كلفة توفير الائتمان الذي تضعه البنوك التجارية تحت تصرف عملائها²⁶⁴. وهناك علاقة وثيقة بين سعر إعادة الخصم وسعر الخصم وأسعار الفائدة في السوق، فالعلاقة بين سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة هي علاقة طردية بمعنى أن الزيادة في سعر إعادة الخصم يؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة والعكس صحيح²⁶⁵. فالعلاقة بين سعر إعادة الخصم و سعر الفائدة في السوق هي محور التأثير على مقدرة البنوك

²⁶¹ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 12-13.

²⁶² بن دعباس جمال، مرجع سابق، ص 174.

²⁶³ شبيحة مصطفى رشدي " الاقتصاد النقدي والمصرفي" الدار الجامعية للنشر، القاهرة 1985، ص 244.

- حميدات محمود " النظريات والسياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1996، ص 49 - 50.

²⁶⁴ الدوري زكريا / السامرائي يسرى " البنوك المركزية و السياسات النقدية" دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2006، ص 193.

²⁶⁵ بلعوز بن علي، مرجع سابق، ص 124.

التجارية على منح الائتمان وبالتالي على حجم الكتلة النقدية المتداولة، فإذا رغب البنك المركزي في زيادة المعروض النقدي فإنه يخفض من معدل إعادة الخصم مما يشجع البنوك التجارية على الاقتراض منه، وتقوم تلك البنوك بتوجيه تلك الأموال إلى الاقتصاد في شكل قروض وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم النقود المعروضة، ويحدث العكس عندما يسعى البنك المركزي إلى خفض المعروض من النقود فيرفع سعر الخصم مما يدفع بالبنوك إلى الإحجام عن الاقتراض منه²⁶⁶.

● **عمليات السوق المفتوحة:** يقصد بهذه العمليات دخول البنك المركزي إلى السوق النقدي إما مشتريا أو بائعا للأوراق المالية الحكومية²⁶⁷، وذلك بهدف التأثير على حجم الائتمان بالتوسع أو الانكماش عن طريق التأثير في عرض النقود من نقود ورقية ونقود ودائع بصفة خاصة²⁶⁸، فإذا رغب البنك المركزي في زيادة عرض النقود فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويتم تحويلها للبنك المركزي الذي يقوم بدفع قيمتها عن طريق تحرير شيكات مسحوبة عليه ويقوم البائعون بإيداعها في البنوك التجارية²⁶⁹ وتقوم هذه الأخيرة بمبادلة الشيكات في غرفة المقاصة واستيلاء الاحتياطيات من البنك المركزي. والتأثير الإجمالي لما سبق يتمثل في زيادة عرض النقود من خلال زيادة الودائع، وكذا زيادة احتياطيات النظام المصرفي، وينعكس ذلك على ارتفاع مقدرة النظام المصرفي على زيادة عرض النقود ومنح قروض جديدة. كما أن قيام البنك المركزي بشراء الأوراق الحكومية من الجمهور لا يؤدي فقط إلى زيادة المعروض النقدي، ولكن أيضا يخلق إمكانية زيادة في احتياطيات البنوك التجارية. أما عندما يرغب البنك المركزي في تقليص عرض النقود فإنه يبيع الأوراق الحكومية ومرة أخرى فإن دفع قيمة الأوراق المشتراة هو الذي يعمل على تغيير عرض النقود ومقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان²⁷⁰.

ويستخدم البنك المركزي أدوات السياسة النقدية بهدف التأثير على عرض النقد ومن ثم النشاط الاقتصادي بشكل عام و أسعار الأوراق المالية بشكل خاص، و يتم استخدام عمليات السوق المفتوحة بالنسبة لتحليل الاستثمار في الأوراق المالية من خلال شراء و بيع الأوراق المالية الحكومية و التي لها تأثير مباشر على أسعار الفائدة، كما أن هناك تأثير غير مباشر على أسعار الأوراق المالية نتيجة تأثير السياسات النقدية على قدرة الشركات على تحقيق الأرباح²⁷¹.

²⁶⁶ زكريا الدوري/ يسرى السامرائي، مرجع سابق، ص ص 193-197.

²⁶⁷ شبيحة مصطفى رشدي، مرجع سابق، ص 248 .

²⁶⁸ شوش سهيل/ مطر ذيب " النقود والبنوك" دار الطباعة والنشر 1995-1996 ، ص 264 .

²⁶⁹ النافق أحمد أبو الفتوح " نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998، ص ص 230-231.

²⁷⁰ زكريا الدوري/ يسرى السامرائي، مرجع سابق، ص ص 204-205.

²⁷¹ عبد النبي محمد أحمد " الأسواق المالية: الأصول العلمية و التحليل الأساسي" زمزم ناشرون و موزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 91.

فعندما يقوم البنك المركزي بشراء أذونات الخزينة فإن ذلك يؤدي إلى رفع أسعار تلك الأذونات يقابله حدوث هبوط في عوائدها، وهو ما يتسبب في زيادة فرق السعر بين مديونية الخزانة ومديونية الشركات ونتيجة لذلك يتجه المستثمرون إلى شراء الأوراق المالية للشركات مما يرفع أسعارها و يخفض من عوائدها، ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية للحكومية، حيث يعمل ذلك على خفض أسعارها وزيادة أسعار الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات ويتحول المشترون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية للحكومية، وهو ما يؤدي إلى خفض أسعار السندات التي تصدرها الشركات ويزيد من عائدتها، وهكذا فإن تأثير بيع الأوراق المالية للحكومية بواسطة البنك المركزي ينتقل إلى ديون الشركات وكافة أشكال المديونية الأخرى.

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية فيتمثل في تأثير التغيرات في الظروف النقدية على مقدرة الشركة على تحقيق أرباح، و نظرا لأن كل الأصول يجب أن يتم تمويلها من خلال مصادر التمويل لذلك فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل الشركات، فالتشديد في منح الائتمان يزيد من تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض الأرباح وتعكس الزيادة في تكلفة الائتمان على الأسعار التي تحددها الشركات لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب والذي يتسبب بدوره في هبوط الأرباح. كما أن إتباع سياسة نقدية صارمة ينتج عنها قيام الأفراد بالرفع من معدل العائد المطلوب على الاستثمار في حقوق الملكية، فإذا كان بإمكان المستثمرين كسب المزيد من خلال أدوات الدين عما كان ممكنا قبل الزيادة في أسعار الفائدة فإنهم سوف يطلبون عوائد أعلى على استثمارات حقوق الملكية، وتكون العوائد الأعلى ممكنة في حالة هبوط أسعار الأسهم، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى مكاسب أقل وإلى معدلات عائد مطلوبة أعلى وهذان العنصران يخفضان أسعار الأوراق المالية²⁷².

و عموما فإن المستثمر لا يعنيه المستوى المطلق لعرض النقود وإنما الاتجاه (أي معدل النمو) والتغيرات الحاصلة في ذلك الاتجاه، و قد يتم التركيز على التنبؤ بالتغيرات في سياسة البنك المركزي، وهكذا فإن حدوث زيادة في عرض النقود قد يفسر على أنه إشارة تعكس ميلا للانخفاض، والزيادة الحالية في عرض النقود قد تشير إلى أن البنك المركزي سوف يتعين عليه تضيق الائتمان وخفض عرض النقود في المستقبل، ومثل هذا التوقع للسياسة النقدية المستقبلية التضخمية قد يوحي بأن أسعار الفائدة سوف ترتفع في المستقبل و أنه قد حان الوقت لبيع الأوراق المالية والتي لها حساسية تجاه أسعار الفائدة.

²⁷² حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 14-15.

2.1.1 السياسة المالية

وهي السياسة الحكومية المتعلقة استخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق والإيرادات العامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج القومي، العمالة، الادخار، الاستثمار، وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة و تجنب الآثار غير المرغوبة فيها على كل من الدخل والإنتاج الكلي ومستوى العمالة وغيرها من المتغيرات الاقتصادية الأخرى²⁷³. إذ فهي استخدام أنشطة حكومية مالية معينة كالضرائب والإنفاق وإدارة الدين والموازنة العامة، و يجب أن تنسق تلك الأنشطة و تدمج مع الضوابط النقدية و الاقتصادية²⁷⁴. ويمكن للسياسة المالية التأثير على فاعلية الأسواق المالية في أداء وظائفها التمويلية والتخصيصية، في عدة مراحل هي²⁷⁵:

- مرحلة تعبئة المدخرات أو عرض الأموال القابلة للاقتراض عن طريق تشجيع و حفز مدخرات القطاع العائلي من خلال التأثير على الدخل و الفائدة و زيادة ربحية الشركات.
 - مرحلة تشجيع الاستثمار و من ثم الطلب على الأموال القابلة للإقراض من خلال التأثير على عوائد و نمط الاستثمار.
 - مرحلة توجيه المدخرات و الموارد المالية إلى الاستثمارات من خلال التأثير على معدلات عوائد الأدوات المالية و حجم التعاملات فيها و كذلك أداء الوسطاء الماليين.
- و تمارس السياسة المالية تأثيراً على أسواق الأوراق المالية من خلال أربعة محاور هي السياسة الضريبية، و سياسة الإنفاق العام، و سياسة تمويل عجز الموازنة، و سياسة إدارة الدين العام²⁷⁶. فالسياسة الضريبية تمارس تأثيرات هامة مباشرة و غير مباشرة على سوق الأوراق المالية و على أسعار الأوراق المالية، فهي تؤثر على تكلفة رأس المال و ربحية الشركات و من ثم على الطلب على رأس المال و الاستثمار و ما ينطوي على ذلك من التأثير على الطلب على الأموال القابلة للاقتراض و من ثم عرض الأوراق و بالتالي التأثير على أسعارها. فمثلاً ضرائب الدخل المفروضة على الشركات تقلل من أرباح الشركات و قدرتها على إجراء توزيعات أرباح، و كذا قدرتها على احتجاز أرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه مما يخفض الطلب على السلع والخدمات و كذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، و تؤثر الضرائب أيضاً على الطلب على أوراق مالية معينة²⁷⁷.

²⁷³ الوادي محمود حسين / عزام زكرياء أحمد "المالية العامة والنظام المالي في الإسلام" دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان 2000، ص 182.

- عايب وليد عبد الحميد " الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية" مكتبة حسن العصرية، لبنان 2010، ص 93.

²⁷⁴ الطوابعي محمد حلمي " أثر السياسات المالية الشرعية في تحقيق التوازن المالي في الدولة الحديثة: دراسة مقارنة" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2007، ص 08.

²⁷⁵ أندراوس عاطف وليم " السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2005 ، ص ص 119-120.

²⁷⁶ للمزيد من الاطلاع الرجوع إلى: أندراوس عاطف وليم " السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق " مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2005، ص ص 120-166.

²⁷⁷ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 21.

أما إذا قامت الدولة بتخفيض معدل الضريبة على الأرباح فهذا ينعكس على الشركات انعكاساً مباشراً حيث ترتفع الأرباح، وهذا بدوره ينعكس على أسعار الأسهم، ولكن من جانب آخر تعتبر الضريبة من الموارد الأساسية لميزانية الدولة، فإذا ما تم تخفيض الضريبة فإنه يجب تسديد العجز الحاصل في الميزانية بواسطة إصدار عملات جديدة، ولإصدار هذه الأخيرة تأثير سلبي على الاقتصاد حيث يساعد على زيادة معدلات التضخم، أما إذا قامت الحكومة بزيادة معدلات الضرائب فإن ذلك ينعكس مباشرة على الأرباح حيث تنخفض الأرباح وهذا بدوره ينعكس على أسعار الأسهم فتتخفف.

ومن السياسات الحكومية الأخرى التي لها تأثير على أرباح الشركات وأسعار الأوراق المالية نجد الإنفاق الحكومي، فعند زيادة الإنفاق الحكومي تزداد المشاريع الحكومية، وهذا يقلل من نسبة البطالة وزيادة مداخيل الأفراد وزيادة الأموال المعروضة، مما يزيد من أرباح الشركات وهو ما ينعكس بدوره على أسعار الأوراق المالية، أما إذا خفضت الدولة من الإنفاق الحكومي فإنه يحدث العكس وهذا يقلل من أرباح الشركات ويؤثر على أسعار الأوراق المالية بشكل سلبي²⁷⁸. ونظراً لأن ربحية الشركة هي المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق فإنه يصبح لزاماً على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت شركاتها بقرار تخفيض الإنفاق حتى يتسنى له التركيز عليها في مرحلة تحليل ظروف الصناعة.

2.1 الحالة الاقتصادية العامة

يمر اقتصاد أي دولة بعدة بمراحل تتأرجح بين النمو أو الرواج أو الكساد، و تمارس هذه الحالات تأثيراً على أسعار الأوراق المالية وذلك بالتأثير على متغيرات لها صلة بالأصول المالية، ويمكن إظهار الكيفية التي تتأثر بها أسعار تلك الأصول بتغير الحالة الاقتصادية كما يلي:

1.2.1 حالة الكساد و الركود الاقتصادي

تتطلب فترات الركود و الكساد الاقتصادي - الكساد هو فترة تشهد ارتفاع نسبة البطالة - إنباع استراتيجيات مختلفة، ففي فترات الكساد يزيد البنك المركزي من كمية النقود المتداولة مما يوسع حجم الائتمان ويخفض مبدئياً من أسعار الفائدة حتى يتسبب محفز ما في رفع مستوى النشاط الاقتصادي. وتتبنى الحكومة سياسة مالية توسعية في حالة الكساد والركود الاقتصادي، وذلك عن طريق خفض الضرائب وزيادة الإنفاق الحكومي وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب الإجمالي على السلع والخدمات وبالتالي تنشيط الاقتصاد وتخفيف البطالة. وللاستفادة من المحفز الاقتصادي يجب على المستثمر أن يتعد عن الأدوات القصير الأجل ويتحول إلى الأصول المالية وخاصة الأسهم العادية للشركات التي ينتظر أن تستفيد من السياسة النقدية والمالية التوسعية. ولا تعني السياسة النقدية والمالية التوسعية أن كل المنشآت سوف تنتعش و تزدهر، إضافة إلى أن بعض أشكال السياسة التوسعية ليست عامة من حيث تأثيرها، فالمسموحات الضريبية الاستثمارية ومخصصات الإهلاك

²⁷⁸ المومني غازي فلاح، مرجع سابق، ص 48.

المعجل والتي تستخدم في تنشيط الاقتصاد نحو التوسع تحايي الشركات التي توظف استثمارات كبيرة في الآلات والمعدات، والشركات التي تقدم خدمات قد لا تحتاج إلى توظيف استثمارات في أصول مادية طويلة الأجل لتوليد المبيعات بنفس الدرجة، ومن ثم فإن هذه المنشآت لن تقدم لها المساعدة بنفس الدرجة التي تلقاها الشركات القادرة على الاستفادة من القوانين الضريبية. وعندما يتعرف المستثمر على المنشآت التي يرحح أنها سوف تستفيد من السياسة المالية والنقدية التوسعية يجب عليه تبيي عدد من الاستراتيجيات الفردية التي تتراوح بين المحافظة والعدوانية؛ فالإستراتيجية المحافظة قد تشمل الأوراق المالية القابلة للتحويل (مثل السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية) والأسهم العادية للشركات ذات معاملات بيتا منخفضة، ويمكن شراء الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تحسبا لانخفاض أسعار الفائدة، ولكن على المستثمر أن يكون مستعدا للانتقال من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت لأنها لا تستفيد من التوسع الاقتصادي في حد ذاته ويمكن أن تكون ضارة إذا أدى التوسع إلى ارتفاع معدلات الفائدة. أما الإستراتيجية الأكثر عدوانية الهادفة للاستفادة من السياسة المالية والنقدية التوسعية فترتكز على الدخل الجاري الأقل (أي عدم وجود أوراق مالية ذات دخل ثابت) وإمكانية أكبر لتحقيق مكاسب رأسمالية، وعلى ضوء هذه الإستراتيجية فإن المستثمر يشتري الأسهم العادية للمنشآت ذات نسب الرفع المنخفضة والتي تحتجز الأرباح لتمويل التوسع، ومثل هذه الأسهم العادية تنطوي على أفضل إمكانية لحدوث ارتفاع في قيمة رأس المال أثناء الفترة التوسعية²⁷⁹.

2.2.1 حالة النمو الاقتصادي

تختلف فترة النمو الاقتصادي المتواصل عن فترة التوسع المتولدة عن استخدام سياسة نقدية ومالية محفزة، وغالبا ما يكون الهدف من السياسة النقدية منع عودة التضخم، و تكون محفزة بصورة معتدلة، فأسعار الفائدة قد تكون مستقرة وأعلى من الحد الضروري لتحفيز الاقتصاد، كذلك فإن السياسة المالية قد لا تكون أيضا موضوعة بهدف إيجاد طلب على سلع وخدمات، كما أن القوانين الضريبية الجديدة الهادفة لتحفيز الاقتصاد قد لا تكون متاحة فورا. وأثناء تلك الفترة لا يستطيع المستثمر الاعتماد على أسعار الفائدة الأقل أو السياسة الحكومية التوسعية لزيادة أسعار الأوراق، وإنما يجب أن يعتمد على النمو الاقتصادي لتوليد العوائد، والاستثمارات المحتملة قد تشمل الأسهم العادية للشركات ذات الأوضاع المالية الجيدة والتي تحقق نموا متواصلا ومستمر في الأرباح والعوائد. إن إمكانية تحقيق نمو متواصل ومستمر أمر في غاية الأهمية لتوليد العائد في فترة النمو الاقتصادي المصحوبة بسياسة نقدية توسعية محايدة، ويمكن شراء السندات طويلة الأجل والمتوسطة بواسطة المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق دخل جاري، فقد يكون المستثمرون أكثر استعدادا لتوظيف أموالهم في تلك الاستثمارات طويلة الأجل، ومع ذلك فإن هؤلاء الأفراد يجب أن يكونوا على استعداد لتغيير هذه الإستراتيجية بسرعة إذا بدأت فترة النمو الاقتصادي في رفع معدل التضخم، والمستثمر الجريء قد يقدم على شراء أسهم عادية مع التركيز على إمكانية النمو ومع ذلك يجب عليه أن يدرك أنه في حين أن السوق المالية

²⁷⁹ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 30-31.

الصاعدة سوف تزيد من قيمة معظم الأسهم فإن بعض الأسهم سوف تتخلف عن الركب وبالتالي يجب الابتعاد عنها²⁸⁰.

3.1 أسعار الفائدة

تتميز أسعار الفائدة عن غيرها من العوامل الاقتصادية الأخرى ذات التأثيرات المتباينة بأهميتها المحورية لمعظم قرارات التمويل والاستثمار لكونها المحدد الرئيسي للمفاضلة بين قرار وآخر، ولذلك تعددت الدراسات التي اهتمت بإمكانية التنبؤ باتجاهات سعر الفائدة. فتوقع ارتفاع أسعار الفائدة يعني بالتأكيد أنه يجب على المستثمر أن يتعد عن الأوراق المالية طويلة الأجل ذات العائد الثابت، وعلى العكس إذا كان من المتوقع انخفاض أسعار الفائدة فإن الأمر يعني ضرورة اقتناء تلك الأوراق²⁸¹. فمثلا معظم السندات طويلة الأجل تدر فوائد سنوية ثابتة ومع ارتفاع العائد على الاستثمارات الأخرى فإن ذلك التدفق الثابت لا يصبح تنافسيا مع الاستثمارات التي لا يتصف دخلها النقدي بالثبات، ولذلك فقد يسعى المستثمر إلى بيع السندات طويلة الأجل و وضع أمواله في صناديق الاستثمار أو شراء استثمارات أخرى يزداد تدفق دخلها مع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة، وهذا الضغط البيعي يدفع أسعار الأوراق طويلة الأجل ذات العائد الثابت إلى الانخفاض. أما بالنسبة للأسهم فبعضها تكون حساسة جدا تجاه التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة إذ توجد علاقة عكسية بين أسعار الأسهم وحركة معدلات الفائدة، فإذا كان من المتوقع ارتفاع أسعار الفائدة فعلى المستثمر أن يحول نقوده من الأسهم العادية إلى أشكال أخرى من الاستثمار، ويحدث العكس في حالة توقع انخفاض أسعار الفائدة، فإذا كان المستثمر يتوقع ارتفاعا في أسعار الفائدة (أسعار أقل للأوراق) فعليه أن يشتري الاستثمارات ذات السيولة العالية وأدوات الدين القصيرة الأجل (أذونات الخزينة) وأسهم صناديق الاستثمار، باعتبار أن عوائد تلك الأصول تميل للزيادة مع ارتفاع أسعار الفائدة، ونظرا لقصر مدة استحقاق أدوات الدين قصيرة الأجل فإنها توفر فرصة لإعادة استثمار الأموال بالأسعار الجارية عند حلول موعد الاستحقاق، ومن ثم إذا واصلت أسعار الفائدة الارتفاع يستطيع المستثمر أن يستفيد من الأسعار الأعلى، أما إذا توقع هبوط أسعار الفائدة بإمكانه شراء أوراق مالية حساسة تجاه الفائدة مثل السندات طويلة الأجل، وإذا كان المستثمر يريد انتهاز إستراتيجية أكثر جرأة فإنه يمكن أن يشتري سندات ذات فترات استحقاق طويلة أو ذات جودة أقل حيث أن أسعار تلك السندات تميل للارتفاع أثناء فترة هبوط أسعار الفائدة²⁸².

²⁸⁰ المرجع السابق، ص 31-33.

²⁸¹ محب خلة توفيق " الهندسة المالية: الإطار النظري و التطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار " دار الفكر العربي، الإسكندرية، الطبعة الأولى 2011، ص 186.

²⁸² حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 25-28.

4.1 التغيير في القوة الشرائية للنقود

ترتبط أسعار الأصول المادية و المالية بالقوة الشرائية للنقود، و هو ما يظهر من خلال ما يسمى بمعدل التضخم، و يمكن إيضاح الكيفية التي تتأثر بها أسعار الأصول بشكل عام من خلال تغيير القوة الشرائية للنقود كما يلي:

1.4.1 معدل التضخم

يعرف التضخم بأنه حركة صعودية للأسعار تتصف بالاستمرار الذاتي تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض²⁸³، و يشير التضخم إلى ضعف القوة الشرائية للعملة حيث ترتفع أسعار السلع والخدمات أكثر من اللازم. و يعتبر التضخم ذا أهمية كبيرة في الأسواق المالية و هاما للتمييز بين العائد النقدي و العائد الحقيقي، حيث أن المستثمرين يهتمون أكثر بالعائد الحقيقي الذي يقيس التحسن الذي تم احرازه جراء الاستثمار، فعندما تكون نسبة التضخم عالية فإنه لا بد من أن يكون العائد النقدي للأسهم عاليا بدرجة كافية ليعوض الانخفاض في القوة الشرائية²⁸⁴. وقد يؤدي الارتفاع غير المتوقع في معدل التضخم إلى ترك أثر عكسي على أسعار الأوراق المالية وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، فالسبب المباشر يتمثل في أن التقارير عن معدل التضخم تتوقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وانخفاض قيمتها السوقية، أما السبب غير المباشر فيعود إلى النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدل تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح الشركات وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها نظرا لكون أن قيمة قسط الاهتلاك ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه، مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي، ويؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية²⁸⁵.

فنشوء بيئة تضخمية تجعل المستثمر يركز على الأصول السائلة والأصول المادية والأسهم العادية للمنشآت التي تؤدي الزيادة في قيم أصولها إلى تعظيم قاعدة أصولها، كذلك يجب على المستثمر أن يتعد عن شراء الأدوات ذات العائد الثابت وأدوات الدين طويلة الأجل والأسهم العادية للشركات التي تفتقر إلى أصول يمكن أن ترتفع أسعارها مع التضخم، فالمستثمر ينتهج إستراتيجية دفاعية أكثر منها هجومية حيث أن محورها هو الاحتفاظ بالقوة الشرائية الجارية للمستثمر والقيمة الحقيقية للأصول المملوكة وحمايتها²⁸⁶.

²⁸³ الزبيدي حسين بن سالم جابر " التضخم و الكساد" مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2011، ص 32.

²⁸⁴ الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات" دار حامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 88-89.

²⁸⁵ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 165-166.

²⁸⁶ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية " مرجع سابق، ص 29-30.

2.4.1 حالة الانكماش

الانكماش هو عكس التضخم ويقصد به فترة من هبوط الأسعار ومن هنا فإن أسعار الأصول المادية مثل العقارات والمعادن النفيسة تمبط أثناء فترة الانكماش، وبالتالي فإذا كان من المتوقع حدوث انكماش يجب على المستثمر اقتناء الأصول المالية التي ستزيد قيمتها. والإستراتيجية التي تحقق الأمان الأقصى هي اقتناء الأصول السائلة القصيرة الأجل، حيث أن الانكماش يزيد من القوة الشرائية للنقود، ولذلك يرغب المستثمر في الاحتفاظ بالنقود والأصول السائلة الأخرى، ومع ذلك فإن الانكماش يكون مصحوبا بهبوط في أسعار الفائدة وارتفاع في أسعار السندات، ومن ثم فإن البيئة الانكماشية تجعل من التزامات الدين طويلة الأجل استثمارات جيدة. وقد يصاحب الانكماش حدوث حالات إفلاس كثيرة حيث تصبح الشركات عاجزة عن الوفاء بالتزاماتها المالية، وعندها تكون الإستراتيجية الأحسن للمستثمرين هي اقتناء السندات الصادرة عن الحكومة وسندات الشركات ذات القوائم المالية القوية، ويجب على المستثمر أن يقوم بحصر المشتريات في الأوراق المالية الجيدة ذات الدخل الثابت، نظرا لأن قيمة السندات ترتبط بدرجة أساسية بقدرة الشركات المدينة على خدمة الدين. ونفس التأكيد على الجودة ينطبق أيضا على الأموال المستثمرة في الأسهم العادية، ومع ذلك فنظرا لأن الكثير من المنشآت سوف تتعرض لانخفاض الطلب على منتجاتها وصعوبة في تحصيل الحسابات المدينة وهبوط في هوامش الربح فإن أسهم العديد من الشركات قد تكون استثمارات رديئة في فترة الانكماش، وبالرغم من ذلك فإن الانكماش قد يخلق فرص شراء ممتازة إذا انخفضت أسعار الأسهم بدرجة كافية²⁸⁷.

5.1 الناتج المحلي الإجمالي

و هو مجموع القيم السوقية للسلع و الخدمات النهائية على اختلاف أنواعها و التي تنتج في بلد معين محليا خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، وعندما يشير الناتج المحلي الإجمالي إلى معدل نمو سريع ومتزايد فإن ذلك يعكس اقتصادا توسعيا يخلق فرص استثمار متزايدة، و يقدم فرصا كبيرة للكيانات الاقتصادية الحالية لزيادة مبيعاتها و بالتالي زيادة إيراداتها، الأمر الذي ينعكس إيجابا على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، بل و يفتح مجالا أكبر لمزيد من الأوراق التي يمكن إصدارها لتعبر عن استثمارات حديثة تسعى صوب الأسواق النشطة لضخ جانب من استثماراتها، أما انخفاض الناتج المحلي الإجمالي فيعني وجود كساد اقتصادي وهذا ينعكس على عوائد الشركات مما يخفض من حجم تداول أوراقها وعندها تنخفض أسعار الأسهم²⁸⁸.

²⁸⁷ المرجع السابق، ص 30-31.

²⁸⁸ محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 181-182.

المبحث الثاني: تحليل ظروف الصناعة

إن تغير الظروف الاقتصادية يؤثر على جميع القطاعات ولكن تأثيرها يختلف باختلاف نوعية القطاع، لذلك نجد أن التحليل الاقتصادي غير كاف، لذلك يصبح من الضروري القيام بالتحليل الصناعي، حيث تقسم شركات المساهمة إلى قطاعات مختلفة مثلًا قطاع البنوك، الصناعة، الخدمات، التأمين... كما يتضمن كل قطاع عدة قطاعات فرعية فمثلًا القطاع الصناعي يمكن تقسيمه إلى عدة قطاعات فرعية...

و تبرز أهمية تحليل القطاع للتباين والبعد بين الشركات من حيث التكوين والأداء، فهناك صناعات ذات عائد عال وصناعات ذات عائد متوسط وصناعات ذات عوائد متغيرة، ومعرفة هذه الصناعة يخدم اتخاذ القرار الاستثماري لاختيار الشركات ذات العائد العالي عند تكوين أصول المحافظ الاستثمارية أو عند اتخاذ قرارات الشراء و البيع في داخل المحفظة الاستثمارية. فتحليل الصناعة يمكن المستثمر من اختيار الصناعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة.

ويرتكز تحليل ظروف الصناعة على مسألتين هما: تعريف وتصنيف الصناعة، والوقوف على الاعتبارات والحوانب الأساسية التي ينبغي أن يركز عليها التحليل، ثم الأدوات الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.

1.2 تعريف الصناعة و تصنيفها

عادة ما ينصرف التعريف إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه الصناعة ثم مصدر المنافسة التي تواجهها، وفي ظل تنوع خطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة، فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعا لا تنتجها منشآت أخرى في ذات الصناعة، كما قد توجد منشآت تنتمي لصناعات أخرى ولكنها تنتج سلعا منافسة لما تنتجه الصناعة، ولكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات يصبح لزاما عليه أن يحدد مفهوما للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه. لذلك لا يقتصر دور المحلل على تعريف الصناعة بل ينبغي أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية²⁸⁹. و يمكن توضيح كل صنف من أصناف الصناعات كما يلي²⁹⁰:

- **الصناعات المتنامية:** وهي الصناعات التي تنمو و يزداد نموها تدريجيا من سنة إلى أخرى ويكون معدل نموها أعلى من معدل النمو الاقتصادي، و عادة ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجية.
- **الصناعات المرتبطة بالدورات:** وهي التي تتأثر بشكل كبير بالتغيرات الاقتصادية السائدة كالرواج والكساد، فتزيد مبيعاتها بشكل كبيرة في حالة الرواج، وتنكمش مبيعاتها بشكل كبير في حالة الكساد.
- **الصناعات المتنامية و المرتبطة أيضا بالدورات:** وهي الصناعات التي تجمع بين سمات الصناعات النامية وكذلك صفات الصناعات المرتبطة بالدورات التجارية، حيث أنه في الظروف الاقتصادية العادية تنمو بمعدل نمو الاقتصاد أما في حالة الازدهار تنمو بمعدل أعلى من نمو الاقتصاد.

²⁸⁹ الهندي منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 167.

²⁹⁰ المؤمني غازي فلاح، مرجع سابق، ص ص 59-60.

- **الصناعات الدفاعية:** تزدهر هذه الصناعات مع ازدهار الاقتصاد ولكنها تنكمش بنسبة بسيطة عند انكماش الاقتصاد.

- **الصناعات المتدهورة:** وهي الصناعات التي تنمو بمعدل أقل من نمو الاقتصاد أو أنها الصناعات التي تكون في طريق الزوال.

وليس من الضروري أن تكون أسهم النمو تابعة لشركات النمو و الأسهم المتقلبة تابعة للشركات المتقلبة، وإنما قد يكون هناك شركات نامية لها أسهم متقلبة وشركات متقلبة لها أسهم دفاعية وهكذا، أي أنه ليس من الضروري أن تتطابق أصناف الأسهم مع أصناف الشركات أو العكس. ولهذا يجب على المستثمر أن يميز بين السهم والشركة لكون هدفه الأساسي في النهاية ينصب على السهم الذي تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الذاتية في حالة الشراء و العكس في حالة البيع.

2.2 الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة

تمثل الاعتبارات الأساسية التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحليل ظروف الصناعة في التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح، وحجم العرض والطلب، وظروف المنافسة، وطبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة، بالإضافة إلى تأثير الحكومة و تأثير التحولات الاجتماعية.

1.2.2 التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح

إن أول خطوة للتعرف على مستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، فمثلا التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة، كما يساعد التحليل التاريخي لهذين المتغيرين في الوقوف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار، ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد، فلو أثبتت البيانات التاريخية ضعف قدرة الصناعة في الحالتين فليس هناك ما يبرز قدرتها على ذلك في المستقبل، كما أن المدى الاستقراري في نمو المبيعات للصناعة عبر الزمن أهمية خاصة، فكلما زادت درجة التقلب في معدل النمو كلما كان ذلك يعني زيادة مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة. غير أنه يجب على المحلل أن يدرك أن النمو السريع للمبيعات لا يضمن تحقيق ربحية عالية ما لم تتوفر رقابة جيدة على التكاليف، إذ يمكن أن يركز التحليل على المجالات التالية:

- التكاليف وخاصة تكاليف العمالة، وتكاليف المواد الخام، والتكاليف الصناعية، والتكاليف الإدارية؛
 - إنتاجية العامل ومعدل الزيادة في تكاليف العمالة للوحدة أو الساعة؛
 - معدل الزيادة في أسعار المنتجات؛
 - معدل دوران الأصول؛
 - بالإضافة إلى ضرورة تحليل هيكل التكاليف للوقوف على نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة.
- و يتوافر للمحلل عدد من النسب المالية التي يستخدمها لقياس الربحية فهناك هامش مجمل الربح، وهامش ربح العمليات، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية،

إضافة إلى القوة الايرادية للشركة²⁹¹ كل هذه النسب سيتم التطرق إليها بالتفصيل في المبحث الرابع - من هذا الفصل - والمتعلق بتحليل النسب المالية).

2.2.2 حجم الطلب و العرض

من الجوانب الهامة التي ينبغي أن يعتني بها التحليل الأساسي هو دراسة حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة، فمن المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير، وإذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب، أما إذا كانت الطاقة غير كافية ينبغي على المحلل التعرف على إمكانيات الصناعة في تمويل التوسع، وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب فهذا ينذر بدخول منتجين جدد، وهو ما يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واشتداد المنافسة بين منشآت الصناعة ما قد يترك أثرا عكسيا على ربحيتها وأسعار أسهمها.

3.2.2 ظروف المنافسة

يجب على المحلل أن يدرس إمكانية دخول شركات منافسة جديدة في المستقبل، وهل هناك موانع تحد من دخول شركات منافسة جديدة، وهذه الموانع تحدد ببعض المزايا وهي²⁹²:

- تمييز المنتجات: فالمستثمرين لهم تفضيلات خاصة فيما يتعلق بمنتجات الشركات المكونة للصناعة، بمعنى أن العملاء لكل شركة متمسكون بنوعية المنتج الذي تقدمه، ومثل هذه الظروف يكون من الصعب على القادم الجديد الذي يرغب في دخول الصناعة أن يبيع المنتج بسعر يغطي التكاليف التي عادة ما تكون مرتفعة في السنوات الأولى، هذا في الوقت الذي ينبغي عليه أن ينفق مبالغ كبيرة للإعلان والترويج في محاولة لتحقيق قدر من القبول للمنتج الذي يقدمه.
- المزايا المطلقة في التكاليف: يقصد بها قدرة كل شركة في الصناعة على الإنتاج والتوزيع عند أي مستوى وبأقل تكلفة مقارنة مع أي شركة جديدة تدخل السوق، وهذه المزايا قد تنشأ عن براءة اختراع تملكها الشركات أو ملكية لمصادر المواد الخام، أو السهولة في الحصول على الموارد المالية، أو قدرة أفضل على التفاوض مع مصادر توريد الخامات والمعدات، ففي ظل هذه المزايا يمكن للمنشآت القائمة تحقيق هامش ربح أكبر مما تستطيعه أي شركة جديدة بل وقد يكون هامش الربح لتلك الشركة الجديدة ضعيفا إلى الحد الذي لا تقوى معه على مواجهة منافسة سريعة تشنها الشركات الأخرى.
- مزايا الحجم الكبير من المؤسسات: وهي تتعلق فقط بالصناعات التي لا يمكنها أن تحقق عائدا ملائما إلا في وجود مؤسسات كبيرة حيث يكون من الصعب عليها المنافسة إلا في ظل حجم كبير من الإنتاج.

²⁹¹ الهندي منير إبراهيم هندي "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 170.

²⁹² المرجع السابق، ص ص 171-172.

1.3.2.2 هيكل المنافسة لصناعة معينة

هناك صناعات احتكارية تميل إلى أن يتم تنظيمها، ويمكن أن تتميز الصناعات التي تحتكرها القلة بأنها إما أن تكون ذات تصرفات تنافسية قاسية أو أن تكون تحت شعار الفلسفة الإدارية "عش و اترك غيرك يعيش"، أما الصناعات التي تعمل في ظل المنافسة فهي إما أن تكون مرتكزة على السعر أو غير مرتكزة عليه، فالمنافسة في السعر تحدث حينما يحاول المنافسون في الصناعة الحصول على نصيب أكبر من السوق عن طريق خفض الأسعار، أما المنافسة التي لا تركز على السعر فهي تحدث عندما تقوم الشركات المنافسة باستخدام دعابة الجودة والضمان والخدمة والعمل على راحة العملاء في محاولة لتمييز أنفسهم وجذب العملاء²⁹³.

2.3.2.2 القوى المؤثرة على المنافسة

يجب على الشركة أن تقوم بالبحث عن موقع تنافسي جيد في الصناعة وذلك بفحص هيكل المنافسة الأساسي للصناعة التي تعمل فيها، ولهذا فإن المحلل الأساسي لظروف الصناعة يحتاج إلى تحديد هيكل (تركيبية) المنافسة في الصناعة ثم يفحص العوامل التي تحدد الموقف التنافسي النسبي للشركات داخل الصناعة²⁹⁴.

إن نظرة هيكل الصناعة أو ما يعرف بتحليل هيكل الصناعة ترجع إلى Porter ، وتقوم هذه النظرة على أساس أن الميزة التنافسية²⁹⁵ ما هي إلا دالة لعضوية المنظمة في قطاع الصناعة الذي تعمل فيه و الذي يمتاز بخصائص هيكلية مواتية. ويستخدم نموذج القوى الخمس التنافسية و الذي قدمه Porter في تقييم وتحليل البيئة الصناعية، و في إطار تحليله للبيئة التنافسية أشار Porter إلى خمس عوامل تعمل مع بعضها البعض كمحدد لنوع و طبيعة و اتجاهات التأثير أو الضغوط على ربحية الشركات في الصناعة المعنية، وعندما تكون قوى وعوامل المنافسة مواتية أي في صالح الشركة فيقل الضغط أو التأثير السلبي على الربحية والعكس بالعكس. ويتمثل نموذج porter فيما يلي²⁹⁶:

- شدة المنافسة في الصناعة؛
- المنافسين المحتمل دخولهم إلى الصناعة (الداخلون الجدد)؛
- شركات في صناعات أخرى تحاول جذب مستهلكين إلى سلعهم البديلة (السلع البديلة)؛
- قوة المساومة عند المشتريين؛
- القوة التي يمارسها موردي المدخلات.

و يمكن تبيان كيفية تأثير عناصر النموذج على المنافسة كما يلي²⁹⁷:

²⁹³ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص60.

²⁹⁴ المرجع السابق، الصفحة نفسها.

²⁹⁵ الميزة التنافسية: تعرف بأنها القدرة على الصمود أمام المنافسين بغرض تحقيق الأهداف من: الربحية، والنمو، والاستقرار، و التوسع و الابتكار و التجديد.

²⁹⁶ عبد النبي محمد أحمد، مرجع سابق، ص 101-102.

²⁹⁷ خليل نبيل مرسى " الميزة التنافسية في مجال الأعمال " الدار الجامعية، الإسكندرية 1996، ص 68-73.

- القطب محي الدين " الخيار الاستراتيجي و أثره في تحقيق الميزة التنافسية" دار الحامد للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2012، ص 96-100.

- حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 62-65.

- **شدة المنافسة في الصناعة:** و هي تمثل محور و مركز القوى التي تساهم في تحديد مدى جاذبية الصناعة، و من بين العوامل المؤثرة في تحديد درجة شدة التنافس نجد: نمو الصناعة، نصيب التكلفة الثابتة إلى إجمالي القيمة المضافة للنشاط، مدى عمق تمييز المنتج، والتمركز والتوازن بين المتنافسين، فإذا كانت صناعة ما تتميز بنمو مرتفع وتكاليف ثابتة بنسبة أقل، و مدى واسع من إمكانيات تمييز المنتج، و درجة عالية من التمركز فإن الاحتمال الأكبر هو توافر فرص ربحية جيدة لمعظم المشاركين في الصناعة والعكس صحيح. و عليه يجب أن تقرر في كل صناعة ما إذا كانت المنافسة بين الشركات في الوقت الحالي منافسة شديدة ومتزايدة أم هادئة ومستقرة وذلك عن طريق مقارنة الأسعار وبعض الأمور الأخرى بمرور الزمن، والأكثر من ذلك أن النمو البطيء يدفع الشركات المتنافسة إلى القتال على حصتهم في السوق ويزيد من المنافسة، كما أن التكاليف الثابتة المرتفعة تحت الشركات على الرغبة في تشغيل كامل طاقتها وبما يؤدي إلى خفض التكلفة وبالتالي السعر و يزيد من قدرتها على المنافسة. وتزيد المنافسة حينما تتنافس عدة شركات من نفس الحجم تقريبا في صناعة معينة كما أنه عند تقدير حجم وعدد الشركات يجب التأكد من أن ذلك يشمل الشركات الأجنبية المنافسة.
- **المنافسين المحتمل دخولهم إلى الصناعة (الداخليون الجدد):** لا يقتصر تحليل الصناعة على تحليل المنافسين الحاليين وكيفية تحقيق ميزة تنافسية، بل الأهم من ذلك هو توجيه الاهتمام إلى الداخلين الجدد المحتملين والذين لا يمكن تجاهلهم. فعلى الرغم من أنه قد يوجد عدد بسيط من المتنافسين في صناعة ما إلا أنه يجب على المحلل أن يحدد احتمالية دخول أي شركة جديدة، وبما يؤدي إلى زيادة المنافسة، و لهذا يجب تحديد العوائق التي تحد من دخول شركات جديدة مثل الأسعار الحالية المنخفضة بالمقارنة مع التكاليف وهو ما يخفض من درجة خطر دخول شركات جديدة. ومن العوائق الأخرى أمام الدخول في الصناعة هو الحاجة إلى استثمار موارد مالية كبيرة للمنافسة بصورة مؤثرة في الصناعة، كما يقلل من عزم الدخلاء الجدد إذا كان نجاح الصناعة يتطلب قنوات توزيع ممتدة والتي قد يصعب توافرها بسبب عقود التوزيع المطلقة، كذلك فإن التكاليف المرتفعة لإنزال المنتجات إلى الأسواق والعلامات التجارية يمكن أن تقلل من دخول شركات جديدة، كذلك يمكن أن تمنع الحكومة دخول شركات جديدة عن طريق فرض متطلبات للحصول على موافقة للدخول إلى الصناعة. وبدون هذه الموانع فإنه يكون من السهل على الشركات الجديدة الدخول في أي صناعة مما يزيد من المنافسة ويخفض معدلات العائد.
- **شركات في صناعات أخرى تحاول جذب مستهلكين إلى سلعهم البديلة:** هناك قوى أخرى محورية تحدد جاذبية الصناعة، إذ توجد شركات أخرى تقدم بدائل تحل محل منتجات أو خدمات الصناعة، أو تقدم بديل لإشباع هذا الطلب. فالضغط الذي تولده المنتجات والخدمات البديلة يضع حدودا للأرباح المحتملة في أي صناعة وذلك بسبب الأسعار المنخفضة لتلك السلع والخدمات، فالشركات التي تحمل البدائل المحتملة قد تجد نفسها خارج الصناعة تنافسيا و في نفس الوقت فإنه ولتعزيز الميزة التنافسية يجب

على الشركات البحث المستمر عن البدائل و اختبارها لتعزيز موقعها أمام المنافسين. و يعتمد تأثير تهديد الإحلال على ربحية الصناعة على عدد من العوامل مثل مدى توافر بدائل قريبة، تكلفة التبديل لمستخدمي السلعة، مدى تشدد منتجي السلع البديلة، و مقايضة السعر و القيمة بين المنتجات الأصلية وبدائلها من السلع. فباعتبار أن لكل منتج أو خدمة بديلا فإنه يجب على المحلل تحديد مدى قرب البديل أو بعده من سعر و وظيفة المنتج القائم، كما لا يمكن تجاهل دور التكنولوجيا والتي تمثل سبب رئيسي لتطوير المنتجات البديلة عبر الزمن.

● **قوة المساومة عند المشتريين:** يتمكن المشترون من التأثير على ربحية الشركات العاملة في صناعة ما من خلال إمكانية عرض أسعار منخفضة أو طلب جودة مرتفعة أو المزيد من الخدمات عن طريق المساومة بين المنافسين، ويكون المشترون في وضع قوي حينما يقومون بشراء كميات كبيرة من مبيعات المورد، وهناك شركات يمكن التغلب عليها و هي التي يكون لها عمل واحد والتي تصنع جزء واحد بكميات كبيرة ، فالمشترون سوف يكونون على دراية أكثر بتكاليف الأجزاء التي تمثل نسبة كبيرة من التكاليف الإجمالية للشركة، أو إذا شعرت الشركة التي تقوم بالشراء بضغط التكاليف من عملائها. كذلك فإن المشتريين الذين يعلمون الكثير عن تكاليف إمداد هذه الصناعة سوف يساومون أكثر، و هو ما يجعل الشركة المشتريية تقوم بإمداد نفسها وتلبية احتياجاتها بنفسها أو تقوم بالشراء من الخارج.

● **قوة المساومة عند الموردين:** يمكن أن يقوم الموردون بتبديل عوائد الصناعة المستقبلية إذا ما قاموا بزيادة الأسعار أو خفض الجودة أو الخدمات التي يقدمونها، و يكون الموردون أكثر قوة إذا وجد القليل منهم، وإذا كانوا أكثر تركيزا مقارنة بالصناعة التي يقومون بالبيع إليها، أو إذا كانوا يقومون بإمداد أجزاء هامة لعدة صناعات والتي يكون لها قليل من البدائل هذا إن وجد لها بديل أصلا. و هنا نجد أن الموردين يتوافر لديهم قدرة كبير من الحرية في تغيير الأسعار والخدمات التي يقدمونها للشركات في هذه الصناعة، ويتاح للموردين أيضا إمكانية تغيير هيكل المنافسة للصناعة عن طريق التكامل الرأسي بين الموردين لكي يدخلوا في إنتاج المنتج النهائي. و يقدم Porter توصيف للعلاقة بين الموردين و الشركة من خلال²⁹⁸:

- إن مدى القوة التي يتصف بها المورد لرفع الأسعار وبالتالي التأثير في أرباح المشتريين يعتمد على مدى بعد المورد عن نموذج المنافسة الحرة في السوق حتى يكون أكثر قدرة على التصرف بالأسعار؛
- إن القوة التي يتصف بها المورد لرفع الأسعار و بالتالي خفض أرباح المشتري تكون أكبر عندما يكون المشتري زبون غير مهم، و تقل إذا كانت هناك مواد بديلة بتكلفة معقولة، و تكون قوة المساومة في حدها الأقصى عندما لا توجد مواد بديلة؛
- أن القوة التي يتصرف بها المورد برفع الأسعار وبالتالي انخفاض أرباح المشتري تقل إذا كانت الشركة التي تشتري تحتكر السوق في إنتاجها.

²⁹⁸ القطب محي الدين " الخيار الاستراتيجي و أثره في تحقيق الميزة التنافسية" مرجع سابق، ص 99-100.

و يمكن للمستثمر أن يقوم بتحليل قوى المنافسة لكي يحدد مدى كثافة المنافسة في الصناعة وتقييم الأرباح الطويلة الأجل. ومن المهم تحديث هذا التحليل للمناخ التنافسي في أي صناعة بمرور الزمن لأن هيكل المنافسة لأي صناعة يمكن أن يتغير بمرور الزمن.

4.2.2 طبيعة المنتج و تكنولوجيا الصناعة

تعد طبيعة المنتج و تكنولوجيا الصناعة من بين أهم الجوانب التي ينبغي أن يعنى بها تحليل الصناعة، وذلك من خلال تحليل العلاقة بين حجم الطلب على المنتج و نصيب المنتج من متوسط دخل الفرد، ذلك أن الصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى الكلي، كما ينبغي أن يمتد التحليل إلى معرفة العلاقة بين التغير في الطلب على المنتج والتغير في دخول المستهلكين لذلك المنتج، وهو ما يطلق عليه بمرونة الطلب. ويمكن للمحلل أيضا أن يمتد بتحليل المنتج إلى محاولة التعرف على ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا. كذلك تحدد طبيعة المنتج المستوى التكنولوجي و ما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو تعتمد أكثر على الآلات²⁹⁹.

5.2.2 تأثير الحكومة

و يقصد به مدى التدخل في شؤون الصناعة و قدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية مستمرة تسهم في النهوض بالصناعة، فالأنظمة تختلف من دولة إلى أخرى، فإذا كانت الشركة تعمل في دولة ذات إجراءات صارمة فإن الشركة تحقق في كثير من الأحيان عائد أقل على الأصول و حقوق الملكية و ينتج عن ذلك ربحية أقل لكل سهم وأسعار أسهم منخفضة، وأي تحسن في المناخ التنظيمي للشركة قد يزيد من سعر السهم لأن المستثمرين يتوقعون أرباح و عوائد أعلى للأسهم.

6.2.2 التحولات الاجتماعية

تؤثر المتغيرات الاجتماعية على الاقتصاد والصناعات القائمة فيه وذلك من خلال التغيرات التي تطرأ على التركيبة السكانية وأسلوب المعيشة والقيم الاجتماعية، فهذه التغيرات يمكن أن تؤثر على أنواع الصناعات والمنتجات واستراتيجيات الشركات بغض النظر عن النمو الاقتصادي. ولذلك يهتم المحللون الماليون بـ³⁰⁰:

- الإحصاءات السكانية والاتجاهات السكانية المختلفة لكل الأعمار وتحديد تأثيراتها المحتملة على الصناعات والشركات المختلفة؛
- أسلوب المعيشة أي كيفية قيام أفراد المجتمع بالعيش والعمل وتكوين الأسرة والاستهلاك والتمتع بالخدمات الترفيهية والتعليم والأذواق و كثافة السكان؛
- تحليل القيم الاجتماعية والدينية و الأخلاقيات السائدة في المجتمع وكذلك الوعي البيئي والحقوق المدنية، ودور المرأة لأن لهذه الأمور تأثيرات مختلفة على الصناعة.

²⁹⁹ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 172-173.

³⁰⁰ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 65.

7.2.2 العلاقة بين أسعار الأسهم و الأرباح

من بين العوامل التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم نجد الأرباح (توزيعات الأرباح) فإذا ما حققت شركاً ما أرباحاً وتقرر توزيعها فإن ذلك سيؤثر إيجاباً على أسعار الأسهم بحيث أهما ترتفع في حين أن عدم توزيع الأرباح وخاصة إذا كان ذلك بسبب ضعف الشركة وعدم تحقيقها أرباح تؤدي إلى التأثير سلباً على أسعار الأسهم بحيث أهما تنخفض. فقد توصل Beaver إلى أن الإعلان عن توزيعات الأرباح يؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية³⁰¹. و لذلك يجب على المستثمر معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة، فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية للشركة فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً، و العكس إذا كان سعر السهم أقل من المستوى الذي ينبغي أن يكون عليه و ذلك في ضوء الأرباح المتوقع تحقيقها. و عليه فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الأسهم و خاصة على قيمتها السوقية، حيث أن بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من التوزيعات في حين لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات أرباح ويفضلون احتجازها وإعادة استثمارها في الشركة ذاتها، فلو انتهجت الشركة سياسة احتجاز الجزء الأكبر من الأرباح فإن المستثمرين الذين يفضلون توزيع الجزء الأكبر سوف يتوجهون إلى بيع أسهمهم من جهة، و من جهة أخرى فإن انتهاج الشركة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استيلاء دخول لا يرغبون بها، إلى جانب اضطرابهم للقيام بعملية إعادة الاستثمار لهذه الأموال، أي أن المساهمين الراغبين في توزيعات أرباح عالية سيشترون أسهما لشركات تقوم بتوزيعات أكبر في حين سيشتري المساهمين ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهما في الشركات من النوع الثاني وتؤثر الحالتين السابقتين على أسعار الأسهم بالارتفاع أو الانخفاض³⁰².

3.2 أدوات تحليل الصناعة

من أكثر أدوات تحليل ظروف الصناعة شيوعاً نجد تحليل دورة حياة الصناعة و التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة .

1.3.2 دورة حياة الصناعة

ويقصد بها دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، ويستهدف المحلل من دورة حياة الصناعة تحديد المرحلة التي تنتمي لها كل صناعة. وتمثل المراحل الأساسية في دورة حياة الصناعة في المراحل التالية³⁰³:

- **مرحلة الظهور:** أي ظهور صناعة جديدة، وفي هذه المرحلة تكون المبيعات عند حدها الأدنى إما بسبب عدم التأكد بشأن المنتج أو بانتظار إدخال المزيد من التحسينات عليه، كما تتضاعف جهود البحث والتطوير في هذه المرحلة بهدف تحسين المنتج والإكثار من الحملات الإعلانية للتعريف بالمنتج الجديد.

³⁰¹ المخيزيم عبد الرحمان " دور المدقق في التحقق من ممارسات و نتائج المحاسبة الإبداعية" ديوان المحاسبة، الكويت 2008، ص 17.

³⁰² الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات" دار حامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 70-71.

³⁰³ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 175-180.

- **مرحلة النمو السريع:** وفيها تظهر نماذج مختلفة من المنتج ويزيد حجم المبيعات وبالتالي تتراد مع الأرباح، غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تكوين المزيد من الاستثمارات وأيضاً لتمويل البيع الآجل، كما يميل الاتجاه في هذه المرحلة نحو الاقتراض لتدعيم الموارد الذاتية لمواجهة النقص في السيولة، و قرب نهاية هذه المرحلة تدخل منشآت جديدة فيزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، و يبدأ معدل نمو المبيعات في الانخفاض نتيجة لتشجيع نسي للسوق بل وقد تجد بعض الشركات صعوبة في الاستمرار.

- **مرحلة النضوج:** وتمثل نهاية سنوات النمو السريع في حجم مبيعات الصناعة، وفي هذه المرحلة يكون السوق قد تشبع تماماً ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل الكلي، ويصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة مثل تغير ايجابي في أذواق المستهلكين، أو نجاح الصناعة في الدخول إلى أسواق جديدة. ومن سمات هذه المرحلة أيضاً اشتداد المنافسة السعرية مما يؤدي إلى انخفاض في هامش الربح وإن ظل حجم الأرباح ذاته في النمو، ولكن بمعدل أقل مما كان عليه في المرحلة السابقة. وتوفر الصناعة في تلك المرحلة قدراً لا بأس به من السيولة يستخدم في إجراء توزيعات نقدية أو في سداد القروض التي سبق أن حصلت عليها الصناعة في مرحلة النمو السريع.

- **مرحلة الاستقرار أو الأفول (التراجع):** تختلف سمات المرحلة الأخيرة من صناعة إلى أخرى فقد تتسم تلك المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة دون أن تبدو على الصناعة مظاهر الأفول، أما الأرباح فتحقق قدراً من النمو لا يتجاوز معدل التضخم، غير أن الموقف قد يختلف في صناعات أخرى إذ قد تعرف تدهوراً في عدد الوحدات المباعة وذلك إذا ما تعرض المنتج للتقادم نتيجة لظهور منتجات بديلة، وفي هذه المرحلة تتضاءل فرص الاستثمار المتاحة ويتوافر للصناعة قدر كبير من الموارد السائلة، أما بقاء الصناعة واستمرارها فيكون مرهوناً بتوزيع خطوط إنتاجها وذلك بإدخال منتجات جديدة.

فدراسة و تحليل دورة حياة الصناعة يجب على المستثمر توخي الحذر في قرار الاستثمار في صناعة لازالت في مرحلة الظهور نظراً للمخاطر الكبيرة التي ينطوي عليها هذا الاستثمار. أما الاستثمار في مرحلة النمو السريع يعد قراراً جيداً في أحوال كثيرة إلا أنه على المستثمر توخي الحذر و ذلك لأن أسعار أسهمها يكون مبالغاً فيها، و ذلك رغم العائد العالي الذي قد يحصل عليه، ويكون أفضل للمستثمر قليل الخبرة أن يقتصر استثماره على الصناعات التي وصلت مرحلة النضوج أو الاستقرار رغم تميز عائداها بدرجة أقل من النمو.

2.3.2 التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة

يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع)، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ نجد تحليل الانحدار المتعدد الذي يقتضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (المتغير التابع) و العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة).

المبحث الثالث: تحليل ظروف الشركة

يهدف المستثمر من خلال تحليل ظروف الشركة إلى تحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على المنافسة مع الشركات المنتجة في القطاع عينه لاختيار الشركة الأبرز في كل قطاع، وهذا بدوره يمكن المستثمر من التعرف على أي المتغيرات الايجابية أو السلبية التي قد تطرأ على الشركة فتؤثر في أسهمها صعودا أو هبوطا أو استقرارا. إن الهدف من تحليل ظروف الشركة هو تحديد سعر السهم العادل (الحقيقي) الذي ينبغي أن يباع به السهم و هو ما يهتم به المستثمرون في الأجل الطويل. كما يهدف هذا النوع من التحليل إلى تحقيق الآتي³⁰⁴:

- تحديد القدرة الايرادية للشركة و معرفة العائد على الاستثمار فيها؛
 - تقييم هيكل رأسمال الشركة، و كذا مديونيتها في المدى القصير و الطويل؛
 - تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة ومعدلات النمو المتوقعة لأنشطتها؛
 - تقدير التدفقات النقدية المستقبلية و التنبؤ بالعسر المالي للشركة أو تعثرها في المستقبل.
- ويعتبر التحليل المالي للقوائم المالية واستخراج النسب المالية من أهم الأدوات المستعملة لتحقيق الأهداف السابقة الذكر.

1.3 القوائم المالية

تمثل القوائم المالية المصدر الرئيسي للمعلومات المالية التي توفر للجهات الخارجية التي تهتم بأعمال الشركة، وتلخص عمليات الشركة عن فترة زمنية محددة و تظهر المركز المالي لها في وقت إعدادها، كما توضح نتائج الأعمال التي أدت إلى الوصول إلى هذا المركز المالي³⁰⁵. و تهدف القوائم المالية إلى المساعدة في تقييم نواحي القوة المالية للشركة وتحديد ربحيتها وتحديد التوقعات المستقبلية لها. و تلخص القوائم المالية في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية)، وقائمة الدخل (جدول حسابات النتائج)، وقائمة التغيرات في حقوق الملكية، و أخيرا قائمة التدفقات النقدية. وتنتج هذه القوائم المالية من أنشطة التمويل والاستثمار و التشغيل، وتستخدم كأساس في تحديد مدى نجاح إستراتيجية الشركة.

1.1.3 قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) Balance Sheet

هي عبارة عن مستند محاسبي يعطي نظرة شاملة عن ممتلكات الشركة في لحظة زمنية معينة³⁰⁶، أي أنها تظهر المصادر والاستخدامات للشركة، فهي تشرح التوازن المالي وتسمح بدراسة التغيرات التي تحدث على ممتلكات الشركة وكذا وضعيتها المالية³⁰⁷.

³⁰⁴ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 235.

³⁰⁵ محمد محمود عبد ربه محمد " طريق إلى البورصة : مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية مصر، بدون سنة نشر، ص ص 132-133.

³⁰⁶ Jonathan Berk /Peter Demarzo et al « Finance d'entreprise » pearson éducation France 2008, p 37

³⁰⁷ Peyrard Josette « Analyse financière » 7^{ème} édition ,p 67.

و تبرز الميزانية حالة الأصول والخصوم وكذا حقوق الملكية للشركة، إذ تتضمن الأصول المصادر المستعملة من قبل الشركة، أما جهة الخصوم فتتضمن التزاماتها وحقوق الملكية³⁰⁸. وتبين الأصول نتائج قرارات الاستثمار السابقة بينما تبين الخصوم حق الملكية نتائج قرارات التمويل السابقة، وقد استمدت الميزانية اسمها من حقيقة أن جانبيها دائما متساويان حيث أن الأصول تساوي مجموع كل من الخصوم و حق الملكية.

و قد يستخدم اصطلاح الميزانية أو قائمة المركز المالي لأداء وظائف محاسبية متعددة أو لتحقيق أهداف مختلفة حيث يمكن استخدام عدة أنواع طبقا للظروف و الغايات التي توضع من أجلها على النحو التالي³⁰⁹:

- ✓ قد يتم إعداد قائمة المركز المالي في بداية تأسيس المشروع وهي ما يعرف بالميزانية الافتتاحية حيث تظهر الأموال الموضوعة تحت تصرف الشركة عند تأسيسها و الأوجه التي استخدمت فيها.
- ✓ و قد يتم استخدام اصطلاح الميزانية السنوية للإشارة إلى نهاية السنة المالية باعتبار أن الدورة المالية أو المحاسبية للشركة هي سنة كاملة.
- ✓ وقد يتم إعداد ميزانية مرحلية دورية و هي ميزانية ربع سنوية (كل ثلاثة أشهر) يتم إعدادها عن طريق الشركات المسجلة بالبورصة طبقا لأحكام قانون سوق المال.
- ✓ ميزانية الدمج أو البيع أو التنازل و هي تلك التي يتم إعدادها في ظل ظروف معينة مثل الاندماج أو البيع، وحيث يتم تقييم الأصول بسعر البيع في تاريخ الميزانية.
- ✓ ميزانية التصفية و هي تلك التي يتم إعدادها عند تصفية الشركة و وفقا لظروف وأوضاع محددة.

و تعتبر الميزانية العمومية القائمة الرئيسية ضمن القوائم المالية لما تشكله من توضيح للصورة التي يكون عليها نشاط الشركة بكل أقسامها وفروعها خلال فترة محددة، وتختلف بنودها حسب الأنشطة المختلفة ومتطلباتها، كما هناك معيار متعارف عليه لتصنيف وتبويب الحسابات الظاهرة في الميزانية بالرغم من اختلاف التسميات والتقسيمات وحسب درجة سيولتها تبدأ في الجانب الأيمن بالأصول النقدية ثم الأقل سيولة إلى أن ينتهي بالأصول الثابتة، أما الجانب الأيسر من الميزانية فيبدأ بالخصوم سريعة السداد فالتالي تليها (حسب درجة الاستحقاق) وهكذا تنتهي بحقوق المساهمين كرأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة³¹⁰.

و لقياس المركز المالي للمنشأة أهمية خاصة لدى جميع الفئات ذات العلاقة بها، فحملة الأسهم والمالكون حريصون على معرفة صافي حقوقهم في المنشأة، ويدرك المقرضون والدائنون أن قدرة المنشأة على الاستمرار وبالتالي قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاههم تكون مرهونة بمدى قوة أو ضعف مركزها المالي، وترتبط القوة أو الضعف بمصادر تمويل المنشأة فكلما انخفضت نسبة الديون في هيكل التمويل تكون نسبة الرفع

³⁰⁸ Gitman Lawrence et AL « Investissement et marchés financiers » op.cit. p 300.

³⁰⁹ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 213-214.

³¹⁰ النعيمي عدنان تايه / مهدي سعدون / سلام أسامة عزمي / موسى شقيري نوري " الإدارة المالية: النظرية و التطبيق " دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007، ص71.

المالي منخفضة فتزداد ملاءة المنشأة و تزداد قوة مركزها المالي والعكس بالعكس. وفيما يلي تعريف موجز لمحتويات الميزانية.

1.1.1.3 الأصول (الموجودات) Assets

تعرف الأصول على أنها منافع اقتصادية من المتوقع الحصول عليها مستقبلاً فهي مملوكة للشركة أو خاضعة لسيطرتها، و تكمن أهميتها في كونها سائلة (نقدية) في بعض بنودها وقابلة للتحويل السريع أو البطيء إلى نقدية في المستقبل القريب أو البعيد، كما أنها تقوم بتحقيق الإيرادات المستقبلية للشركة. وتعتبر الأصول في مجموعها عن استخدامات الأموال في الشركة، فهي تحدد القرارات الاستثمارية قصيرة الأجل من خلال بعض بنودها وكذلك القرارات الاستثمارية طويلة الأجل من خلال بنودها الأخرى، و تنقسم بشكل رئيسي إلى أصول متداولة و أصول ثابتة³¹¹.

- **الأصول المتداولة Current Assets** : و تتضمن مجموع الأصول غير المخصصة للبقاء بصفة دائمة في المؤسسة³¹²، إذ تعبر عن أوجه الاستثمار القصيرة الأجل، وتتمثل في النقدية والأصول الأخرى التي يتوقع تحويلها إلى نقدية خلال دورة التشغيل³¹³ أو خلال السنة المالية³¹⁴. إذن فتلك الأصول تستهدف الشركة من وراء اقتنائها تحقيق أرباح (أو خسائر). وتتمثل أهم عناصر الأصول المتداولة في³¹⁵:
 - **النقدية**: وهي أكثر الأصول سيولة و تتضمن النقدية وما في حكمها كالنقدية بالصندوق، وأرصدة الحسابات الجارية بالبنوك والمتاحة للشركة لاستخدامها في دورة التشغيل، وبذلك تستبعد من حسابات النقدية قيمة الودائع في حسابات الادخار المحددة الأجل وشهادات الاستثمار التي لا يمكن صرفها أو تصفيتها خلال السنة المالية على أن يتم تبويبها ضمن الاستثمارات طويلة الأجل.
 - **الاستثمارات قصيرة الأجل**: وهي عبارة عن الاستثمارات المؤقتة في أسهم وسندات لشركات أخرى ستقوم الشركة بتصفيتها أو تحويلها لنقدية خلال العام المالي التالي أو دورة التشغيل.
 - **حسابات المدينين**: تتضمن كافة الحسابات المدينة التي يتم تحصيلها خلال سنة مالية مثال ذلك العملاء وأوراق القبض³¹⁶ والحسابات المدينة غير التجارية، ويجب عند تقويم تلك الأصول عمل مخصصات

³¹¹ العبيمي عدنان تايه و آخرون، مرجع سابق، ص 73.

³¹² Josette Peyrard ,op , cit, p 71.

³¹³ يقصد بفترة التشغيل عادة متوسط الفترة الزمنية بين عملية شراء السلع والمواد الخام اللازمة للتصنيع و عملية الإنتاج، و بين عملية البيع و تحصيل قيمة المبيعات نقداً.

³¹⁴ هادي رضا الصفار " مبادئ المحاسبة المالية: القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية" الجزء الثاني دار الثقافة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 77

³¹⁵ العداسي أحمد محمد " التحليل المالي للقوائم المالية وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية" الإصدار العلمي، عمان، الطبعة الأولى 2011، ص ص 32-34.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 236-237 .

- محمد مبروك أبو زيد، مرجع سابق، ص ص 63-65.

- Josette Peyrard ,op , cit, p 71-72 .

³¹⁶ أوراق القبض (الأوراق التجارية): تمثل المبالغ التي تكون فيها الشركة دائنة لعملائها نتيجة شرائهم منتجات الشركة بنظام الائتمان ولكنهم لم يسددوا قيمة تلك المنتجات .

احتياطية لمقابلة احتمالات عدم تحصيل جزء من تلك الحسابات المدينة عن طريق تكوين محصص ديون مشكوك في تحصيلها، لذا يستحسن أن يطلع المحلل على كشف مدد (أزمته) الديون وأن يدرس الأسس التي اعتمدت عليها الإدارة في عمل المحصص للديون المشكوك فيها، و فترة الائتمان الممنوحة للعملاء ومراكزهم المالية، و كذلك على المحلل التأكد من أن مواعيد استحقاق الأوراق المالية لم تكن بعد وكذلك التأكد من عدم وجود أي قيود على التصرف في أوراق القبض.

- **المخزون:** ويتمثل في البضاعة المتبقية في نهاية المدة ويتم تقييمه بالتكلفة الفعلية أو صافي القيمة القابلة أيهما أقل، وتحدد التكلفة وفقا لطرق وتقييم المخزون المسموح بها حسب المعايير المحاسبية الدولية بالنسبة للجهات التي تلتزم إتباع هذه المعايير، وتمثل هذه الطرق في كل من طريقة الوارد أولا صادر أولا FIFO³¹⁷ أو طريقة المتوسط المرجح أما طريقة الوارد أخيرا صادر أولا LIFO³¹⁸ فقد تم إلغاؤها وفقا للتعديلات التي جرت على معيار المحاسبة الدولي رقم 2 بعد عام 2003 إذ لم يعد المعيار يسمح باستخدام هذه الطريقة و لكنها لا تزال تستعمل لدى الدول التي لها معايير محلية خاصة بها. ويتضمن المخزون المستخدم في نشاط الشركات ما يلي: المواد الخام المستخدمة في المنتج، والمواد تحت التشغيل، ومنتجات نصف مصنعة وتامة الصنع. هذا عن رصيد المخزون السلعي للشركات الصناعية، أما بالنسبة للشركات التجارية فيتمثل في رصيد واحد وهو البضاعة الجاهزة للبيع.

● **الأصول الثابتة Fixed Assets:** وتتضمن كافة الأصول الضرورية لنشاط الشركة والتي لا تستهلك خلال دورة التشغيل العادية فهي أصول دائمة ذات قيمة اقتصادية ولا تتحول إلى نقدية بسرعة، إذ يستغرق استهلاكها واستخدامها أكثر من فترة محاسبية واحدة، وتعتبر الأصول الثابتة على الجانب الأساسي لممتلكات الشركة والتي على أساسها تعتمد التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات والأرباح)³¹⁹. ويتم تقسيم الأصول الطويلة الأجل لأغراض متطلبات التحليل المالي إلى خمسة مجموعات هي³²⁰:

- **الأصول الثابتة المادية (الملموسة):** وهي التي لها قيمة ذاتية وتتميز بأنها أصول فعالة تستخدم في عمليات النشاط ولا يتم اقتناؤها بغرض الاستثمار أو إعادة البيع، كما أنها بنود ذات أعمار طويلة نجد منها:

³¹⁷ ما يرد أولا يصرف أولا: (FIFO) First in First out تفترض هذه الطريقة بأن البضاعة المشتراة في وقت مبكر تباع أولا، و فرض طريقة FIFO يعتبر الأكثر تقاربا مع التدفق المادي الفعلي للسلع بسبب أن ذلك يعتبر الأسلوب المعتاد في تطبيقات الأعمال ببيع السلع الواردة أولا. واستنادا إلى طريقة FIFO فإن تكلفة السلع المشتراة أولا يعترف بها أولا في كلفة البضاعة المباعة.

³¹⁸ LIFO ما يرد آخرأ يصرف أولا Last in First out تفترض هذه الطريقة بأن البضاعة المشتراة حديثا تباع في الأول أي أن البضاعة الحديثة لها الأسبقية في البيع، وهذه الطريقة نادرا ما تتفق مع التدفق المادي الفعلي للمخزون. فقط تلك البضاعة الخاضعة إلى احتمال الضرر و التلف قد تطابق طريقة LIFO في التدفق الفعلي للمخزون، و بموجب هذه الطريقة فإن كلفة مشتريات البضاعة الحديثة تكون لها الأسبقية بالاعتراف في كلفة البضاعة المباعة.

³¹⁹ Jonathan Berk /Peter Demarzo et al.op. cit. p 38.

- الشنطي أمين/ شقر عامر " مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي" دار البداية للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2007، ص 130.

³²⁰ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 240-242.

- أبو زيد محمد مبروك، مرجع سابق، ص 67.

- مطر محمد/ السويطي موسى، مرجع سابق، ص 243.

- الآلات، الأراضي، المباني، الأثاث، المعدات...، وعادة ما تخضع جميع تلك الأصول الملموسة للاهلاك ما عدا الأراضي.
- **الأصول الثابتة غير الملموسة (غير المادية):** وتتمثل في أصول غير نقدية ليس لها جوهر مادي ملموس وإنما تركز قيمتها على الفائدة التي تجنيها الشركة من امتلاكها أو الحقوق التي تضيفها حيازتها، فهي نفقات تدفعها الشركة دون أن تحصل مقابلها على مقابل مادي ملموس، وإنما على حق أو رخصة أو ميزة تجارية، ومن أمثلتها الرسوم و النماذج وحقوق الامتياز، وشهرة المحل. وبعض تلك الأصول له عمر محدد بطبيعته أو بحكم القانون أو الاتفاق كحقوق الامتياز أو الاختراع، وهناك البعض الآخر الذي ليس له عمر محدد كالشهرة والعلامة التجارية.
 - **النفقات المؤجلة أو مصاريف التأسيس:** تشير إلى النفقات التي تدفعها الشركة عند تأسيسها أو في حالات التوسع في المستقبل، فهي مصروفات تم إنفاقها ولكن تأجلت للمستقبل، حيث يتوقع منها الفائدة الاقتصادية. وسبب إدراج تلك النفقات في طرف الأصول بالميزانية يعود إلى أن المبلغ المرتفع الذي يتم إنفاقه في مرحلة الإنشاء أو التوسع يشكل عبئا لا يجوز تحميله لدورة مالية واحدة من جهة، ومن جهة أخرى فإن الفائدة التي تجنيها الشركة من تلك النفقات تستمر لعدة دورات مقبلة ومنها: نفقات الشهرة والتسجيل، نفقات الاكتاب، نفقات الحملات الإعلانية، وتكاليف البحوث والتطوير.
 - **الاستثمارات طويلة الأجل:** و تتضمن الأسهم والسندات طويلة الأجل المملوكة للمنشآت الأخرى والشركات التابعة، وهي تشير إلى حيازة أصول ثابتة ليس لغرض استخدامها وإنما بهدف تحقيق مكاسب عرضية عندما يتم بيعها مستقبلا. والغرض من الاستثمارات طويلة الأجل قد يكون الحصول على عوائد ثابتة أو لتحقيق قيمة من هذه الاستثمارات في وقت لاحق و استخدامها في شراء أصول جديدة أو لتسديد قروض طويلة الأجل.
 - **أصول أخرى طويلة الأجل:** وهي التي لا تدخل ضمن أي من المجموعات السابقة حيث تتضمن عدة عناصر و إن كانت لا تدخل في مجموعات الأموال الثابتة السابقة فإن لها صفة الأصول الثابتة نظرا لأنها تبقى مجمدة في الشركة لفترة طويلة نسبيا، بحيث لا يمكن إدخالها ضمن الأصول المتداولة ومن أمثلتها المشاريع تحت التنفيذ تبقى في هذا البند حتى تصبح جاهزة للتشغيل ويتم تحويلها إلى الأصول الثابتة، وكذا المخزون الثابت (الحد الأدنى من المخزون الذي ترى الإدارة ضرورة الاحتفاظ به بشكل متميز).

2.1.1.3 الخصوم Liabilities

تمثل الخصوم المبالغ التي تلتزم الشركة بتسديدها مستقبلا مثل سداد المبالغ التي سبق وإن اقترضتها أو لدفع قيمة السلع والخدمات التي حصلت عليها للوفاء بالتزاماتها، وتمثل خصوم الشركة في جوهرها المطلوبات تجاه أصولها. و يمكن تقسيم الخصوم أو الالتزامات المستحقة على الشركة إلى فئتين هما: الخصوم القصيرة الأجل والخصوم طويلة الأجل، ويجب الانتباه إلى ضرورة البحث في مفردات الخصوم طويلة الأجل لمعرفة

المدة المتبقية على استحقاق كل جزء، و عندما تكون هناك بعض الديون التي لم يبق على استحقاقها أكثر من عام يجب تزييلها من الخصوم طويلة الأجل و إضافتها إلى الخصوم قصيرة الأجل لأغراض التحليل المالي³²¹.

- **الخصوم قصيرة الأجل:** و هي عبارة عن التزامات مستحقة على الشركة واجبة السداد خلال فترة زمنية قصيرة غالباً ما تكون خلال الفترة التشغيلية الواحدة³²²، و عادة ما تتضمن ما يلي³²³:
 - **الدائنين:** و تتضمن موردي السلع والمواد الأولية والخدمات وكذلك المصروفات المستحقة وغير المسددة بواسطة الشركة في نهاية العام عن المرتبات والأجور والفوائد على المبالغ المقترضة أو الأتعاب القانونية أو المحاسبية و أقساط التأمين و البنود المتماثلة.
 - **القروض أو الذمم الدائنة:** و هو ما على المنشأة من التزامات تجاه الغير نتيجة لحصولها على البضائع بأجل أو حصولها على الخدمات بأجل أو حصولها على قروض من بنك. فالجزء المتداول هو الجزء الذي يكون مستحق السداد خلال العام المقبل، ويتم توييب المبلغ الباقي كالتزام طويل الأجل.
 - **خصوم متداولة أخرى:** تتمثل في الإيرادات المقدمة باعتبارها أموال قبضت قبل موعدها وكان يجب أن تدخل في إيرادات الدورة القادمة وكذلك نتيجة الفترة الراجعة، وإذا ما تقرر توزيع تلك الأرباح بحيث يتقرر المبلغ الذي سيضاف إلى الاحتياطات أو الذي سيوزع على المساهمين، وفي حالة وجود جزء معد للتوزيع و سيسدد خلال فترة قصيرة الأجل فسوف يعد التزاماً و يضاف للخصوم الأخرى قصيرة الأجل.
- **الخصوم طويلة الأجل:** و هي الديون التي يستحق سدادها خلال فترة زمنية تزيد عن عام مالي واحد مثل السندات و أوراق الدفع الطويلة الأجل مع الأخذ في الاعتبار أنه يجب استبعاد قيمة الأقساط المستحقة سنوياً لسداد تلك الديون من عناصر الخصوم طويلة الأجل حيث أنها ستتطلب أصول متداولة للوفاء و لذلك يتم إدراج تلك الأقساط ضمن الخصوم المتداولة.

3.1.1.3 حقوق الملكية Owners Equity

و تتمثل في الفرق بين إجمالي الأصول و الخصوم للشركة و تنقسم إلى قسمين هما رأس مال المساهمين- و الذي يتضمن الأسهم العادية و الأسهم الممتازة- والأرباح المحتجزة و التي تتمثل في تراكم الأرباح التي لم يتم توزيعها³²⁴. و بصفة عامة تتكون مجموعة حقوق المساهمين في الميزانية العمومية من أسهم رأس المال و علاوة الإصدار و الأرباح المحتجزة و هي تمثل الحقوق المتبقية في الأصول بعد طرح قيمة الخصوم و تتكون حقوق المساهمين من رأس المال و الاحتياطات و الأرباح المحتجزة و نوجزها كما يلي³²⁵:

³²¹ حماد طارق عبد العال "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2005، ص 131.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 245.

³²² عدنان تائه الشعبي و آخرون، مرجع سابق، ص 74.

³²³ مؤيد راضي خنفر / المطارنة غسان فلاح "تحليل القوائم المالية: مدخل نظري تطبيقي" دار الميسرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى 2006، ص 46.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 245-246.

³²⁴ Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4ème edition p 53.

³²⁵ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 248-250.

أ. رأس المال: يعبر رأس المال عن مجموع الأموال الموضوعة تحت تصرف الشركة بشكل دائم من قبل الملاك أو المساهمين في شكل مساهمات عينية أو نقدية عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها. ويمكن تقسيم حقوق المساهمين إلى مصدرين رئيسيين هما:

- رأس المال المدفوع: وهو عبارة عن إجمالي المبالغ المقدمة من المساهمين للاستثمار في الشركة و مقابل الأسهم التي أصدرتها الشركة.
- رأس المال المكتتب: و هو عبارة عن الزيادة التي طرأت على حقوق المساهمين نتيجة تحقيق أرباح وتمثل قيمة الأرباح المحجوزة.

ب. الاحتياطات و الأرباح المحتجزة: تعبر الاحتياطات عن الجزء من الأرباح المحتجزة لمقابلة سياسة إدارية معينة مثال ذلك تكوين احتياطي استهلاك سندات أو احتياطي توسيعات أو احتياطي استبدال أصول. وقد تكون احتياطات لمقابلة خسائر متوقعة، ولكن لا يمكن التنبؤ بها على وجه التحديد (مثلا احتياطي هبوط المستوى العام للأسعار)، واحتياطات عامة لتدعيم المركز المالي للشركة وزيادة الضمان العام للدائنين (مثل ذلك الاحتياطي القانوني)، أما الأرباح المحتجزة فهي تمثل الأرباح المجمعة للشركة منذ بدايتها مخصصا منها توزيعات الأسهم المعلن عنها والمسددة و التحويلات من وإلى الاحتياطات.

2.1.3 قائمة الدخل Income Statement (جدول حسابات النتائج)

و هي عبارة عن تقرير مالي يقيس أداء المشروع عن فترة معينة و يشار إلى هذه القائمة بقائمة الأرباح والخسائر، فهي تبرز الأرباح التي حققتها الشركة من جراء استغلال الموارد المتاحة، و تتمثل نتيجة هذه القائمة في الدخل الصافي خلال الفترة، وعادة ما يهتم المستخدمون بتلك القائمة للحكم على ربحية الشركة. وتقدم قائمة الدخل للمستثمرين والمقرضين والدائنين وفتات أخرى معلومات عن الربحية و قيمة الاستثمار والكفاءة الائتمانية مما يساعدهم في اتخاذ القرارات المتعلقة بما يلي³²⁶:

- تقييم أداء الشركة الماضي والتمكين من المقارنة بأداء الفترات الأخرى لنفس المنشأة أو مقارنة هذا الأداء مع ما حققته الشركات المنافسة؛
- توفير مؤشرات مالية تمكن من التنبؤ بالأداء و الربحية المستقبلية للمنشآت؛
- المساعدة في تقييم المخاطر و عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

1.2.1.3 عرض قائمة الدخل طبقا لأغراض التحليل المالي

إن تصوير قائمة الدخل يتعين أن يراعى فيه تقييم المصروفات على أساس وظيفي و تقييم الإيرادات حسب مصادره، كما يجب تحديد نتائج الأعمال من ربح أو خسارة بحيث يتم الفصل في الأنشطة لتحديد الربح العادي الناتج عن نشاط الشركة الرئيسي والربح غير العادي الذي يتحدد من الأنشطة غير المتكررة.

³²⁶مطر محمد / السويطي موسى، مرجع سابق، ص 217.

وتتمثل عناصر قائمة الدخل فيما يلي³²⁷:

● **مجمّل الربح (الإيرادات):** ويعبر بمجمّل الربح عن الهامش الذي تزيد به إيرادات المبيعات عن تكلفتها ويؤثر على كمية المبيعات والسعر وتشكيلة المبيعات، و يتعين على المحلل المالي أن يتحرى و يوضح بشكل منفصل أسباب التغير في مجمّل الربح بين عدة فترات زمنية أو بين الشركات المماثلة. و تظهر عناصر مجمّل الربح في البنود التالية:

- **صافي المبيعات:** يعبر صافي المبيعات عن إجمالي المبيعات مطروحا منها مردودات المبيعات ومسموحاتها حيث أن ذلك يفصح عن نسبة المردودات إلى إجمالي المبيعات واتجاهاتها على عدة فترات. وتمثل قيم المبيعات الإيرادات الرئيسية لنشاط الشركة وإذا ما تعددت السلع والخدمات التي تزاولها الشركة يتعين تقسيم تلك المنتجات إلى مجموعات متجانسة بحيث تظهر كل مجموعة مستقلة. ولأغراض التحليل المالي يتم تقويم المبيعات والإيرادات بسعر البيع الفعلي بعد استبعاد الخصم التجاري، أما الخصم النقدي أي الخصم المسموح به الذي يمنح بغرض تحفيز العملاء على سداد الديون المستحقة عليهم بسرعة فهو عبء تمويلي لذلك يفضل ظهوره ضمن المصروفات التمويلية بقائمة الدخل.

- **تكلفة المبيعات:** في ظل الشركة التجارية تعبر تكلفة المبيعات عن ناتج طرح بضاعة آخر المدة من ناتج جمع بضاعة أول المدة وصافي تكلفة المشتريات في حين يتمثل في ظل الشركة الصناعية في ناتج رصيد أول المدة من المواد الخام والإنتاج تحت التشغيل والبضاعة التامة الصنع مضافة إلى صافي المشتريات من المواد الخام والأجور الصناعية المباشرة و المصروفات الصناعية المباشرة و مصروفات صناعية غير مباشرة مطروحا منها رصيد آخر المدة للمواد الخام و الإنتاج تحت التشغيل و البضاعة التامة الصنع. وتظهر المشتريات محملة بجميع المصاريف التي تتحملها الشركة حتى وصولها إلى مخازنها، ويتعين طرح المردودات كعنصر مستقل من إجمالي المشتريات، أما الإنتاج تحت التشغيل فيتم تقييمه بتكلفة الصنع إذا كان قد أتم في مرحلة معينة، أما إذا كان ما يزال خلال مرحلة صناعية معينة فيتم تقييمه على أساس تكلفة الصنع للمراحل السابقة مضافا إليها الأجور و المصاريف الصناعية المباشرة التي أنفقت خلال المرحلة الأخيرة غير التامة. أما في ظل الشركة الخدمية فتعبر تكلفة النشاط عن جميع التكاليف المباشرة المرتبطة بالخدمات المؤداة للغير.

● **صافي الربح من النشاط التشغيلي:** و يمثل صافي الربح المحقق من النشاط العادي بعد أن يتم خصم كافة المصاريف المرتبطة بنشاط الشركة العادي من مجمّل الربح، وعلى ذلك يمثل ذلك المتغير مدى نجاح الإدارة في تنفيذ سياساتها في تحقيق الأهداف المخططة، كما يعتبر ذلك الرقم من أكثر المؤشرات أهمية وفعالية في

³²⁷ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 272-276.

- أبو زيد محمد مبروك، مرجع سابق، ص 86.

- مؤيد راضي خنفر / المطارنة غسان فلاح، مرجع سابق، ص 31.

مجال تقييم الشركة ككل. وتتضمن تلك المصاريف مجموعتين أولها: مصاريف البيع والتوزيع وتتضمن جميع المصاريف بشكل مباشر مثل أجور العاملين وعمولات البيع والتوزيع ومصاريف التسويق بالإضافة إلى مخصصات إهلاك الآلات المستخدمة في إدارة البيع والأعباء المترتبة على قرارات تدخل ضمن مسؤوليتها كالديون المدومة ومخصصات الديون المشكوك في تحصيلها، وتمثل المجموعة الثانية في المصاريف الإدارية والعمومية وتتضمن جميع مخصصات الإهلاك للأصول الثابتة ذات الاستخدام الإداري، أو الأصول الثابتة ذات الاستخدام العام التي لا يمكن تخصيصها بدقة على نشاط معين فضلاً عن جميع المصروفات التي تخص إدارة الشركة والتكاليف المترتبة على قرارات تدخل ضمن مسؤولية الإدارة.

- **صافي الدخل قبل تضمين الإيرادات والمصروفات غير العادية:** يعبر صافي الدخل قبل الضرائب عن صافي الربح بعد خصم جميع الأعباء المترتبة على النشاط العادي وبعد تعديله بالإيرادات والمصروفات المرتبطة بالتمويل، ويعبر ذلك الرقم عن مدى كفاءة الإدارة في استثمار أموال الشركة من المصادر الداخلية والخارجية، وكمثال على تلك المصروفات فوائد القروض طويلة الأجل وقصيرة الأجل، والخصم المسموح به، أما الإيرادات فتتمثل في إيرادات الاستثمار من أوراق مالية وإيجار العقارات والخصم المكتسب. ولا شك أن مبرر فصل مصاريف إيرادات التمويل عن مصاريف وإيرادات النشاط العادي يتمثل في إمكانية تسهيل إجراء المقارنات بين الشركات التي تختلف في طرق تمويلها بحيث يؤثر عبء التمويل على رقم صافي الربح من النشاط الجاري. و من ثم تحقق إمكانية المقارنة مع الشركات الأخرى التي تعتمد على التمويل الداخلي، كذلك يمكن إجراء المقارنات بين ربحية الاستثمارات في أنشطة الشركة بتكلفة الإقراض لو كان الجزء من الأموال المستثمرة بالشركة من مصادر خارجية، كذلك يمكن للمحللين الماليين من مقارنة ربحية الاستثمار داخليا بالعائد من استثمارات بعض الأموال خارج الشركة.
- **صافي الدخل قبل الضرائب وبعد الضرائب:** وتضم العناصر غير المتكررة أو غير العادية على النحو التالي:

- خسائر أو مصاريف غير متكررة كالخسائر الرأسمالية المحققة من بيع أصول ثابتة أو استبدالها، و خسائر أصول غير مؤمن عليها، و تعديل مصروفات سنة سابقة كزيادة مخصصات الضرائب وتعويضات قضايا لا تمس النشاط العادي للشركة.
 - إيرادات أو أرباح غير متكررة كالأرباح الرأسمالية المحققة من بيع أو استبدال أصول ثابتة، استرداد مصروفات سنوات سابقة، استرداد ديون سبق إعدادها، وتأمين محصل يزيد عن قيمة الأصل المؤمن عليه.
 - وبإضافة أو استبعاد تلك المصروفات و الإيرادات من صافي الدخل قبل تلك العناصر المتكررة يتم الحصول على صافي الدخل قبل الضريبة.
- و باستبعاد مخصصات الضرائب من ذلك الرقم يتم الحصول على صافي الدخل بعد الضريبة، و يمثل

مخصص الضرائب المبلغ المحتجز من إيرادات الشركة سواء كانت عادية أو غير عادية للوفاء بمتطلبات القوانين الضريبية.

● **عائد السهم العادي:** وهو آخر بند يظهر في قائمة الدخل الصادرة عن شركات المساهمة والمنشآت التي يتم تداول أسهمها في البورصة، وقد أوصى به المعيار الدولي المحاسبي رقم 33 حيث طالب بضرورة عرض عائد السهم العادي في قائمة الدخل³²⁸.

3.1.3 قائمة الأرباح المحتجزة Statement of Retained Earning

عادة ما يتم إعداد قائمة الأرباح المحتجزة بالارتباط مع قائمة الدخل، وتعد قائمة الأرباح المحتجزة تصويراً شاملاً للتغيرات التي حدثت في الأرباح خلال العام، فهي توضح قيمة الأرباح المستبقاة بالشركة عاماً بعد آخر ولم يتم توزيعها على المساهمين أو يتم إضافة نتيجة نشاط الشركة قبل عام من الربح أو خسارة إلى الأرباح المحتجزة من السنوات السابقة، ثم يتم خصم التوزيعات المقترحة للعام الحالي و الرصيد المتبقي بعد ذلك يمثل الأرباح المحتجزة التي تظهر بالميزانية ضمن حقوق المساهمين. و بعد تحديد أرباح أو خسائر الشركة في قائمة الدخل يتم تحويل تلك الأرباح أو الخسائر إلى قائمة الأرباح المحتجزة و تبدأ تلك القائمة بإظهار الرصيد المحتجز من أرباح السنوات السابقة ثم تضاف (أو تخصم) أرباح (أو خسائر السنة الحالية) و تخصم أيضاً أية توزيعات للأرباح دفعت أو أعلن عنها خلال السنة كما تتضمن تلك القائمة أيضاً الاحتياطات³²⁹.

4.1.3 قائمة التدفقات النقدية Cash-Flows Statement

تعرف قائمة التدفقات النقدية بأنها قائمة توضح النقدية المحصلة والنقدية المدفوعة من خلال الشركة، فهي تبرز من أين أتت النقدية و أين أنفقت وذلك خلال فترة زمنية معينة. إذ فهذه القائمة تسمح بملاحظة ومتابعة التغيرات التي تطرأ على نقدية الشركة من خلال عملية التشغيل فهي تسمح للمستثمرين والدائنين والأطراف الأخرى المهتمة بالتعرف على ما يحدث لأهم مورد من الموارد السائلة للشركة وهي النقدية، بالإضافة إلى فهم إستراتيجية الاستثمار والتمويل، وبالتالي الكشف عن قدرة الشركة على سداد مستحقاتها³³⁰. و تبدو أهمية قائمة التدفقات النقدية والتي توضح أثر عمليات الشركة المختلفة (تشغيلية واستثمارية و تمويلية) على تدفقاتها النقدية عن الفترة التي تعد عنها بأكملها بغرض تقييم قدرة الشركة على توليد النقدية والحكم على سيولتها ومدى مرونتها المالية. كما تقدم قائمة التدفقات النقدية إجابات عن الأسئلة التالية: ما هي مصادر النقدية أثناء الفترة؟ ما هي الأوجه التي استخدمت فيها النقدية أثناء الفترة؟ ما هو التغير في رصيد النقدية أثناء الفترة؟

³²⁸ مويد راضي خنفر / المطارنة غسان فلاح ، مرجع سابق، ص 35-36.

³²⁹ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 270-271.

³³⁰ Josette Peyrard . op. cit, p173

³³⁰ Gitman Lawrence et Al . op.cit. p302

- الشرفاوي مسعد محمود " مبادئ المحاسبة المالية" المكتبة العصرية للنشر و التوزيع، مصر، الجزء الأول 2007، ص 345-346.

وتتمثل أبرز أهداف قائمة التدفقات النقدية فيما يلي³³¹:

- قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية، فمن خلال فحص العلاقات بين البنود التي تتضمنها قائمة التدفقات النقدية فإن المستثمرين و الدائنين و الأطراف الأخرى يمكنها إعداد التنبؤات المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية من حيث مبالغها و توقيتها و درجة التأكد بطريقة أفضل من استخدام البيانات المالية التي تعتمد على أساس الاستحقاق المحاسبي؛
- توفر قائمة التدفقات النقدية معلومات مهمة عن القرارات المهمة للإدارة المتخذة سابقا مثل إصدار الأسهم أو السندات طويلة الأجل و غيرها من المعلومات التي لا يمكن الحصول عليها بواسطة القوائم المالية الأخرى إلا بشكل بسيط. إن القائمة تظهر أن التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية كاف لتمويل جميع الاحتياجات الرأسمالية المخططة داخليا بدلا من الاقتراض الخارجي طويل الأجل بإصدار أسهم أو سندات، وبالعكس فإذا ما أظهرت القائمة عجزا في النقدية و باستخدام قائمة التدفق النقدي تستطيع الإدارة وضع مؤشرات أو ضوابط عامة حول تخفيض حصص الأرباح للاحتفاظ بالنقدية؛
- تقييم السيولة و اليسر و المرونة المالية، ومدى حاجة الشركة للتمويل الخارجي؛
- تقييم مدى قدرة الشركة على سداد العائد على الأسهم إلى المساهمين (إجراء توزيعات الأرباح) والوفاء بالديون المستحقة عليها، بالإضافة إلى تقييم جودة أو نوعية أرباح الشركة؛
- تقييم أسباب الاختلاف فيما بين صافي الدخل و صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل؛
- تقييم آثار الأنشطة التشغيلية و الاستثمارية و التمويلية على المركز المالي للشركة خلال الفترة و التي تكشف عنها عادة بقائمة مستقلة؛

و ينظر معظم المحللين الماليين للتدفقات النقدية من التشغيل على أنها أفضل مقياس للأداء المالي للشركة مقارنة بصافي الدخل لأنها أقل خضوعا للتحريف باستخدام طرق محاسبية مختلفة كما أنها أفضل مقياس لقيمة الشركة.

● أسس تبويب المعلومات في قائمة التدفقات النقدية

ينبغي على كل شركة أن تعرض تدفقاتها خلال الفترة مبوبة إلى أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل بالطريقة التي تكون ملائمة لأعمالها، حيث يوفر التبويب حسب النشاط المعلومات التي تسمح لمستخدمي القوائم المالية بتقدير أثر تلك الأنشطة على المركز المالي للشركة و الأرصدة النقدية و ما في حكمها. ويتم تبويب التدفقات بين الأنشطة التشغيلية و الاستثمارية و التمويلية كما يلي³³²:

³³¹ محمد منير شاكر/ إسماعيل إسماعيل/ نور عبد الناصر " التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات" دار وائل، عمان الأردن، الطبعة الثانية 2005، ص ص 146-145 .

- الشراقوي مسعد محمود، مرجع سابق، ص ص 351-352.

³³² Jonathan Berk /Peter Demarzo et al « Finance D'entreprise » . op. cit. p 57,59.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 282-286 .

- محمد مطر/ محمد السويطي، مرجع سابق، ص 264.

- حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 204,209-210 .

- **التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية:** إن أول خطوة يتم إتباعها هي معالجة التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة التشغيلية و الطريقة المعتادة في الإعداد هي بداية من النتيجة الصافية للمؤسسة بعدها يتم إضافة أو حذف كل العناصر التي من شأنها تغيير النتيجة الصافية. ويساعد الإفصاح عن بيانات التدفقات النقدية الناتجة من أنشطة التشغيل في تقييم السياسة المالية للشركة وبيان قدرتها على سداد القروض والمحافظة على القدرة التشغيلية للشركة والقيام باستثمارات جديدة دون اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية، وكذا بيان حجم النقدية المتولد نتيجة ممارسة الشركة لنشاطها الأساسي، وسداد التوزيعات على الأسهم وإعطاء مؤشر للحكم على التوزيعات المستقبلية، كما يعتبر الإفصاح المستقبلي عن التدفقات النقدية الذي يمثل زيادة في طاقة التشغيل، والتدفقات النقدية المطلوبة للمحافظة على طاقة التشغيل مفيدا في تمكين مستخدمي القوائم المالية من تحديد ما إذا كانت الشركة تستثمر بشكل كاف في مجال صيانة طاقتها الإنتاجية أو لا. فالتدفقات النقدية التي تنشأ من أنشطة التشغيل تتمثل بصفة رئيسية في الأنشطة الإنتاجية المولدة للدخل و التي تنتج بصفة عامة من المعاملات والأحداث المحددة لنتيجة العام من ربح أو خسارة، ومن أمثلة ذلك المتحصلات النقدية من العملاء ومن أرباح الأسهم والفوائد والمتحصلات التشغيلية الأخرى مثل التسويات التأمينية والقضائية والأموال المستردة من الموردين (إن وجدت)، والمدفوعات النقدية للأجور والسلع والخدمات المستلمة، بالإضافة إلى الفوائد المدفوعة والضرائب المدفوعة، وكذا المدفوعات النقدية التشغيلية الأخرى والمبالغ التي يتم ردها للعملاء....
- و يفيد قياس التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل التعرف على مدى قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية ذاتيا و إمكانية إعادة تدويرها في النشاط واستخدامها في التوسع في الأصول الرأسمالية وسداد توزيعات الأرباح على المساهمين وسداد القروض، كما تستخدم التدفقات النقدية من التشغيل كمؤشر على صدق الربحية، فصافي التدفق النقدي السالب من التشغيل يشير بداية إلى عمليات التشغيل المستخدمة للنقدية وليست منتجة للنقدية كما هو متوقع في الظروف العادية، وتؤدي التدفقات النقدية السالبة من التشغيل والمصاحبة لوجود صافي الربح إلى الحكم على أن هذا الربح من نوعية رديئة و أنه من المحتمل أن تكون الشركة قد استخدمت المرونة المتاحة لها في الاختيار بين الطرق المحاسبية أو تغيير الطرق المستخدمة للوصول إلى رقم صافي الربح بغرض إظهار نتائج أعمال الشركة في صورة أقوى من الحقيقة. هذا من ناحية و يضاف إلى ذلك من ناحية أخرى أن التدفقات النقدية السالبة من التشغيل تشير إلى أن الشركة في حاجة ماسة إلى تدبير نقدية من أنشطة الاستثمار (بيع أصول ثابتة أو تصفية استثمارات مالية) و هو ما يعكس سلبا على احتمالات النمو المستقبلية للشركة، و الحصول على نقدية من خلال أنشطة التمويل مثل الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة وهو ما يولد ضغطا على إيراداتها المستقبلية.
- **التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية:** و تعد الخطوة الثانية في إعداد جدول التدفقات النقدية، ويقصد بالأنشطة الاستثمارية الأنشطة التي تتضمن اقتناء واستبعاد الأصول الطويلة الأجل و الاستثمارات

الأخرى التي لا تدخل في حكم النقدية، ويعتبر الإفصاح عن التدفقات النقدية الناشئة من أنشطة الاستثمار هامة لمستخدمي القوائم المالية حيث يوفر لهم المعلومات عن:

- قيمة ما أنفقته الشركة على الاستثمارات طويلة الأجل سواء كانت في شكل أوراق مالية أو استثمارات في شركات تابعة لها مما يعطي احتمالات زيادة الأرباح في المستقبل.
- قيمة الإنفاق الاستثماري المتعلق بشراء أصول ثابتة جديدة أو لاستبدال أصول قائمة أو التوسع في الطاقة الإنتاجية المتاحة مما يعطي مؤشر لاحتمالات النمو في المستقبل.
- الأصول الثابتة التي تم التخلص منها و كذا الاستثمارات طويلة الأجل الأخرى و النقدية المحصلة في مقابل ذلك مما يعطي مؤشر لاحتمالات الانكماش أو انخفاض الأرباح مستقبلا.

فالنشاط الاستثماري يتأثر بالتدفقات النقدية المتعلقة بالاستثمارات طويلة الأجل و الاستغناء عنها وكذلك بإصدار و تحصيل القروض طويلة الأجل.

إذن فهي مقبوضات أو مدفوعات شراء أو بيع ، الدفع أو التحصيل و من أمثلة ذلك :

- المدفوعات النقدية لشراء أصول ثابتة و أصول غير ملموسة، و لشراء أسهم أو سندات و حصص الشركات المشتركة و العقود الآجلة، بالإضافة إلى المدفوعات النقدية والقروض الممنوحة لأطراف أخرى؛
- المقبوضات النقدية من بيع أصول ثابتة و أصول غير ملموسة، و من بيع أسهم أو سندات و حصص الشركات المشتركة و العقود الآجلة، بالإضافة إلى المقبوضات النقدية من تحصيل النقدية و القروض.

و عليه تستخدم التدفقات النقدية من الاستثمار كمؤشر لاحتمالات النمو أو الانكماش المستقبلية، فصافي التدفق النقدي السالب من أنشطة الاستثمار يشير إلى احتمالات نمو مستقبلية واحتمالات زيادة في الأرباح لأنه يعبر عن زيادة في الأصول الثابتة و زيادة الاستثمارات المالية وما تحمله من احتمالات الحصول على فوائد و أرباح في المستقبل، وعلى العكس من ذلك فإن صافي التدفق النقدي الموجب من أنشطة الاستثمار يشير إلى أن الشركة تلجأ إلى تسهيل أصولها الثابتة واستثماراتها المالية وما يحمله ذلك من احتمالات الانكماش و تخفيض للطاقة الإنتاجية وتخفيض العائد من استثماراتها المالية وهو ما يمثل احتمالات انخفاض صافي الدخل في المستقبل.

- **التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية:** وهي الخطوة الأخيرة في إعداد جدول التدفقات النقدية، ويقصد بالأنشطة التمويلية الأنشطة التي ينتج عنها تغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية والاقتراض بالشركة. و تتمثل أهمية الإفصاح عن التدفقات النقدية المتعلقة بهذا النشاط في أنها توفر معلومات لمستخدمي القوائم المالية تتعلق بالأمور التالية:

- التعرف على مصادر التمويل التي حصلت عليها الشركة خلال الفترة سواء كانت في شكل قروض أو إصدار أسهم أو سندات، و قيمة كل من تلك المصادر باستخدام القروض قصيرة الأجل؛
- التنبؤ باحتياجات الشركة من التدفقات النقدية المستقبلية؛

- التعرف على المبالغ المدفوعة لسداد القروض و السندات و توزيعات الأرباح و غيرها.
 مما سبق يتضح أن مصادر ذلك النشاط تتمثل إما في زيادة حقوق الملكية من خلال إصدار أسهم جديدة أو في الحصول على قروض طويلة الأجل، أما الاستخدامات فتتمثل في المدفوعات النقدية إلى المساهمين وتوزيعات الأرباح أو إعادة شراء أسهم الملكية (أسهم خزانة و سداد قيمة القروض).

2.3 التحليل المالي

يطلق على تحليل القوائم المالية مصطلح " التحليل المالي " و يمكن تعريفه على أنه³³³
 مجموع الأدوات التي تسمح بمعرفة الوضعية المالية السابقة والحالية للشركة لمساعدة متخذ القرار في تسيير وتقييم الشركة"، وينظر إلى التحليل المالي بأنه³³⁴ "عملية معالجة منظمة للبيانات المتاحة وتحويل الكم الهائل من البيانات التاريخية المدونة بالقوائم المالية إلى كم أقل من المعلومات تستخدم في عملية اتخاذ القرار و في تقييم أداء الشركات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه النتائج في المستقبل".

و يعد التحليل المالي وسيلة فعالة حيث يهتم بجمع البيانات والمعلومات المالية وتصنيفها في قوائم متناسقة يتبعها دراسة تحليلية و تفصيلية للبيانات المالية والارتباط فيما بينها، وإثارة الأسئلة حول مدلولات هذه العلاقات في محاولة تفسير الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه البيانات بالكيفية التي هي عليها بهدف اكتشاف نقاط الضعف و القوة التي تسيطر على الشركة حتى يتم وضع خطط مستقبلية تعمل على تجاوز نقاط الضعف و تعزيز نقاط القوة³³⁵.

ويحتاج كل من المساهمين الحاليين و المستقبليين و كذا الدائنين للتحليل المالي، فبالنسبة للمساهمين فالتحليل المالي يقيس مدى قدرة الشركة على خلق القيمة، فهم يركزون على قيمة السهم وصولاً إلى اتخاذ قرار الشراء أو البيع لهذا السهم، أما بالنسبة للدائنين فالتحليل المالي يقيس قدرة الشركة على دفع التزاماتها وكذا سيولتها، بمعنى قدرتها على مواجهة التزاماتها و قدرتها على دفع ديونها في الوقت المحدد³³⁶.

و تنبع أهمية تحليل القوائم المالية من تعدد الفئات التي تستخدم القوائم المالية ونتائج تحليلها، ويتوقف مدى اتساع تحليل القوائم المالية بشكل عام على طبيعة البيانات المتاحة للمحلل من حيث الكم و النوع إضافة إلى الفترة الزمنية التي يغطيها التحليل (فترة قصيرة أو طويلة)³³⁷. و يساعد تحليل القوائم المالية المحلل المالي على فهم ماهية الشركة و إلى أين تتجه؟ و ما هي العوامل التي تؤثر فيها؟ و كيف تؤثر هذه العوامل فيها؟

³³³ Josette Peyrard « Analyse Financières » op.cit, p03

³³⁴ عشين حسن سمير" التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض و التوسع النقدي في البنوك" مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 21.

³³⁵ Gitman Lawrence et Al .op.cit. p299

- الشنطي أيمن/ شقر عامر، مرجع سابق، ص ص 125-126.

- وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص 21.

³³⁶ Vernimme Pierre « Finance d'entreprise » op.cit. p p 177-178.

³³⁷ نور عبد الناصر إبراهيم / صيام وليد زكريا / الخدائش حسام الدين مصطفى " أصول المحاسبة المالية" الجزء الثاني دار الميسرة للنشر و التوزيع والطباعة عمان الأردن ، الطبعة الثانية 1999 ص 311.

1.2.3 أساليب التحليل المالي

لدراسة و تحليل القوائم المالية غالبا ما يكون أمام المحلل المالي مجموعة من الأدوات التي يمكن أن يختار من بينها ما يتلاءم مع طبيعة و نوعية الدراسات أو التحليل القائم به، سواء كان الغرض من التحليل استخدام هذه الأدوات لتشخيص الوضع المالي للشركة أو لتقييم الماضي أو لدراسة الحاضر و التنبؤ بالمستقبل.

1.1.2.3 التحليل الرأسي أو الهيكلي

من خلال هذا الأسلوب يتم تحليل كل قائمة مالية على حدا تحليلا رأسيًا أي تحديد نسبة كل عنصر من عناصر القائمة المالية إلى إجمالي القائمة نفسها أو إلى إجمالي مجموعة داخل القائمة للشركة عن فترة مالية واحدة، أو تحديد نسبة كل مجموعة داخل القائمة إلى مجموع القائمة نفسها³³⁸. و يلائم التحليل الهيكلي للقوائم المالية عمليات المقارنة التي تتم بين الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة، لأنه يتم إعادة صياغة البيانات المالية لشركات الصناعة في صورة نسب هيكلية تتلافى الفروق في أحجام المنشآت، كما يمكن عن طريق إيجاد متوسطات الصناعة أو الإحصاءات المركبة لتلك الصناعة التوصل إلى البيانات في هيكل و توزيع بنود القوائم المالية و هي أمور يجب بحثها و فهم أسبابها³³⁹. كما يساعد التحليل الرأسي على إلقاء الضوء على التغيرات والاتجاهات الرئيسية، حيث يمكن إجراء المقارنات للنسب الرأسية للقوائم المالية للشركات مع النسب المثيلة لدى المنافسين و متوسطات الصناعة حتى يمكن تحديد مدى الأداء الجيد من خلال الصناعة أو النشاط الذي تعمل فيه تلك الشركات.

2.1.2.3 التحليل الأفقي (تحليل الاتجاهات)

يركز هذا التحليل على دراسة التغيرات التي تحدث لبنود القوائم المالية من فترة مالية إلى أخرى سواء أكانت بالمبالغ أم بالنسب المئوية، و يتضمن هذا التحليل صياغة كل عنصر من عناصر القائمة المالية المطلوب تحليلها أفقيا بشكل نسبة مئوية من قيمة العنصر نفسه في سنة الأساس و يفضل أن يتم اختيار سنة الأساس بحيث يكون فيها النشاط التشغيلي للشركة جيدا إذ لا يجوز أن يكون الأداء ضعيفا في سنة الأساس³⁴⁰. و يحتاج هذا النوع من التحليل إلى توفير قوائم مالية لعدة فترات كي يتم مقارنتها واستخراج التغيرات في بنودها للتوصل إلى نتائج معينة. فبناء على هذه المقارنات يتم إظهار التغيرات الكبيرة والشادة و من ثم دراستها لمعرفة أسبابها و آثارها على الوضع المالي للشركة. و يفيد التحليل الأفقي في دراسة نمو أو تقهقر بعض البنود ليسهل معالجة أسباب تقهقرها و تعزيز أسباب نمو أخرى³⁴¹.

³³⁸ عشيش حسن سمير، مرجع سابق، ص 30.

³³⁹ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 68.

³⁴⁰ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 237.

³⁴¹ نور عبد الفاضل إبراهيم و آخرون، مرجع سابق، ص 317/312.

- أبو زيد محمد مبروك، مرجع سابق، ص 102.

ويتم إجراء المقارنة على مدى عدد من السنوات فهذه المقارنة³⁴² يمكن لها أن توضح اتجاه أو ميل البنود، فهي تمثل سرعة و نوعية (سعة) أو مدى هذا الاتجاه، فالمقارنة السنوية للوضع المالية يمكن إجراؤها بحساب نسب النمو. كما أن مقارنة المؤسسة مع المؤسسات الأخرى التي تعمل ضمن نفس القطاع تسمح للمؤسسة من التمتع داخل القطاع و معرفة مناطق قوتها و ضعفها مقارنة بمنافسيها³⁴³. و تتم عملية مقارنة القوائم المالية عن طريق وضع بيانات الميزانيات أو قوائم الدخل أو بيانات التدفقات النقدية جنباً إلى جنب، ثم فحص التغيرات التي حدثت على كل عنصر داخل تلك القوائم من عام لآخر و عبر سنوات. ويمكن استخدام إحدى الطرق التالية للقيام بالتحليل الأفقي للقوائم المالية و هما قوائم الزيادة والنقص، وطريقة الأرقام القياسية.

أ. طريقة قوائم التغير (الزيادة أو النقص)

يمكن إجراء مقارنة للقوائم المالية من عامين إلى ثلاثة أعوام عن طريق مقارنة التغير من عام إلى آخر إما بمبالغ مطلقة أو نسب مئوية، وتستخدم هذه الطريقة لدراسة كل من قائمة الدخل و الميزانية، حيث تقوم على مقارنة بنود هذه القوائم مع نفس البنود لقوائم لشركات مماثلة أو لنفس الشركة عن فترات سابقة، كما يتم بناء على هذه الطريقة وضع القوائم المراد مقارنتها و دراستها بجانب بعضها البعض، و من ثم إيجاد الفروقات بين هذه الأرقام في شكل مقدار للتغير بين كل قائمة و أخرى و إيجاد نسب هذا التغير، و يتم تحديد نسب التغير من خلال قسمة قيمة التغير على قيمة البند في السنة الأولى (سنة الأساس) ثم ضربه في 100.

و تتمتع المقارنات بين بنود القوائم المالية من خلال الفترات و التي تتراوح من عامين إلى ثلاثة³⁴⁴ بعدة مزايا أهمها سهولة فهمها من قارئ القوائم المالية، و يجب دراسة كل من المبالغ المطلقة و النسب المئوية معا لأن تحويل المبالغ المطلقة إلى نسب مئوية قد يؤدي إلى استنتاجات خاطئة فمثلاً تغير نسبته 50% من رقم مطلق قدره 1000 (و.ن) يعتبر أقل أهمية من تغير نسبته 50% أيضاً من رقم مطلق قدره 100000 (و.ن)، في نفس القوائم المالية، ولذلك يكون الرجوع أو الإشارة إلى المبالغ المطلقة ذات الصلة ضرورياً من أجل الاحتفاظ بالمنظور السليم والتوصل لاستنتاجات سليمة بشأن الأهمية النسبية للتغيرات التي يفصح عنها هذا النوع من التحليلات. و رغم بساطة و سهولة حساب التغيرات من عام لآخر إلا أن هناك بعض القواعد التي يجب أخذها بعين الاعتبار، فعندما يظهر رقم سالب في سنة الأساس و رقم موجب في سنة المقارنة أو العكس فإنه لا يمكن حساب نسبة مئوية ذات دلالة، كذلك عندما يكون هناك بند له قيمة في سنة الأساس و ليس له قيمة في الفترة التالية فإن الانخفاض تكون نسبته 100% و عندما لا يكون هناك رقم خاص بسنة الأساس فإنه لا يمكن

³⁴² تقوم فكرة أسلوب المقارنات و بيان التغيرات والاتجاهات على أن الأرقام المطلقة و المجردة غالباً لا يكون لها مدلول أو معنى مهم في الدراسة و التقييم ما لم توجد لهذه الأرقام مقاييس أو معايير تمكننا من القياس عليها و استخراج مؤشرات يكون لها معنى و مدلول، من هنا كانت أرقام الشركات المماثلة وأرقام السنوات السابقة هي المقياس أو المعيار لتقييم مستوى تلك الأرقام هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن نتائج المقارنات لأرقام القوائم المالية في نقطة ثابتة من الزمن قد لا تكون مفيدة بالشكل و القدر الكافي، خاصة في تحديد اتجاهات التغيرات لهذه الأرقام من هنا جاءت عملية المقارنات مع أكثر من فترة مالية واحدة و ذلك لتبيان الاتجاهات لهذه التغيرات و التي تكون لها فائدة قصوى في استشراف المستقبل.

³⁴³ Josette Peyrard « Analyse Financières » op.cit, pp 17-18

³⁴⁴ في حالة المقارنة بين ثلاث سنوات تتم المقارنة بين السنتين الأولى و الثانية ثم بين السنتين الثانية و الثالثة.

حساب أي تغير مئوي. و يمكن أيضا عرض القوائم المالية المقارنة بحيث يظهر المجموع التراكمي لعدة فترات متتالية و متوسط تلك الفترة و ذلك لكل بند أو مفردة خاصة للدراسة، و تؤدي مقارنة المبالغ السنوية بمتوسط يغطي عدة سنوات إلى إبراز العوامل غير العادية في أي سنة من السنوات، إلا أن المتوسطات تعمل على تخفيض و تسوية التقلبات غير العادية أو الشاذة في البيانات³⁴⁵.

ب. طريقة تحليل القوائم باستخدام الأرقام القياسية

عندما يكون عدد السنوات المراد مقارنة قوائمها المالية أكثر من ثلاث سنوات فإن المقارنة بواسطة استعمال طريقة قوائم الزيادة و النقص تكون صعبة، و تكون أفضل طريقة لدراسة و تحليل اتجاهات تغير القوائم المالية عن فترة طويلة هو استخدام طريقة الأرقام القياسية. و تتطلب عملية حساب سلسلة من الأرقام القياسية اختيار سنة أساس لكلفة البنود يكون رقمها القياسي 100، ولأن سنة الأساس تمثل إطارا مرجعيا لكافة المقارنات لذلك يفضل اختيار سنة نمطية أو طبيعية قدر المستطاع، فإذا لم يتوافر هذا الشرط في السنة الأقدم في السلسلة المقارنة يتم اختيار السنة التي تليها أو التي تليها حتى الوصول إلى السنة التي يمكنها تأدية تلك الوظيفة. و كما هو الحال مع حسابات التغيرات في النسب المئوية من سنة إلى أخرى فإن هناك تغيرات معينة مثل تغير المبالغ من سالبة إلى موجبة أو العكس لا يمكن التعبير عنها من خلال الأرقام القياسية، و يتم حساب كافة الأرقام القياسية بالرجوع إلى سنة الأساس.

$$\text{الرقم القياسي} = \frac{\text{الرصيد في السنة الحالية}}{\text{الرصيد في سنة الأساس}} \times 100$$

و عند تخطيط عملية المقارنة لاتجاهات الأرقام القياسية فليس من الضروري تضمين الخطة لكافة بنود ومفردات القائمة المالية ولكن يكمن أن يقتصر الأمر على أكثرها أهمية و يجب توخي الحرص عند استخدام مقارنات اتجاهات الأرقام القياسية لأن بها نقاط ضعف ونقاط قوة أيضا، و بذلك فإنه عند محاولة قياس و تقييم التغيرات في الوضع المالي القائم يجوز للمحلل أن يستفيد من البيانات المقارنة للتدفقات النقدية، و من ناحية أخرى فإن مقارنة اتجاهات الأرقام القياسية تناسب تماما إجراء مقارنة للتغيرات التي تحدث في تركيبة بنود رأس المال العامل خلال السنوات المختلفة. و يجب أن يؤخذ في الحسبان عند تفسير التغيرات في النسب المئوية أو التغيرات في سلسلة اتجاهات الأرقام القياسية أي تغير في الطرق و السياسات المحاسبية و مقدار الأثر الذي يحدثه هذا التغير للمبادئ المحاسبية خلال السنوات الخاضعة للتحليل، و يكون من الأفضل تسوية هذه الآثار كلما أمكن ذلك، و يضاف إلى ذلك أنه كلما طالت الفترة الزمنية التي تغطيها المقارنات كلما زاد احتمال التأثر بالتغيرات في المستوى العام للأسعار³⁴⁶.

³⁴⁵ أبو زيد محمد مبروك، مرجع سابق، ص ص 112-113.

- حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 63-64.

³⁴⁶ المرجع السابق، ص ص 64-66.

المبحث الرابع: التحليل باستعمال النسب المالية

ظهرت النسب المالية كأحد الأدوات التي تفيد في تفسير و تحليل محتويات القوائم و التقارير المالية بهدف خدمة المستثمرين وغيرهم من الأطراف المستفيدة (الدائنين، البنوك،....) عند اتخاذ مختلف قراراتهم الاقتصادية، حيث تمثل مؤشرات تساعد في تقييم الأداء و الحكم على مجهودات إدارة الشركة في تحقيق الأهداف المخططة و الحكم على المركز المالي (قدرتها على سداد الالتزامات) سواء من حيث درجة السيولة و هيكل الترتيب الرأسمالي للمنشأة، بالإضافة إلى المساعدة في التنبؤ بالوضع المالي للشركة و مقدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية.

1.4 تعريف النسب المالية

تعرف النسب المالية بأنها³⁴⁷ علاقة بين رقمين و ناتج هذه المقارنة لا قيمة له إلا إذا قورن بنسبة أخرى متفق عليها، حيث تسمى هذه النسبة المتفق عليها بالنسبة المرجعية أو نسبة الصناعة التي تنتمي إليها الشركة". ولما كانت النسب المالية تمثل علاقة بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية فإنه يجب اختيار البنود ذات الدلالة و الارتباط، و إن عملية اشتقاق النسبة أو إيجادها رياضيا قد تبدو سهلة لأنها حاصل قسمة عددين ولكن الأهم من ذلك هو تفسير الناتج و أن يكون ذا دلالة و معنى، و لا يساء فهم تلك النسب و يغالى في تقدير أهميتها.

و تستمد النسب المالية قدرتها على قياس استخدام إدارة الشركة للأموال المتاحة بالشكل الأمثل و تحقيق أفضل أرباح ممكنة و الحفاظ على الأموال المستثمرة و تنميتها، و النسب المالية الجيدة هي التي تتسم بالخصائص التالية³⁴⁸:

- سهولة استخراج بنودها؛
- ذات دلالة واضحة و يسهل تفسيرها؛
- تساعد في الحكم على وضعية الشركة أو في اتخاذ القرارات؛
- الاستفادة من النسبة في وقت الحاجة إليها؛
- أن يسهل تفسير التغير في النسبة و تحديد أسبابه؛
- أن يكون لها علاقة وطيدة مع الغرض الذي احتسبت من أجله.

و تحليل النسب يمكن أن يكشف عن العلاقات إلى جانب أسس المقارنة التي تكشف عن الظروف والاتجاهات التي لا يكون من الممكن رصدها من فحص المكونات الفردية للنسبة، و لأن النسب مثل أدوات التحليل الأخرى ذات توجه مستقبلي فإن المحلل يجب أن يكون قادرا على تسوية و ضبط الأمور المتصلة أو الموجودة في علاقة ما لتتلاءم مع شكلها و حجمها المحتمل في المستقبل، كما يجب عليه أيضا أن يتعرف على العوامل المؤثرة على تلك النسب في المستقبل.

³⁴⁷ نور عبد الناصر إبراهيم و آخرون، مرجع سابق، ص 321.

³⁴⁸ المرجع السابق، ص 322.

2.4 تفسير النسب

يجب أن يتم تفسير النسب بعناية وحرص شديد نظرًا لأن العوامل المؤثرة على البسط قد ترتبط بتلك العوامل المؤثرة على مقام النسبة، فعلى سبيل المثال يمكن تحسين نسبة مصاريف التشغيل إلى المبيعات عن طريق خفض التكاليف التي تعمل على تحفيز و تنشيط المبيعات و إذا ترتب على خفض التكاليف خسارة في المبيعات أو تخفيض حصة الشركة في السوق فإن هذا التحسن الظاهر في النسبة قد يكون له في الواقع تأثير عام ضار على الإمكانيات المستقبلية للشركة و يجب تفسير النسبة بناء على ذلك.

إن النسبة على غرار معظم العلاقات الأخرى في التحليل المالي غير هامة أو ذات دلالة في حد ذاتها وإنما يتم تفسيرها من خلال استخدام النسب المالية لاستعراض الاتجاه بين الفترات المالية لنفس الشركة وللمقارنة الشركة مع الشركات الأخرى العاملة في نفس الصناعة، كما تستخدم النسب المالية لمقارنة الشركة ببعض النسب المعيارية أو المحددة مقدما، و كذا لمقارنة بيانات الشركة الحالية مع نسب التنبؤات المستقبلية³⁴⁹.

3.4 أنواع النسب المالية

يمكن وضع عدد كبير من النسب من خلال الربط بين الأرقام الموجودة في القوائم المالية لشركة معينة و يوجد لبعض النسب التطبيق عام في التحليل المالي بينما يوجد للبعض الآخر استخدامات محددة في ظروف معينة أو في صناعات محددة، كما تساعد النسب المالية المستثمرين على تقييم أداء الشركة و اتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية، و يوجد عدد كبير من النسب المالية يمكن حصر أهمها في النسب التالية:

1.3.4 نسب السيولة (نسب قياس القوة المالية) Liquidity Ratio

هي مجموعة النسب التي تقيس قدرة الشركة على تأمين المدفوعات الدورية المتعلقة بعمليات التشغيل و سداد الالتزامات القصيرة الأجل في موعد استحقاقها³⁵⁰. بالنقدية المتاحة وذلك من خلال الأصول المتداولة والتي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة³⁵¹. ونظرا لأن السيولة ذات أهمية كبرى بالنسبة لدائني الشركة فإن نقطة البداية بالنسبة للمستثمر المحتمل في أسهم الشركة هي التركيز على هذه النقطة حيث تشير مؤشرات السيولة إلى الصعوبة أو السهولة التي يمكن للشركة مقابلة التزاماتها الجارية عند أجل الاستحقاق³⁵². وتعد نسب السيولة مؤشر لمدى احتمال تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس التي قد تنجم عن فشلها في سداد ما عليها من التزامات، و من أبرز نسب السيولة نجد:

- **نسبة التداول:** وهي تظهر درجة تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة وبالتالي فإنها تعمل على قياس التوازن المالي أي تحقيق التناسق بين الاستخدامات القصيرة الأجل و المصادر القصيرة الأجل، أي أن يكون

³⁴⁹ حماد طارق عبد العال" دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 72.

³⁵⁰ Gitman Lawrence et al op.cit.p 307.

³⁵¹ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 238

³⁵² حنفي عبد الغفار " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية 2005، ص 271.

لدى الشركة المقدرة المالية لمواجهة الالتزامات المالية فوراً مع ضمان استمرار النشاط³⁵³. و تتميز نسب التداول باستعمالها الشائع لقياس اليسر المالي في الأمد القصير فقد قبلت كمقياس عام للسيولة لأنها تقدم أفضل مؤشر منفرد عن مدى تغطية الالتزامات المستحقة بواسطة الموجودات السائلة و شبه السائلة، والتي تتكون من النقد أو التي يمكن تحويلها إلى نقد في مواعيد تتفق مع تواريخ استحقاق هذه الالتزامات³⁵⁴. وينظر المحللون إلى تدني نسبة السيولة بقلق لكونه مؤشراً لمشكلات في التدفق النقدي على المدى القصير قد يؤدي إلى إفلاس الشركة، أما ارتفاعها فيعني زيادة في قيمة الموجودات المتداولة المتحررة من مطالبات الدائنين القصيرة الأجل الأمر الذي يعني وضعاً أكثر أماناً بالنسبة للدائنين قصيري الأجل، ولكن يجب أن لا ينظر بارتياح إلى الارتفاع غير العادي في هذه النسبة لأنه قد يعني إما نقداً معطلاً أو زيادة عن الحجم المناسب من البضاعة أو ارتفاعاً غير مبرر في حجم الديون بسبب البطء في تحصيلها، وهذه الأمور جميعها مظاهر لسوء إدارة السيولة³⁵⁵. و يمكن التعبير عن هذه النسبة بالصيغة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

و النسبة المتعارف عليها بالتحليل المالي هي 2 مرة أي أن الأصول المتداولة يجب أن تكون على الأقل ضعف الخصوم المتداولة وكلما كانت هذه النسبة أكبر كلما كانت السيولة أعلى و العكس صحيح.

● **نسبة التداول السريعة:** إن الكثير من الأصول المتداولة لا تتحول بسهولة إلى نقدية ومن ثم لا يمكن استخدامها في سداد الديون أو الالتزامات الجارية، لهذا تعتبر هذه النسبة أكثر تشدداً من النسبة السابقة حيث لا تأخذ في الاعتبار الذمم و المخزون السلعي، وتقتصر على الأصول المتداولة التي تمتاز بعدم تعرضها لأي نقص في قيمتها عند التصفية³⁵⁶. ويعود السبب في استبعاد المخزون السلعي من مكونات الموجودات المتداولة لأنه العنصر أقل سيولة وسرعة للتحويل إلى نقدية بسبب الوقت الذي تحتاجه عملية البيع أو الوقت الطويل الذي تتطلبه عملية إنتاج المواد الأولية ثم إتمام عملية بيعها، أضف إلى ذلك أن المخزون يحقق أكبر قدر من الحسائر مقارنة بالموجودات المتداولة الأخرى في حالة التصفية³⁵⁷. ولاختبار قدرة الشركة السريعة لسداد التزاماتها الجارية يتم حساب نسبة التداول السريعة على النحو التالي:

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الأصول الأكثر سيولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{النقدية} + \text{الأوراق المالية} + \text{المدينين} + \text{أوراق القبض}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

توضح تلك النسبة درجة السيولة السريعة للمنشأة في وقت معين و هي تقيس اختبارات القدرة على

³⁵³ منير شاكر محمد و آخرون، مرجع سابق، ص 72.

³⁵⁴ الزبيدي حمزة محمود " التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل" مؤسسة الوراق للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية 2011، ص 113.

³⁵⁵ مفلح محمد عقل " مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي" مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2006، ص 313.

³⁵⁶ عبد العزيز سمير محمد " اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي" مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية 1997، ص 234.

³⁵⁷ الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 124.

مواجهة الطلبات الفجائية لتغطية الالتزامات باستخدام أصول سريعة التداول، وتعتبر النسبة المتوسطة للصناعة هي مرة واحدة (1 مرة)، و كلما كانت هذه النسبة أكبر كانت السيولة أعلى والعكس صحيح. لكن كثيرا ما يتم التقييم الفعال لهذه النسبة من خلال مقارنة نسب التداول و نسب السيولة السريعة، فمثلا إن الشركة التي تحقق نسبة تداول قدرتها 2.3 مرة و نسبة تداول سريعة قدرها 1.5 مرة تكون أكثر سيولة من تلك الشركة التي تحقق نسبة تداول قدرها 2.3 مرة و نسبة تداول سريعة قدرها 1.1 مرة . لكن أيا منهما تمثل الموقف الأفضل؟ إن ذلك يتوقف على عوامل كثيرة باختلاف نوعية نشاط الشركات و اختلاف نوعية شروط الائتمان الممنوح أو المتحصل عليه يتطلب اختلاف السيولة، فالشركة التي تمنح الائتمان لمدة 30 يوم لكن يسمح لها بتسديد التزامات الدائنين خلال 60 يوم لا تحتاج إلى تحقيق نسبة تداول سريعة عالية مثل شركة تمنح ائتمان لمدة 60 يوم في حين أنها يجب أن تسدد التزاماتها للدائنين خلال 30 يوم، فالشركة الأولى يمكنها تحصيل ديونها بشكل أسرع و بالتالي يمكنها تصريف أمورها بقدر من النقدية أقل من الشركة الثانية³⁵⁸.

● **نسبة السيولة النقدية:** و هي توضح مقدار النقدية المتاحة لدى الشركة في وقت معين لمقابلة الالتزامات القصيرة الأجل و تختلف تلك النسبة عن نسبة التداول أو نسبة التداول السريعة حيث أنها تهتم بالنقدية وما في حكم النقدية من استثمارات في الأوراق المالية. وتستخدم تلك النسبة للتعبير عن مدى كفاية الأصول النقدية السائلة والقابلة للتسييل بسهولة في العام القادم دون الاضطرار إلى بيع أصول متداولة أخرى، و تظهر هذه النسبة في المعادلة التالية.

$$\text{نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{النقدية بالصندوق و البنوك + الاستثمارات قصيرة الأجل}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

و تعتبر تلك النسبة مؤشرا للسيولة لا تأخذ في الحسبان كل من حسابات العملاء و أوراق القبض والمخزون، أي أن تلك النسبة تتميز بأنها لا تتعرض لأي تغير ومن ثم تعتبر أكثر تشددا من كل من نسبة التداول و نسبة السيولة³⁵⁹.

● **رأس المال العامل:** يمثل رأس المال العامل الفرق بين الأصول المتداولة و الخصوم المتداولة، فهو يعبر عن صافي الأصول المتداولة والتي سوف تكون متاحة لدعم عمليات التشغيل المستمرة التي تقوم بها الشركة هذا إذا كانت كل الأصول المتداولة يمكن تحويلها إلى نقدية بنفس قيم الميزانية الخاصة بها واستخدامها لتلبية الالتزامات المتداولة، و تكون معادلة قياس رأس المال العامل كما يلي:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{أصول متداولة} - \text{الخصوم المتداولة}$$

و يمثل رأس المال العامل الجزء المتحرر من الموجودات المتداولة من سلطان المطلوبات و هذا الجزء عبارة عن

³⁵⁸ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 339-341.

³⁵⁹ حجازي وجدي حامد " تحليل القوائم المالية في ظل المعايير المحاسبية" دار التعليم الجامعي للطباعة و التوزيع، الإسكندرية 2010، ص 208.

هامش الأمان المتاح للديون القصيرة الأجل على المؤسسة.

و يعتبر رأس المال العامل مؤشر السيولة في صورة قيم مطلقة، في حين تمثل نسبة التداول مؤشر نسبيا للسيولة وتشير نسبة التداول المرتفعة (أو المبلغ الكبير لرأس المال العامل إلى السيولة الجيدة و تظهر إمكانية سداد الخصوم المتداولة في الوقت المحدد لها، و على الرغم من ذلك فإن النسبة المرتفعة للغاية ربما تشير إلى استخدام غير منتج للموارد أو أن الأصول يجب أن تستخدم بصورة أكثر فعالية³⁶⁰.

2.3.4 نسب النشاط (نسب إدارة الأصول أو نسب مقاييس الكفاءة) Activity Ratio

تقيس نسب النشاط كفاءة إدارة الأصول، أي تقيس مدى قدرة الإدارة على توليد المبيعات مما لديها من أصول. فنسب النشاط تجيب على عدة تساؤلات مثل هل تعتبر القيم الإجمالية لكل نوع من الأصول في الميزانية معقولة؟ أم عالية؟ أم منخفضة في مستوى التشغيل المالي أو المخطط؟ فالشركات تمول الأصول الظاهرة بالميزانية إما عن طريق قروض أو التزامات خارجية أو عن طريق أموال الملكية، و بالتالي فإذا كان لدى الشركة قدر كبير من الأصول يزيد عن المعقول فإن ذلك يزيد من عبء فوائد التمويل الخارجي و بالتالي تخفض من الأرباح، و إذا كانت الأصول أقل من اللازم فإن ذلك ينعكس على كفاءة العمليات³⁶¹. وتكشف مقارنة نسب النشاط للشركة مع مثيلاتها للصناعة عما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم، فالاستثمار الزائد عن الحاجة يمثل موارد مالية معطلة بل و قد تتكبد الشركة بسببه بعض التكاليف، كذلك فإن عدم كفاية الاستثمار في الأصول من شأنه أن يضيع على الشركة فرص تحقيق مبيعات إضافية. وفي كلا الحالتين تتأثر الربحية سلبا و تتأثر معها القيمة السوقية لأسهم الشركة³⁶²، ومن الأمثلة على نسب النشاط نجد:

● **معدل دوران المخزون (معدل الانتفاع من المخزون):** و يقيس معدل دوران المخزون عدد مرات استخدام المخزون (أي يقيس كم مرة يتحول المخزون إلى مبيعات خلال السنة) خلال سنة واحدة فهذا المعدل يوضح مدى حركة المخزون السلعي خلال فترة زمنية معينة و قياس كفاءة الإدارة في الرقابة على المخزون³⁶³. و يحسب معدل دوران المخزون من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$$

و تفيد هذه النسبة في معرفة مدى ملاءمة حجم الاستثمار في المخزون السلعي و معرفة عدد الأيام التي تحتاجها الشركة لبيع ما يوجد لديها من بضائع، كما تفيد في معرفة معدل الأيام التي تبقى فيها البضاعة في المخازن قبل بيعها و تحويلها إلى حسابات مدينة و بالتالي إلى نقد يتدفق إلى الشركة. و بصفة عامة كلما ارتفع معدل دوران المخزون زاد ربح الشركة و زادت فعالية إدارة المخزون.

³⁶⁰ Gitman Lawrence et al. .op.cit.p 307

³⁶¹ الدهراوي كمال الدين " تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار" الدار الجامعية، الإسكندرية 2004، ص 208-209.

³⁶² الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 191.

³⁶³ عبد العزيز سمير محمد، مرجع سابق، ص 243-245.

ويساعد معدل دوران المخزون المرتفع على خفض الخسائر التي قد تنشأ من عملية بطلان استعمال المنتج أو انخفاض مبيعاته لأسباب مختلفة، وعلى الرغم من ذلك فإن معدل دوران المخزون المرتفع بدرجة كبيرة قد يشير إلى أن الشركة تفقد فرص مبيعات لأن مستويات المخزون غير مناسبة. وللحكم على مستوى إدارة المخزون يجب مقارنة هذه النسبة بالنسب الخاصة بالفترات السابقة أو النسب الخاصة بمعدلات الصناعة أو النسب الخاصة بالشركات المنافسة³⁶⁴.

و يوجد مؤشر آخر لكفاءة إدارة المخزون و هو متوسط فترة التخزين الذي يوضح المدة التي تم خلالها الاحتفاظ بالمخزون قبل أن يتم بيعه³⁶⁵. و توضح هذه النسبة إذا كانت مستويات المخزون ملائمة للمستوى الحالي للمبيعات أم لا و يتم حسابها كما يلي:

$$\text{متوسط المخزون} = \text{متوسط فترة التخزين} = \frac{\text{عدد أيام الفترة} = 360 \text{ يوم}}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

$$\text{أو بالمعادلة التالية:} \quad \text{متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة} + \text{مخزون آخر المدة}}{2}$$

فإذا كان المعدل المتوسط السائد في الصناعة لمعدل دوران المخزون هو 9 مرات مثلاً وأن المعدل في الشركة محل الدراسة هو 9.16 مرة، إذن فهو أحسن بقليل من ذلك المتوسط في الشركات الأخرى بنفس الصناعة، كما أن الزيادة غير الضرورية من المخزون تمثل استثمار غير منتج بلا أي عائد ويتعين ملافاة ألا تحتفظ الشركة بمخزون زائد عما هو ضروري لتلبية طلب المستثمرين، أما متوسط فترة التخزين للبضاعة للشركة محل الدراسة هو 39.3 يوم (9.16/360) و هي معقولة نسبياً حيث أن فترة التخزين النمطية هي 40 يوم (9/360)، فارتفاع تلك النسبة عن المعدل النموذجي يشير إلى زيادة معدل إمكانية تجنب خسائر قد تنتج عن ركود المخزون سواء أكانت ناجمة عن التلف أو خسائر ناجمة عن تجميد أموال بالبضاعة بالمخازن دون تشغيلها في نشاط دوري سريع³⁶⁶.

● **معدل دوران حسابات المدينين (أو معدل دوران الذمم):** تستخدم هذه النسبة كمؤشر للحكم على كفاءة الشركة في تحصيل ديونها في مواعيدها، وهو يرتبط بعدد مرات تحصيل الديون خلال فترة زمنية معينة، فكلما ارتفع المعدل عن السنوات السابقة أو عن الشركات المماثلة فهو يشير إلى تحسن إدارة الشركة في تحصيل ديونها³⁶⁷، بينما قد تشير النسبة المنخفضة إلى وجود مشكلة خطيرة في دورة تحصيل إيرادات المبيعات. و تساعد هذه النسبة في احتساب فترة تحصيل الذمم المدينة بالأيام لإعطاء فكرة عن الزمن الذي تستغرقه الشركة في تحويل ديونها، و يحسب هذا المعدل كما يلي:

³⁶⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 322.

- حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 153.

³⁶⁵ عبد العزيز حسن أمين " الأسواق المالية" دار قباء الحديثة للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة 2007، ص 164

³⁶⁶ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 361-363.

³⁶⁷ الشيخ فهمي مصطفى " التحليل المالي" الطبعة الأولى 2008، ص 63.

$$\text{معدل دوران المدينين} = \frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط الحسابات المدينة}}$$

و يتم حساب متوسط الحسابات المدينة بقسمة ناتج جمع رصيد المدينين أول و آخر الفترة على 2. وزيادة معدل الدوران دليل على مدى سيولة حسابات المدينين وبالتالي وضع السيولة العامة في الأجل القصير.

● **متوسط فترة التحصيل** : تقيس تلك الفترة دوران حسابات المدينين أي الوقت الذي تستغرقه دورة واحدة للمدينين، و تبدأ تلك الدورة عموما من تسجيل الديون و تحصيلها ثم تسجيل ديون أخرى جديدة، فذلك المتوسط يهدف إلى تحديد عدد الأيام التي تقع بين بيع البضاعة على الحساب و تحصيل قيمتها، وهو يعكس مدى استفادة الغير من أموال الشركة. و يستخدم ذلك المؤشر في قياس كفاءة الإدارة في منح الائتمان (البيع الآجل)، فإذا ما زاد متوسط عمر المدينين عن السياسة العامة فإن ذلك يكون دليلا على تراخي عملية التحصيل والتباعد بين المبيعات الآجلة و التحصيل و هو ذو علاقة بالتدفقات النقدية الوثيقة الصلة بالسيولة، فتلك الفترة الزمنية تعتبر مقياسا مقبولا لسيولة المدينين. و يتم حساب متوسط فترة التحصيل بطريقتين كما يلي:

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{عدد أيام السنة (360 يوم)}}{\text{معدل دوران المدينين}}$$

أو

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{معدل دوران المدينين} \times \text{عدد أيام السنة (360 يوم)}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

و إذا ما كان المعدل المتوسط السائد بالصناعة هو 20 يوم ويكون متوسط فترة التحصيل في الشركة محل الدراسة 27 يوم مثلا هو أكبر من متوسط الشركات الأخرى في نفس الصناعة. هذا و يمكن تقويم فترة التحصيل أيضا ومقارنتها بشروط الائتمان التي تمنحها الشركة للمدينين، حيث إذا كانت شروط الائتمان تمنح المدينين 20 يوم للدفع بينما متوسط فترة التحصيل للشركة هو 24 يوم فمعنى ذلك أن المدينين لا يسددون ديونهم المالية ضمن المدة المحددة. كما يمكن استخدام جدول تحليل أعمار الديون في تحليل المدينين حيث أن متوسط فترة التحصيل تعطي فقط سيولة المدينين، فقد يوجد فريق من المدينين أحدهما يقوم بالسداد قبل فترة الائتمان بوقت طويل وآخر يقوم بالسداد بعد انتهاء فترة الائتمان، ومن هنا وحتى يتعين الوقوف على تفاصيل سرعة تحويل حسابات المدينين إلى نقدية يصبح من الضروري حصر وتصنيف تلك الحسابات من حيث عمرها أي من حيث المدة التي تمضي قبل أن يتم تحصيلها ثم مقارنتها بفترة الائتمان المحددة عن طريق الشركة³⁶⁸.

● **معدل دوران الأصول الثابتة**: تستعمل هذه النسبة كمقياس لمدى كفاءة الشركة في استخدام موجوداتها لأجل تحقيق المبيعات، حيث تستخدم هذه النسبة لقياس حجم المبيعات التي تتولد عن كل

³⁶⁸ عبد العزيز سمير محمد، مرجع سابق، ص 246.

- أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 364-366.

وحدة نقدية لقيمة الأصول³⁶⁹. ويقاس هذا المؤشر عدد مرات استخدام الأصول الثابتة، حيث يتم قياس معدل استثمار أموال الشركات في الأصول الثابتة، و بمقارنة عدد مرات دوران الأصول الثابتة بالأعوام السابقة ومعدلات الشركات المماثلة للنشاط يتضح مدى استخدام الشركة لأصولها الثابتة. و إن زيادة هذا المعدل تعني شدة استغلال الشركة لأصولها الثابتة مما يتطلب ضرورة زيادة الاستثمار في الأصول الثابتة، كما أن معدل الدوران المنخفض يعني أن هناك زيادة غير مرغوب فيها في الاستثمار في الأصول الثابتة³⁷⁰. و يحسب هذا المعدل بالصيغة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

وكلما زادت هذه النسبة كان ذلك أفضل، و تشير النسبة المرتفعة إلى فعالية الإدارة في تقديم الإيرادات من الأصول غير المتداولة و رغم ذلك فإن المعدل المرتفع لدوران الأصول غير المتداولة يمكن أن يكون مشكلة و ذلك إذا كان السبب في هذا الارتفاع هو سيولة الأصول غير المتداولة، كما أن النسبة المنخفضة ربما لا تشير بالضرورة إلى الاستخدام السيئ للأصول غير المتداولة و ذلك إذا كان هذا الانخفاض راجع إلى الاستثمار المتزايد في الأصول غير المتداولة³⁷¹.

● **معدل دوران إجمالي الأصول:** يقيس مدى النقص أو الزيادة في استغلال مجموع الأصول فكلما زادت تلك القيمة كلما كان أفضل و لكن يجب أن يراعى أن هذا المعدل يختلف من قطاع إلى آخر لأن بعض الأنشطة تحتاج أصولاً ثابتة كبيرة بينما أنشطة أخرى لا تحتاج أصولاً ثابتة كبيرة³⁷². ويدل انخفاض هذا المعدل إلى عدم استخدام الشركة و انتفاعها بكامل أصولها أي أن هناك زيادة غير مستغلة في الاستثمار (أي أن الشركة لا تنتج مبيعات كافية تتناسب مع حجم أصولها الاستثمارية)، كما تشير زيادة المعدل إلى نقص الاستثمار في الأصول أو الاستخدام الفعال لها، و يحسب هذا المعدل كما يلي:

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

3.3.4 نسب الربحية (أو نسب القدرة على تحقيق الأرباح) Profitability Ratio

تعتبر الربحية أحد أهم المؤشرات التي يمكن أن تساعد في التعرف على مقدرة الشركات على الاستمرار إذ توصلت إحدى الدراسات التي اهتمت بالتعرف على مدى قدرة النسب المالية على التنبؤ بفشل الشركات إلى أن الربحية لكل دولار من الأصول كانت أفضل المؤشرات للتنبؤ بفشل الشركات³⁷³. و تعرف نسب

³⁶⁹ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 323.

- الشيخ فهمي مصطفى، مرجع سابق، ص ص 59-60.

³⁷⁰ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص ص 367-368.

³⁷¹ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 155.

³⁷² علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 242.

³⁷³ جورج دانيال غالي، مرجع سابق، ص 187.

الربحية على أنها النسب التي تقيس كفاءة إدارة الشركة في استغلال الموارد استغلالاً أمثل لتحقيق الأرباح³⁷⁴، وتعد مقياساً على قدرة الإدارة في الرقابة على تكاليف العمليات، كما تعد مقياساً لقدرة الشركة على توليد الأرباح من الأموال التي قدمها الملاك و المقرضون. و من أبرز نسب الربحية نجد:

- **هامش مجمل الربح:** يوضح هذا الهامش إلى أي درجة يمكن لسعر بيع الوحدة أن ينخفض دون أن يؤدي ذلك إلى تحقيق خسائر في نتائج العمليات، و يتم حساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة هامش مجمل الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{صافي المبيعات}} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة المبيعات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

تختلف نسبة مجمل الربح حسب طبيعة النشاط والصناعة، فكلما زادت هذه النسبة مقارنة بالمنافسين فإن ذلك يعني كفاءة عمليات التشغيل لأن نسبة تكلفة المبيعات إلى صافي المبيعات أقل من المنافسين. كما يجب إجراء مقارنات بين نسبة مجمل الربح في السنة الحالية والسنوات السابقة، أي على أساس زمني وإجراء ذات المقارنة مع النسبة الاسترشادية المتفق عليها في الصناعة السائدة أو في الحالات المماثلة للشركات المتشابهة حتى تتضح مدى مقدرة الشركة على تحقيق معدل أرباح مناسبة بالمقارنة بالمشروعات المماثلة أو المنافسة، ومن ثم مدى استمرار حملة الأسهم في الاحتفاظ بأسهم الشركة³⁷⁵.

- **هامش صافي الربح:** يطلق على تلك النسبة العائد على المبيعات وهي تظهر المدى الذي يمكن للشركة أن تخفض إليه سعر الوحدة قبل أن تتحمل أي خسائر، و تأخذ تلك النسبة كافة أنواع التكاليف بما فيها الاهتلاك. كما توضح تلك النسبة مقدار الأرباح التي تحققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات مما يساعد إدارة الشركة على تحديد سعر البيع الواجب. و تقاس نسبة هامش الربح بالصيغة التالية³⁷⁶:

$$\text{نسبة هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

و تبين هذه النسبة قدرة الشركة على تحقيق ربح نتيجة للمبيعات، و قد يكون هامش الربح المجمل عالياً بينما هامش صافي الربح منخفضاً، وذلك لأن تكلفة المبيعات لا تشمل التكاليف الإضافية من تسويق ومصاريف إدارية و فوائد قروض، وفي هذه الحالة يكون هذا مؤشراً على نجاح العملية الأساسية، بينما فشل الشركة في النواحي الأخرى بمعنى وجود تكلفة إضافية محملة على مصاريف الشركة لا علاقة لها بتكلفة المنتج الأساسية³⁷⁷.

- **هامش ربح العمليات:** يحسب هذا الهامش على أساس الربح من العمليات الرئيسية التي تقوم بها الشركة بحيث لا يشمل الربح على أية إيرادات أخرى غير عادية (أرباح من أصول أو استثمارات أو تعويضات

³⁷⁴ الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات" دار حامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 59.

³⁷⁵ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 244.

- الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 207-209.

³⁷⁶ Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « Financial Analysis with Microsoft Excel » 4ème edition, p115.

³⁷⁷ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 244.

نتائج خسائر)، و تعتبر هذه النسبة هامة لأنها لا تقيس فقط مدى الكفاءة في التعامل مع جميع عناصر التكاليف التي ترتبط بالعمليات حيث أن بسط النسبة ما هو إلا صافي المبيعات مطروحا منها تكلفة العمليات بما فيها تكلفة البضاعة المباعة³⁷⁸، و يتم حساب تلك النسبة كما يلي:

$$\text{هامش ربح العمليات} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة} - \text{تكاليف أخرى}}{\text{صافي المبيعات}}$$

● **معدل القدرة الايرادية:** و يقصد بها قدرة الشركة على توليد الأرباح خلال فترة زمنية محددة وتؤخذ هنا الأرباح قبل خصم الفوائد منها، حيث يوضح هذا المقياس كيف تحقق الشركة أرباحا من جراء استخدام مواردها المتاحة بغض النظر عن مصادر تمويل هذه الموارد، و هو ما يعبر عن كفاءة استخدام الموارد في الشركة، و يمكن قياسه كما يلي:

$$\text{القدرة الايرادية} = \frac{\text{صافي العمليات قبل الفوائد}}{\text{إجمالي الاستثمارات}}$$

● **معدل العائد على حقوق الملكية (ROE):** يعد من أهم نسب أو مؤشرات ربحية الشركة لأنه يوضح كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك و قدرتها على تحقيق أرباح من تلك الأموال، و يعد ذلك المعدل المعيار الأكثر شمولاً لقياس فعالية الإدارة لأنه يقيس ربحية الأصول و ربحية هيكل رأس المال، عبارة أخرى يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية مقياساً لربحية كل من قرارات الاستثمار والتمويل³⁷⁹، و يتم احتساب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية ROE} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة (بعد طرح حقوق حملة الأسهم الممتازة)}}{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}$$

حقوق المساهمين = (رأس المال + الأسهم الممتازة + الاحتياطات + الأرباح غير الموزعة)

● **معدل العائد على إجمالي الأصول (معدل العائد على الاستثمار) (ROA):** يقيس هذا المعدل قدرة الشركة على توليد الأرباح انطلاقاً من الأصول المتاحة³⁸⁰ من معدات و مبان و أراضي ومخزون، و يمكن مقارنة قيمة هذا المؤشر لنفس الشركة عاماً بعد عام و مقارنته بالشركات المماثلة من حيث طبيعة النشاط، و يمكن قياسه بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على إجمالي الأصول ROA} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وكلما زادت هذه النسبة كلما زاد ربح الشركة و كان ذلك أفضل.

³⁷⁸ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سابق، ص 373.

- Timothy R. Mayes and Todd M. Shank . op. cit .p116

³⁷⁹ الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص 214.

³⁸⁰ Gitman Lawrence et al .op.cit.p 321.

4.3.4 نسب الاقتراض (مؤشرات اليسر المالي) Debt Ratio

تقيس هذه النسب قدرة الشركة على سداد كافة الديون عندما يحين ميعاد استحقاقها بغض النظر عن كون تلك الديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، فنسب الاقتراض تقيس المدى الزمني الذي ذهبت إليه الشركة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها³⁸¹. و لهذه المجموعة من النسب تأثير إيجابي وآخر سلبي و من ثم لا بد من أن يعطي لها المستثمر قدرا كافيا من الاهتمام، ويأتي التأثير الإيجابي من كون زيادة الاعتماد على القروض تعني انخفاض تكلفة الأموال بسبب الانخفاض النسبي لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل، و أيضا بسبب الوفورات الضريبية المتولدة على أساس أن فوائد القروض هي من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة هذا هو التأثير الإيجابي، ومن ناحية أخرى قد يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس، فزيادة القروض تعني زيادة عبء الفوائد المستحقة كما تعني ضرورة تدبير قد كبير من الأموال لسداد قيمة تلك القروض عندما يحل تاريخ استحقاقها، وإذا ما فشلت الشركة في الوفاء بتلك الالتزامات فقد ينتهي الأمر بإعلان إفلاسها³⁸². و من الأمثلة على نسب الاقتراض نجد:

● **نسبة القروض إلى إجمالي الأصول:** تقيس هذه النسبة درجة مساهمة الدائنين في مجموع أصول الشركة، فثمة مشاكل تواجه المستثمرين في حالة زيادة الاعتماد على أموال الغير بما يفوق الاعتماد على أموال الملكية، و من هذه المشاكل نجد سيطرة الدائنين على القرارات داخل الشركة و ضعف قدرة الشركة على الاستدانة مستقبلا، بالإضافة إلى أن جزءا كبيرا من أموال المساهمين سيحول إلى سداد ديون الآخرين، و يمكن التعبير عن تلك النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

كلما انخفضت تلك النسبة زادت قدرة الشركة على سداد الديون و كلما زادت النسبة قلت قدرة الشركة على سداد الديون و زادت الرافعة المالية للشركة، و هو ما يعني أن الشركة تعتمد على أموال الغير في التمويل بشكل أكبر، و هو ما يشكل خطرا و نقطة ضعف للشركة في جانب التمويل³⁸³.

● **نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين:** توضح مدى الاعتماد على الخصوم كمصدر من مصادر التمويل مقارنة بمصادر التمويل الداخلية (حقوق المساهمين)، فكلما انخفضت هذه النسبة كلما ارتفع نصيب التمويل طويل الأجل الذي يقدمه الملاك و كلما زادت قدرة الشركة على الدفع، وبالتالي كلما زادت هذه النسبة زادت الرافعة المالية للشركة و تقل قدرتها على الدفع³⁸⁴. و تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في أصول الشركة مقارنة بمساهمة الملاك، و يمكن التعبير عن هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى حقوق المساهمين} = \frac{\text{إجمالي الديون (الالتزامات)}}{\text{حقوق المساهمين}}$$

³⁸¹ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 331.

³⁸² الهندي منير إبراهيم" أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 191-192.

³⁸³ العداسي أحمد محمد، مرجع سابق، ص 140-141.

³⁸⁴ حماد طارق عبد العال" دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 151.

- **هيكل رأس المال:** و يتم حسابه بقسمة القروض طويلة الأجل على مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل (القروض + حقوق الملكية)، و تكشف تلك النسبة الأهمية النسبية للقروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال و لذلك فإنها تعتبر مؤشرا للحكم على المخاطر المالية بشأن نسبة التغطية، ويمكن التعبير عنها من خلال الصيغة التالية³⁸⁵:

$$\text{هيكل رأس المال} = \frac{\text{القروض الطويلة الأجل}}{\text{مجموع مصادر التمويل الطويلة الأجل}}$$

5.3.4 نسب التغطية Coverage Ratio

و هي النسب التي تقيس قدرة الشركة على تغطية الالتزامات و الأعباء الثابتة من خلال إيراداتها أو أرباحها، وكلما كانت أرباح الشركة مرتفعة كلما زادت القدرة على تغطية هذه الأعباء و تكون العلاقة ما بين الأرباح و قدرة الشركة على تغطية أعبائها علاقة طردية. و تشبه نسب التغطية نسب الاقتراض في أن كلاهما يعد مؤشرا للمخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة، فالفشل المالي في سداد الفوائد و أقساط القروض كفيلا بتعريض الشركة لمخاطر الإفلاس، و من أبرز الأمثلة على هذه المجموعة من النسب نجد:

- **معدل تغطية الأرباح للفوائد:** يعبر هذا المؤشر عن قدرة الشركة على مواجهة فوائد القروض، حيث توضح عدد المرات التي تستطيع أن تغطي فيها الفوائد من الأرباح، و يلاحظ أنه كلما زاد هذا المعدل كلما دل على ارتفاع قدرة الشركة على خدمة ديونها³⁸⁶. وعلى الرغم من ذلك فإن النسبة المرتفعة إما أن تظهر أرباح مرتفعة قبل الضريبة أو مستويات منخفضة للدين، أما النسبة المنخفضة للغاية فربما تشير إلى أن الشركة سوف تفقد فرصة تحقيق هامش ربح إيجابي و أن الشركة لم تقم بإدارة أصولها بكفاءة³⁸⁷، و يعبر عن هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل تغطية الأرباح للفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة و الفوائد}}{\text{الفوائد}}$$

فإذا كان معدل التغطية منخفض فهذا يعني أن أي انخفاض في المبيعات أو زيادة في التكاليف لها تأثير خطير على الشركة طالما أن الشركة لا تستطيع سداد الفوائد.

- **عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة:** تقيس هذه النسبة مدى قدرة التدفقات النقدية العادية للشركة على مواجهة الأعباء الثابتة للشركة، وتكتسب هذه النسبة أهميتها من كون النقد المحقق للمؤسسة من عملياتها هو المصدر الرئيسي للوفاء بالالتزاماتها³⁸⁸، ويعبر عنها بالصيغة التالية:

$$\text{عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة} = \frac{\text{صافي الربح قبل الضريبة + الإيجار}}{\text{الفوائد + الإيجار}}$$

³⁸⁵ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص ص 247-352.

³⁸⁶ عبد العزيز سمير محمد، مرجع سابق، ص 242.

³⁸⁷ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 151-152.

³⁸⁸ مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 336.

نفترض أن عدد مرات تغطية الأعباء الثابتة 3.2 مرة و أن معدل الصناعة هو 4 مرات فهذا يعني أن معدل الصناعة أفضل من معدل الشركة و هو ما يعني أن المركز المالي للشركة غير مطمئن من وجهة نظر الدائنين للتوسع في الاقتراض.

6.3.4 نسب السوق Market Ratios

تبين هذه النسب حركة أسهم الشركة في السوق و التي تعكس اهتمام المتعاملين في السوق المالي خلال فترة زمنية معينة، فهي تبين القيمة السوقية للشركة من خلال قيمة الأسهم المكونة لها مقارنة بالأرباح التي حققتها الأسهم خلال تلك الفترة، و تتكون هذه النسب من:

- نسبة السعر إلى الربحية (مضاعف الربحية) **Price to Earnings Ratio (P/E)**: و هو عبارة عن تقييم المتعاملين بالسوق لسهم شركة معينة، و هو مؤشر يتغير يوميا مع تغير سعر السوق للسهم، وتقاس هذه النسبة بقسمة السعر الذي يباع به السهم (عادة ما يكون سعر الإقفال) على ربحية السهم الواحد. ويستند أسلوب مضاعف الربحية على الافتناع بأن الأسهم ذات النسبة منخفضة للسعر إلى الإيراد P/E غير مفضلة من المستثمرين، وطبقا لإستراتيجية الاستثمار المعاكسة³⁸⁹ فالمستثمر يبحث عن الأسهم ذات النسبة المنخفضة للسعر إلى الإيراد ويستثمر فيها و يتجنب الأسهم ذات النسبة المرتفعة³⁹⁰، و تقاس هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة السعر إلى الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

ويعبر مضاعف سعر السهم عن عدد مرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم السنوية وفقا لآخر ميزانية معتمدة، فمثلا إذا كان مضاعف سعر السهم هو 10 مرات معناه أن استرداد القيمة السوقية للسهم يحتاج إلى 10 مرات أو عشر سنوات تحقق خلالها الشركة ربحية للسهم مماثلة لآخر ربحية معتمدة للسهم، وكلما انخفضت عدد المرات (أو السنوات) لاسترداد القيمة السوقية للسهم كان ذلك بصفة عامة أفضل.

و يمثل الاستثمار على أساس مضاعف الربحية فقط إستراتيجية محفوفة بالمخاطر لعدة أسباب منها تجاهل الوجه الآخر لعملية الاستثمار وهي المخاطرة، وتأثر المضاعف بمستوى الأرباح المعلن عنها والتي يمكن التحكم فيها بشكل مصطنع، بالإضافة إلى تجاهل حقيقة أن الأسعار الجارية للأسهم تنعكس كثيرا على المعلومات المتاحة للمستثمرين عن الشركة وبالتالي فإنه من المستبعد تحقيق عوائد غير عادية. كما أن مؤشر مضاعف السعر إلى الربحية يواجه مشكلة أساسية و هي مدى مناسبة المضاعف لظروف الشركة

³⁸⁹ إستراتيجيات الاستثمار المعاكسة: يفضل المستثمرون الذي يطلقون على أنفسهم اسم المعاكسين أن يفعلوا عكس ما يفعله المستثمرون الآخرون في السوق، و هذا معناه أنهم يقومون بشراء الأسهم التي يتجنبها الآخرون و يعتبرونها استثمارا خاسرا كما أنه يبيعون الأسهم التي يقبل عليها الآخرون و يعتبرونها استثمارا رابحا، و هم يفعلون ذلك عن اقتناع كامل بأن المستثمرين يميلون عادة إلى القيام بردود فعل أقوى من اللازم لأي أخبار يتلقونها، فمثلا هم يرون أن سعر أحد الأسهم قد انخفض أكثر مما يجب نتيجة انتشار أنباء سيئة عنه (مثل انخفاض إيرادات الشركة) وهم يعتقدون أن السهم سيبدأ في الارتفاع بعد أن يكتشف المستثمرون أنهم قد بالغوا في ردود فعلهم للأنباء السيئة، ويستمر الارتفاع في السعر حتى يصل إلى القيمة الأساسية له، و يحدث العكس تماما فيما يتعلق بردود الفعل للأخبار الجيدة فيرتفع السعر أكثر من اللازم ثم يبدأ في الانخفاض حتى يصل إلى القيمة الأساسية له.

³⁹⁰ حناوي محمد الصالح " تحليل و تقييم الأسهم و السندات" مرجع سابق، ص 109.

الحالية واحتمالات نموها المستقبلي، فالمضاعف المرتفع قد يرجع إلى مضاربات على السهم أدت إلى رفع قيمته السوقية وأصبح سعر السهم مبالغ فيه، وبالتالي فإن شراؤه في هذه الحالة يمثل صفقة خاسرة، كما قد يرجع إلى احتمالات نمو مستقبلي كبيرة وبالتالي ينعكس على تقييم السوق لهذا السهم وبما يؤدي إلى رفع سعره، كما أن المضاعف لسعر سهم ما قد يكون مناسباً في ظل الظروف العادية للسوق ولكن يصبح غير ملائم إذا اتخذت أسعار الأسهم في السوق الاتجاه الهبوطي لعدة أشهر، و لذلك يجب على المحلل المالي أو المستثمر الرشيد أن يقوم بدراسة وتحليل الأمور المتعلقة بالمضاعف قبل اتخاذ القرار الاستثماري، بالإضافة إلى عدم الاعتماد على مؤشر واحد فقط لأنه في جميع الأحوال لا يكون كافياً³⁹¹.

وبالتالي فإنه يلزم لمعرفة مدى مناسبة مضاعف الربحية بالنسبة للشركة إجراء المقارنات التالية³⁹²:

- مقارنة مضاعف الربحية بمتوسط المضاعف في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.
- مقارنة مضاعف الربحية بمتوسط المضاعف في السوق.
- مقارنة مضاعف الربحية بما هو متوقع في ضوء احتمالات النمو المستقبلي للشركة وظروفها الحالية والمستقبلية.
- مقارنة مضاعف الربحية بمتوسط المضاعف في الفترات السابقة.
- مقارنة المضاعف في ضوء معدل العائد المتوقع.

ويمكن للمستثمر عن طريق مقارنة مضاعف الربحية بمتوسط الصناعة أو السوق التعرف على السعر النسبي للسهم، فمثلاً إذا كان متوسط مضاعف الربحية للشركات بالبورصة يساوي 28 وكانت السوق تتجه إلى الصعود فإن هذا المضاعف يتجه إلى الزيادة، بينما إذا كانت السوق تتجه إلى الانخفاض فإن هذا المضاعف يتجه إلى الانخفاض أيضاً³⁹³. و يضاف إلى ذلك أن انخفاض المضاعف لا يمثل بالضرورة صفقة مغرية فقد يرجع الانخفاض إلى وصول أنباء سيئة عن الشركة إلى سوق الأوراق المالية و بما ينعكس على سعر السهم في السوق، كما قد يرجع هذا الانخفاض إلى تعرض الشركة لمخاطر كلية كبيرة أو احتمالات نمو مستقبلية ضعيفة. وبصفة عامة فإن متوسط المضاعف عادة ما يتراوح بين 5-15 مرة في الأسواق الناشئة، بينما يتراوح بين 15-25 في الأسواق الكبرى.

- نسبة ملكية المؤسسات المالية: وتقاس بقسمة عدد الأسهم التي تمتلكها المؤسسات المالية (صناديق الاستثمار وشركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي وغيرها من المؤسسات التي توجه جزء من مواردها المالية لشراء الأسهم) على عدد الأسهم التي أصدرتها الشركة، و يفضل العديد من المستثمرين شراء أسهم الشركات التي تنخفض فيها نسبة ملكية المؤسسات المالية والسبب هو أن أسعار أسهم الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية عادة ما تكون أسعار أسهمها قريبة من قيمتها الحقيقية و ذلك

³⁹¹ حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 254

³⁹² محمد محمود عبد ربه، مرجع سابق، ص 12-13.

³⁹³ عبد الغفار حنفي " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 281.

يرجع إلى كفاءة قرارات الاستثمار التي تتخذها تلك المؤسسات، و من ثم لا تتاح للمستثمر الفرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ملموسة.

- نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية: وهي تقيس القيمة السوقية للسهم لفترة زمنية معينة إلى قيمته الدفترية، و هذه النسبة تبين ما إذا كانت قيمة السهم في السوق متدنية أو مرتفعة عن قيمته التاريخية بناء على ما يملكه هذا السهم من حقوق لدى الشركة، وبالتالي فهو يوضح ما إذا كان المستثمرون في سوق المال يتوقعون زيادة ربحية الشركة مستقبلاً أم لا، و يمكن التعبير عنها بالصيغة التالية³⁹⁴:
- $$\text{نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$$

7.3.4 مقاييس التوزيع

تركز هذه المقاييس على مقدار الأرباح السنوية الموزعة لحملة الأسهم العادية و التي يكون مقدارها حسب سياسة توزيع الأرباح لكل شركة و التي ينبغي أن تتناسب مع صافي الأرباح السنوية التي تحققها الشركة، حيث يجب أن تحتفظ بجزء من الأرباح المتحققة سنوياً لتوفير متطلبات السيولة سواء فيما يتعلق بالوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل أو للوفاء بمتطلبات الأنشطة اليومية المختلفة للشركة، و تتكون مقاييس التوزيع من النسب الآتية³⁹⁵:

- غلة التوزيعات (معدل الربح الموزع لسهم): و تقاس بقسمة نصيب السهم من التوزيعات على متوسط أعلى و أدنى سعر يباع به السهم أو قسمته على سعر الإقفال، و يتوقف قبول المستثمر لنتاج تلك النسبة على الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها.
- نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة: تحسب بقسمة إجمالي التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم العادية على صافي الربح المتاح لهم أي صافي الربح بعد الضريبة مطروحاً منه التوزيعات التي حصل عليها حملة الأسهم الممتازة و نصيب الإدارة و العاملين من الأرباح المتولدة، و إن ارتفع أو انخفضت تلك النسبة سيكون له أثره على قرار الشراء أو عدم شراء أسهم شركة معينة.
- عائد الكوبون: يهتم بعض المستثمرين بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها شركة ما على حملة أسهمها و بالنسبة طوًلاء المستثمرين فإن الأرباح الموزعة نقداً على الأسهم تعتبر مؤشراً هاماً، و يحسب هذا المؤشر بقسمة الأرباح الموزعة نقداً لكل سهم عادي على السعر السوقي للسهم العادي الواحد، و يخبر هذا المؤشر المستثمرين بمعدل توزيعات الأرباح النقدية على سهم عادي بناء على سعره البيعي الجاري. و عادة ما يقوم المستثمر بمقارنة نسبة التوزيعات الحالية مع نسبة التوزيعات السابقة و نسبة التوزيعات المستقبلية المحتملة لمعرفة مدى التطور الذي لحق أو يحتمل أن يلحق بهذه النسبة .

³⁹⁴ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 193

³⁹⁵ المرجع السابق ص 194-195.

- حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 255-256.

المبحث الخامس: نماذج تقييم الأوراق المالية

إن تقييم الأوراق المالية يعني بإيجاد القيمة الحقيقية أو السعر العادل³⁹⁶ لها، و لأن القرار الاستثماري يتخذ حاضرا فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية، فالتقويم يبدأ بافتراض أن القيمة الحقيقية لأي أصل تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع تحققها خلال عمر الأصل، ثم يلي ذلك مقارنة القيمة الحقيقية للأصل بقيمته السوقية للتحقق فيما إذا تم تسعيره بشكل مناسب. و يعد الانحراف القائم ما بين القيمة الحقيقية للورقة المالية و ما بين القيمة السوقية المعلومة الرئيسية التي يتوقف عندها قرار الاستثمار و ذلك من أجل التحقق فيما إذا تم تسعير الورقة المالية بشكل مناسب³⁹⁷.

ولتقييم الورقة المالية طرق عديدة تختلف باختلاف نوعية الورقة المراد اتخاذ قرار الشراء أو البيع بخصوصها، وعليه فسوف يخصص هذا الجزء لاستعراض الكيفية التي سيتم بها تقييم كل من الأسهم والسندات و العوامل المحددة لقيمة كل منهما.

1.5 تقييم الأسهم

هناك طرق متعددة لتقييم الأسهم فبعضها تعتمد على التدفقات النقدية المخصومة وبعضها تعتمد على التدفقات النقدية الحرة المخصومة و البعض الآخر يعتمد على أساليب تعتمد على البيانات والقوائم المحاسبية .

1.1.5 المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم العادية (معايير تقييم الأسهم)

إن ما يهم المساهمين هو العائد الذي يحصلون عليه طيلة فترة احتفاظهم بالأسهم وليس العائد الذي يتحقق من المتاجرة أو المضاربة بها، وقد يفضل البعض الحصول على العائد لاحقا ولذلك يستثمر في مشروعات يتوقع لها النجاح وتحقيق أرباح، ومن ثم عائدا أكبر لسهمها العادي، في حين أن البعض يمكن أن يقبل بعائد مناسب لأسهم عادية تعود لشركات مستقرة، ولذلك فإن قياس عائد السهم العادي مهم للمتعاملين في الأسواق المالية لأن العائد لا يؤثر على الدخل الذي يحققه السهم العادي وإنما على قيمته في السوق³⁹⁸. وتتعدد المعايير (المؤشرات) المعتمدة في تحليل الأسهم بغرض تقييمها و إن الاعتماد على معيار دون غيره إنما يحكمه سلوك متخذ قرار الاستثمار و نمطه فيما إذا كان المستثمر مغامرا أو متحفظا.

وهناك عدة مؤشرات ومقاييس يتم استخدامها لقياس عائد السهم العادي و من أهمها نجد ما يلي³⁹⁹:

³⁹⁶ إن السعر العادل لأية أداة استثمارية سواء كانت حقيقية أو مالية هو القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر من امتلاكه لهذه الأداة من لحظة امتلاكه لها إلى موعد استحقاقها إذا كان لها موعد استحقاق مثل السندات أو إلى الأبد إذا لم يكن لها موعد استحقاق مثل الأسهم العادية .

³⁹⁷ الداغر محمود محمد، مرجع سابق، ص 143.

³⁹⁸ خلف فليح حسن " الأسواق المالية و النقدية" عالم الكتاب الحديث، جدارا للكتاب العلمي، الأردن، الطبعة الأولى 2006، ص ص 212-213.

³⁹⁹ مطر محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الرابعة 2004، ص ص 263-269.

- خلف فليح حسن، مرجع سابق، ص ص 213-217

- كداوي طلال " تقييم القرارات الاستثمارية" دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2008، ص ص 87-93.

- رمضان زياد "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثالثة 2005، ص 311.

- الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات" دار حامد، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص ص 78-79.

- الزبيدي حمزة محمود، مرجع سابق، ص ص 259-261.

- **عائد السهم العادي (EPS) Earning Per Share** : أو حصة السهم العادي من الأرباح، ويستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السهم العادي، و تبرز أهميته في إمكانية مقارنة أداء مختلف الشركات التي يتم تداول أسهمها في البورصة عن نفس الفترة المالية، أو المقارنة بين نتائج أعمال الشركة نفسها عن فترات مختلفة. وقد ألزمت تعليمات الإفصاح عن المعلومات الصادرة عن البورصات العالمية وكذلك معايير المحاسبة على ضرورة عرض القيمة المقارنة لهذا المؤشر في صلب قائمة الدخل، ويتم احتساب (EPS) وفق طبيعة هيكل رأس المال المستثمر في الشركة، فإذا كان بسيطاً أي حال من الأدوات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية يتم احتسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{عائد السهم العادي (EPS)} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات السهم}}{\text{المتوسط الموزون (المرجح) لعدد الأسهم العادية}}$$

ويطلق عليه في هذه الحالة عائد السهم الأساسي، أما إذا كان هيكل رأس المال مركباً باحتواء عدد من الأدوات التي يحتمل تحويلها إلى أسهم عادية مثل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل أو عقود اختيار التي تعطي لحاملها حق تحويلها إلى أسهم عادية أو السندات القابلة للتحويل، فحينئذ يتم احتساب ما يعرف بعائد السهم المخفف (Diluted EPS) وفي هذه الحالة يدخل في احتساب DEPS آثار الأدوات القابلة للتحويل وذلك سواء في بسط النسبة المشار إليها أعلاه أو في مقامها فتصبح تلك المعادلة كما يلي:

$$\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم الممتازة غير القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم}$$

$$\text{الممتازة القابلة للتحويل + صافي فائدة السندات القابلة للتحويل بعد خصم الضريبة}$$

$$\text{DEPS} = \frac{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية + الأسهم المحتمل تحويلها من الأدوات القابلة للتحويل}}{\text{الممتازة القابلة للتحويل + توزيعات الأسهم الممتازة}}$$

هذا ويتوجب عرض كل من PEPS و DEPS في صلب قائمة الدخل.

- **حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS) (Dividends Per Share)**: يحصل المستثمر في الأسهم على توزيعات عندما تحقق منشآت الأعمال المصدرة للسهم أرباح على أن يكون ذلك مقروناً بموافقة الإدارة على التوزيع. ويستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعنى الأرباح المستلمة فعلاً من السهم الواحد، إذ قد يحصل أن يترتب للسهم عائداً معيناً قد يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الآخر لأغراض تتعلق بسياسات الشركة، وبحسب هذا المؤشر كالتالي:

$$\text{التوزيعات المعلن عنها + توزيعات الأسهم الممتازة}$$

$$= \text{DPS}$$

$$\text{عدد الأسهم العادية المسجلة في سجلات الشركة بتاريخ الميزانية}$$

وإذا كان المستثمر مهتماً بالجانب النقدي سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات توزيعات الأرباح المرتفعة ويتعد عن الأسهم ذات التوزيعات القليلة حتى وإن كان عائدها مرتفع. وليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة مع نصيبه من الأرباح المتحققة، فغالباً ما توزع الشركة جزءاً من الأرباح التي تحققت وتبقى الباقي على شكل احتياطات أو أرباح، لذا عادة ما يكون نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة أقل من نصيبه من الأرباح المحققة .

- **مردود السهم العادي (YPS) Yield Per Share** : يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في الاستمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى، وعادة ما يقارن المردود مع سعر الفائدة السائد في السوق. فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتناءه ذي جدوى، أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه من الأفضل الابتعاد عن هذه الأسهم، وإذا كان المستثمر محتفظاً بعدد منها فسيكون الأفضل له التخلص منها بالبيع والبحث عن أسهم أخرى يكون مردودها أعلى من سعر الفائدة، ويحتسب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$\text{مردود السهم العادي} = \frac{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$$

- **مضاعف سعر السهم العادي (PER) Price Earning Ratio** : تعكس هذه النسبة حالة التفاوض والتشاؤم بشأن أسعار الأسهم، و مضمون هذه النسبة يعني عدد المرات التي سيستلم فيها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع، فلو أن نسبة السعر إلى الربح تساوي 8 مرات فهذا يعني أن المستثمر على استعداد أن يدفع للسهم ثمانية أضعاف ربحيته السنوية. و يستخدم هذا المؤشر لتقييم مدى التضخم أو الانكماش الحاصل في الأسعار السوقية للأسهم وللتنبؤ بحركة الأسعار، حيث كلما ابتعد بالزيادة مضاعف السعر لسهم معين عن النسبة المعيارية للسوق، كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم، فإذا كان المستثمر يمتلك الأسهم فمن الأفضل له أن يبيعها، و إذا كان لديه نية في شرائها الآن عليه أن ينتظر، وإذا حدث العكس فهناك جدوى من شراء هذه الأسهم الآن، وتحدد هذه النسبة بالمعادلة التالية :

$$\text{السعر إلى الربحية} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{عائد السهم العادي}}$$

كما يمكن تحديد هذا المؤشر بمعادلة أخرى باستخدام (DPS) بدلا من (EPS) وذلك وفق الصيغة التالية:

$$\text{السعر إلى الربحية} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات}}$$

- **القيمة الدفترية للسهم العادي (BVPS) Book Value Per Share**: تعتبر مؤشراً لقوة حقوق المالكين لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. والاعتقاد السائد بين المتعاملين هو أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل، بمعنى أن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد صحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة. ويفيد هذا المؤشر في اتخاذ قرار الاستثمار ومتابعة اتجاهات تطور قيمة السهم عبر السنوات، حيث يفضل المستثمر المتحفظ الأسهم التي تتزايد قيمتها الدفترية وبشكل أكبر من عوائد أو توزيعات الأسهم، بينما المستثمر المغامر يهمل العوائد والتوزيعات بشكل أكبر من القيمة الدفترية للسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ طويلاً بالأسهم.

ويحتسب هذا المؤشر بالمعادلة التالية :

$$\frac{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم العادي}$$

ويعد قرار الاستثمار مثالياً وذي جدوى إذا كانت القيمة الدفترية للسهم العادي تساوي قيمته السوقية لأنه في هذه الحالة عند تصفية الشركة فإن قيمته البيعية هي نفسها المسجلة في السجلات، أما إذا كان هناك تباين كبير بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم فإنه يدل على درجة عالية من الخطورة تتسم بها الشركة وبالتالي أسهمها، وعادة ما تكون القيمة السوقية أعلى من القيمة الدفترية وليس العكس.

● **عائد الاحتفاظ بالسهم: Holding Period Return (HPR):** يقيس هذا المعيار العائد المتحقق للمستثمر الذي لديه محفظة خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق، ويتكون العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال احتفاظه بالأوراق (أسهم وسندات) من جزئين رئيسيين هما: الأرباح الرأسمالية والتي تمثل الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع، والتدفقات النقدية الجارية والتي تتمثل في التوزيعات النقدية للأرباح أو فوائد السندات أو غيرها، ويقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم ويحسب كالآتي:

$$\frac{\text{القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}} = \text{عائد الاحتفاظ بالسهم}$$

وتمثل القيمة الإجمالية لدخل السهم إيرادات السهم (EPS) مضافاً إليها المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره في السوق، ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في مجال تقييم قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أنه يعبر عن العائد الحقيقي للاستثمار ومن الممكن اتخاذ قرار الاستثمار من خلال مقارنة هذا العائد مع سعر الفائدة السائدة في السوق أو النسبة المعيارية التي يحملها المستثمر في ذهنه .

● **معدل دوران السهم العادي Sare Turnover (ST):** يقيس هذا المؤشر مدى الإقبال على السهم في السوق المالي معبرا عنه بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم، ويحسب هذا

$$\frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من نوع معين خلال السنة}}{\text{عدد الأسهم المسجلة بتاريخ الميزانية}} = \text{معدل دوران السهم العادي}$$

2.1.5 نماذج تقييم الأسهم العادية

يحتاج المستثمرون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ القرارات الرشيدة التي تقلل من المخاطر وتعظم العائد، ويكون أساس ذلك هو الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال استخدام نماذج التقييم، فابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي إلى قرارات استثمارية غير رشيدة الأمر الذي ينعكس على انخفاض كفاءة السوق، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطر المنتظمة وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار. وتتعدد النماذج التي تستعمل لتقييم الأسهم العادية إذ نجد من بينها نموذج التدفقات النقدية و نموذج مضاعف الربحية.

1.2.1.5 تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية أو نموذج خصم التوزيعات Dividend Discount Model (DDM)⁴⁰⁰

الافتراض الأساسي في النظرية المالية لتقييم أي أصل مالي يعتمد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، لذا يستعمل المستثمرون نموذج الخصم وذلك من أجل تحديد القيمة الذاتية أو العادلة للأصل. ويقوم نموذج الخصم أو ما يسمى بنموذج رسمة الدخل على القاعدة التي تقضي بأن القيمة العادلة لأي استثمار بما فيها الاستثمار في الأسهم العادية تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمخصومة بمعدل خصم يتلاءم مع درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار. ويرجع الفضل في اكتشاف هذا النموذج لـ J.B.Williams (1938) والذي يرى أن قيمة أي أصل (مالي أو مادي) في القيمة المقابلة لكل التدفقات المالية المتوقعة له⁴⁰¹، و تركز فكرة هذا المفهوم على أعمال Irving Fisher الذي وضع في سنة 1907 أسس تحليل القيمة الحالية، ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية⁴⁰²:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} + \frac{D_2}{1+K_e} + \dots + \frac{D_n}{1+K_e} + \dots \quad (2-1)$$

أو

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \dots \dots \dots (2-1a)$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحقيقية للأصل.

D_t : التوزيعات المستقبلية التي تدفع نهاية السنة t .

K_e : معدل الخصم (معدل التحيين) أو ما يسمى بمعدل العائد المطلوب⁴⁰³.

و بخصوص الأسهم العادية فإن حملتها يمكن أن يحصلوا على نوعين من التدفقات: الأولى بشكل توزيعات أرباح نقدية يتحدد وفقا لقرارات إدارة الشركة والثانية تتحقق من الفرق بين الأسعار السوقية عند المتاجرة بالأسهم⁴⁰⁴.

1.1.2.1.5 حالات تطبيق نموذج خصم التوزيعات

يمكن تطبيق نموذج خصم التوزيعات في تقييم الأسهم وذلك بأخذ حالتين هما⁴⁰⁵:

⁴⁰⁰ Les grands précurseurs de cette approche ont été Irving Fisher 1930, J.P.Williams 1938, N.Molodovsky 1965, et les papes de l'analyse financières Graham, Dodd et Cottle 1962.

⁴⁰¹ تم انتقاد هذا النموذج من طرف كل من Graham et Dodd و قاما بتطوير هذا النموذج في سنة 1962 حيث يتم الاعتماد على كل من قيمة التوزيعات المتوقعة في المستقبل و معدل الخصم لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم.

⁴⁰² Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques » 4^e édition, Dunod, paris 2002, p 153.

⁴⁰³ K_e : معدل العائد المطلوب على الاستثمار أي معدل العائد الملائم للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الورقة المالية.

⁴⁰⁴ التسميى أرشد فؤاد " الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" مرجع سابق ، ص 194.

⁴⁰⁵ Viviani Jean-Laurent « Gestion de portefeuille » Dunod, paris, 2 è éditon 2001 , p21.

الحالة الأولى: نموذج الخصم لتقييم الأسهم لفترة محددة

ففي هذه الحالة يقرر المستثمر امتلاك الأسهم لفترة معينة و بعدها يتخلى عنها عن طريق بيعها في السوق، و هنا سيحصل على نوعين من التدفقات النقدية الأولى تتمثل في توزيعات الأرباح، والثانية تتمثل في سعر السهم في نهاية الفترة أي عند بيعه، ويمكن توضيح القيمة الحقيقية للسهم في هذه الحالة من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_e)^t} + \frac{P_n}{(1+K_e)^n} \dots\dots\dots(2-2)$$

حيث أن:

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n (سعر بيع السهم في نهاية الفترة).

D_t : توزيعات المستقبلية للسهم العادي و التي تدفع نهاية السنة t .

K_e : معدل العائد المطلوب.

n : فترة الاحتفاظ بالأصل (السهم).

الحالة الثانية: نموذج الخصم لتقييم الأسهم لفترة غير محددة (لا نهائية)

و في هذه الحالة يقرر المستثمر الاحتفاظ بالسهم لفترة غير محددة و بتطبيق نموذج الخصم على هذه الحالة يمكن الوصول إلى القيمة الحقيقية (الحالية) للسهم وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(2-3)$$

و تتمثل محددات معادلة نموذج خصم التوزيعات فيما يلي:

- توزيعات الأرباح: و التي تتأثر بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح و سياسة توزيعاتها .
- معدل الخصم (معدل العائد المطلوب): يتم استعمال معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين كمعدل خصم إذ من بين النماذج المشهورة لحسابه يتم استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وذلك وفق المعادلة التالية:

$$ER_i = R_f + B_i(ER_M - R_f)$$

حيث أن:

ER_i (K_e):معدل العائد المطلوب على الورقة المالية.

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر و يتم الرجوع في ذلك إلى العائد على أذونات الخزينة.

B_i : معامل بيتا و الذي يحسب بالتباين المشترك لعائد الورقة المالية مع عائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق

(ER_M) الذي يكون معطى و محسوب ضمن بيانات الأسواق المالية .

معدل عائد السوق: و يمثل الفرق بين عائد السوق و عائد الأصل الخالي من المخاطر علاوة مخاطر السوق وحينما تضرب هذه الأخيرة في بيتا تعطي علاوة مخاطر الورقة المالية.

و تعني معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة ما يساوي معدل عائد للتعويض عن عنصر الزمن والذي يقاس بالعائد المتولد عن استثمار لا يتعرض للمخاطر مثل أذونات الخزينة لذا

يطلق عليه اسم معدل العائد الخالي من المخاطرة⁴⁰⁶ R_f ، ويضاف إلى ذلك معدل عائد إضافي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار والذي يطلق عليه علاوة المخاطر و التي تتمثل في تسعير السوق لكل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة أي القيمة $(ER_M - R_f)$ مضروباً في عدد وحدات تلك المخاطر أي B_i . إن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يتغير عبر الزمن لأنه يتغير مع التغير في معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم و حجم المخاطر و علاوة المخاطر⁴⁰⁷ .

2.1.2.1.5 الصور الأساسية لنموذج خصم التوزيعات

أولاً: نموذج النمو الثابت (حالة النمو الثابت) نموذج Gordon and Shapiro 1956

يفترض نموذج جوردن و شابيرو أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت، و بالتالي فإن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال فترة زمنية تكتب وفق الصيغة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} + \frac{(1+g)D_1}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}D_1}{(1+K_e)^n} \dots \dots \dots (2-4)$$

أو

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} \left[\frac{(1+g)}{(1+K_e)} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+K_e)^{n-1}} \right] \dots \dots \dots (2-4a)$$

و للحصول على سعر السهم (القيمة الذاتية الحالية) يجب تحويل عدد الفترات من n إلى ∞ . فإذا كان $K_e > g$

فإن قيمة $\left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)^n$ تؤول إلى الصفر نظراً لأن عدد الفترات غير محدود، وبالتالي فإن قيم سلسلة التوزيعات

ستكون قيمها متقاربة، و عليه ستصبح المعادلة بعد سلسلة من العمليات في شكل المعادلة رقم (2-5):

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K_e} \left(\frac{1}{1 - \left(\frac{1+g}{1+K_e} \right)} \right) = \frac{D_1}{1+K_e} \left(\frac{1}{\frac{1+K_e - 1 - g}{1+K_e}} \right) = \frac{D_1}{1+K_e} \times \frac{1+K_e}{K_e - g}$$

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \dots \dots \dots (2-5)$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحالية للسهم.

D_1 : توزيعات الأرباح في نهاية السنة علماً أن $D_1 = D_0(1+g)$.

K_e : معدل العائد المطلوب.

g : معدل نمو الأرباح و هو ثابت، و بحسب بضرب نسبة الأرباح المحتجزة في معدل العائد على حقوق الملكية.

و النموذج يكون صالحاً فقط إذا كان معدل نمو التوزيعات ثابت و $K_e > g$.

⁴⁰⁶ يتكون معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة من شقين الأول: هو معدل الفائدة الحقيقي و الذي يتحدد بالتوازن بين العرض و الطلب على النقود، أما الشق الثاني فهو علاوة للتعويض عن مخاطر التضخم و هي مخاطر ترتبط بعنصر الزمن و ليس بالاستثمار نفسه لذا يطلق عليه العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من المخاطر.

⁴⁰⁷ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص ص 363-364.

أما إذا كان $K_e \leq g$ فتوجد حالتين : الحالة الأولى إذا كان $K_e = g$ يؤول السعر إلى ما لا نهاية وهو غير معقول (غير مقبول). أما الحالة الثانية إذا كان $K_e > g$ فإن السعر يكون سالب و هو غير منطقي لأنه ليس من الممكن أن يكون معدل نمو الشركات يفوق معدل نمو الاقتصاد.

وحتى يمكن تطبيق نموذج Gordon and Shapiro و تطبيق المعادلة يجب أن يتحقق شرطين أساسيين هما: أن يكون النمو في التوزيعات ثابت و أن يكون معدل النمو هذا أقل من معدل الخصم، و بالتالي فإن هذا النموذج يطبق فقط على المؤسسات ذات النمو المعتدل (المتوسط).
و انطلاقا من المعادلة رقم (5-2) يمكن استخراج معدل العائد المطلوب بحيث نجد:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \dots \dots \dots (2-6)$$

فمن خلال هذه المعادلة نجد معدل العائد المطلوب هو مجموع العائد على السهم $\frac{D_1}{P_0}$ (غلة التوزيعات) و معدل نمو التوزيعات g (القيمة المتوقعة لغلة الأرباح الرأسمالية) مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها⁴⁰⁸.
و بالتالي فإن نفس الشروط لصلاحيّة المعادلة رقم (5-2) هي شروط صلاحية المعادلة رقم (6-2).
وإذا أخذنا المعادلة رقم (6-2) و قمنا بتبديل V_0 بـ P_0 سعر السهم السوقي فيصبح K_e معدل العائد المتوقع من قبل المستثمر و يصبح ترميزها بـ ER . و في ظل السوق الكامل سيكون كل من K_e و ER متساويان و بالتالي فإن V_0 و P_0 متساويان.

فمن خلال المعادلة رقم (6-2) يمكن للمستثمر اتخاذ القرار بالاستثمار أم لا من خلال مقارنة العائد المتوقع بالعائد المطلوب، فإذا اتضح له أن معدل العائد المتوقع أقل فهذا يعني أن السعر الذي يباع به السهم مغال فيه والعكس يصبح صحيحا لو أن معدل العائد المتوقع كان أكبر من معدل العائد المطلوب (و الذي يتحدد على أساس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية).

ثانيا: نموذج النمو الصفري (حالة عدم وجود نمو) حالة اللا نمو Constant or Zero Growth Model

يفترض هذا النموذج أن أرباح السهم العادي ثابتة و لا تنمو لأن الشركة تحقق نفس الأرباح في كل عام و تقوم بتوزيع جميع هذه الأرباح دون أن تستثمر منها شيئا و بذلك تكون الأرباح الموزعة متساوية في جميع السنوات و هي في هذه الحالة مثلها من أرباح الأسهم الممتازة الأبدية عادية و تشبه معادلة السهم العادي في هذه الحالة معادلة سعر السهم الممتاز.

و عليه يعبر نموذج النمو الصفري أو الثابت عن الحالة التي يحصل فيها حامل السهم على مقدار ثابت من التوزيعات عبر الزمن بما يعني أن النمو الدوري لتلك التوزيعات يساوي صفر، وإذا كان الأمر كذلك فإن ما حصل عليه حامل السهم من توزيعات في العام الحالي أي لا بد و أن يساوي التوزيعات الدورية التي

⁴⁰⁸ Broquet Claude et AL « Gestion de portefeuille » OP.Cit.P 208.

سيحصل عليها في السنوات التالية أي أن القيم $D_1, D_2, \dots, D_\infty$ تكون متساوية ⁴⁰⁹ ، و في ظل هذه الفرضية يمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (2-3) على النحو التالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(2-7)$$

أو

$$P_0 = D \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(2-7a)$$

و بلغة المتتالية الهندسية يمكن إعادة صياغة المعادلة لتأخذ المعادلة رقم (2-7) الصورة التالية:

$$P_0 = \frac{D}{K_e} \dots\dots\dots(2-8)$$

و هكذا لا تبدو هناك صعوبة في تسعير السهم الذي تتسم تدفقاته النقدية المستقبلية بالثبات، فالمتغيرات المطلوبة هي التوزيعات الحالية أي D و معدل الخصم أي K_e (معدل العائد المطلوب على الاستثمار).

و إذا ما كان السهم يباع في السوق بسعر أقل من P_0 حينئذ تكون قيمته السوقية مغال فيها و ينصح المستثمر بعدم شرائه بهذا السعر بل و ينصح ببيعه إذا ما كان يملكه، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة المحسوبة بمعنى أن السهم يباع بسعر أقل مما ينبغي حينئذ تكون النصيحة هي عدم التصرف في السهم بهذا السعر بل وينصح المستثمر بشراء المزيد منه إذا ما توافرت له الموارد المالية ⁴¹⁰.

و إذا ما تم تقييم السهم في ظل المعادلة رقم (2-8) على أساس تقدير القيمة العادلة للسهم فهناك مدخل آخر للتقييم يتمثل في تقدير معدل العائد المتوقع أن يتولد عن الاستثمار في السهم و الذي يتحدد وفقا للمعادلة رقم (2-9) و ذلك كما يلي:

$$K_e = ER = \frac{D}{P_0} \dots\dots\dots(2-9)$$

حيث أن:

$K_e = ER$: يمثل معدل العائد المتوقع.

P_0 : تمثل القيمة السوقية الجارية للسهم.

أما المنطلق الذي يقوم عليه هذا المدخل فمؤداه أن المستثمر لا يملك تغيير القيمة السوقية للسهم فهو يقبلها كما هي ومن ثمة فإن عليه أن يقوم بحساب العائد المتوقع أن يحصل عليه إذا ما اشترى السهم بالسعر السائد في السوق، ثم يقارن المعدل المحسوب بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار من وجهة نظره. فإذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار يزيد عن ذلك فهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من ذلك فهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل مما ينبغي.

⁴⁰⁹ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 370-371.

⁴¹⁰ المرجع السابق، ص 371.

ثالثا: نموذج النمو المتغير (نموذج النمو غير الثابت) Non Constant Growth Model

يطلق على نموذج النمو غير الثابت بنموذج النمو المتعدد Multiple Growth Model على أساس أن النمو المستقبلي للتوزيعات لا يظل على وتيرة واحدة، وترتبط حالة النمو غير الثابت بالشركات حديثة النشأة، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه الشركة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة بينما نادرا ما يتم إجراء توزيع للأرباح، و بقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ الشركة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى، وعند نقطة ما في مرحلة النضوج يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض إلى أن يصل إلى مستوى تستطيع الشركة الإبقاء عليه في المدى الطويل وحينئذ يستقر معدل النمو. و يتضمن نموذج النمو المتغير نموذجين هما نموذج ذو طورين (مرحلتين) و نموذج ذو ثلاثة مراحل (ثلاثة أطوار).

● **نموذج ذو مرحلتين أو طورين** : تمر الشركة بمرحلتين حيث تعرف فيهما التدفقات النقدية و المتمثلة في التوزيعات نموا سريعا لفترة زمنية معينة (محددة) و ذلك في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية تبدأ تلك التوزيعات بالانخفاض حتى تستقر عند معدل معين، وبالتالي فإن هذا النموذج يتضمن نمو التوزيعات وفق نموذج نمو هندسي و ذلك خلال فترة زمنية محددة T . و المرحلة الثانية تنمو التوزيعات بمعدل ثابت (نموذج جوردن وشابيرو). و يمكن التعبير عن هذا النموذج رياضيا بالمعادلة التالية⁴¹¹:

$$P_0 = D_1 \frac{1 - \left(\frac{1 + g_1}{1 + K_e} \right)^T}{K_e - g_1} + \frac{D_1(1 + g_1)^{T+1}(1 + g_2)}{(K_e - g_2)(1 + K_e)^T} \dots \dots \dots (2-10)$$

حيث أن:

T : عدد سنوات المرحلة الأولى.

g_1 : معدل النمو للمرحلة الأولى.

g_2 : معدل النمو للمرحلة الثانية.

● نموذج ذو ثلاثة مراحل (ثلاثة أطوار) Molodovsky 1960

يتضمن هذا النموذج ثلاثة مراحل للنمو و هي:

- **الأولى**: مرحلة النمو السريع بمعدل نمو قدره G_1 و (حيث أن $G_1 < G_2$) و تدوم هذه المرحلة لمدة زمنية يرمز لها بـ T .

- **الثانية**: مرحلة الاستقرار و خلالها يبدأ معدل النمو يتناقص سنويا تتمثل في مرحلة (يطلق عليها أحيانا مرحلة تحول النمو) حتى يستقر و يصبح بذلك يساوي معدل النمو للمرحلة الثالثة و الأخيرة.

و يرمز لمعامل النمو للسنة z بـ $G(z)$ ، و تمتد هذه المرحلة لفترة زمنية معينة يرمز لها بـ N .

- **الثالثة**: مرحلة النضج و تتميز باستقرار نمو التوزيعات إلى ما لا نهاية بمعدل ثابت يقدر بـ G_2 .

و يمكن التعبير عن هذا النموذج رياضيا بالمعادلة التالية⁴¹²:

⁴¹¹ Viviani Jean-Laurent « Gestion de portefeuille » op. cit. p 33.

⁴¹² Ibid., p 34.

$$P_0 = D_0 \left\{ \frac{(1+G_1)}{(K_e - G_1)} (1-\alpha)^T + \alpha^T \sum_{t=1}^N \frac{1}{(1+K_e)^t} \prod_{j=1}^t G(j) \right\} + D_0 \frac{(1+G_1)^T (1+G_2) \prod_{j=1}^N G(j)}{(K_e - G_2)(1+K_e)^{T+N}} \dots\dots\dots(2-11)$$

avec :

$$G(j) = 1 + G_1 \frac{(G_1 - G_2)}{N}$$

$\frac{(G_1 - G_2)}{N}$: donne la valeur de la croissance du taux chaque année.

N : le nombre d'année de la deuxième phase.

T : durée de la première phase.

\prod l'opérateur produit.

2.2.1.5 نموذج مضاعف الربحية⁴¹³ Earning Multiplier or Price Earning Ratio

يمثل هذا النموذج بديل آخر لتقييم الأسهم العادية على أساس ربحية السهم و ليس على أساس التوزيعات، إذ يعد هذا النموذج من بين أهم المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها حتى بالنسبة للمحللين الذين يعتمدون على التحليل الفني. و في مجال تقييم الأوراق المالية يشير أصحاب التحليل الأساسي إلى مضاعف الربح بالنموذج العملي أو الواقعي نظرا لكثرة استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين والمتعاملين في السوق من جهة، ومن جهة أخرى لسهولة تطبيقه وفهمه بالمقارنة بنماذج أخرى. إن هذه العوامل تساعد في إضفاء المصداقية على نتائجه وتثبت اعتماده كأحد المؤشرات الهامة للتقييم واتخاذ القرار للمستثمرين الماليين .

و لتقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي باستعمال نموذج مضاعف الربحية أو ما يسمى بنسبة سعر السهم إلى ربحيته P/E Ratio تستعمل المعادلة التالية:

$$PER = \frac{P}{E} \dots\dots\dots(2-12)$$

حيث أن:

PER : مضاعف الربحية.

P : تمثل القيمة السوقية للسهم في السوق وعادة ما يقصد بها سعر الإقفال في يوم التقييم.

E : تمثل ربحية السهم التي عادة بها ربحية السهم خلال الإثني عشر شهرا الأخيرة.

إذن يتمثل مضاعف الربحية في نسبة سعر السهم إلى ربحيته وتزودنا المعادلة رقم (2-12) بالقيمة التي يبدي المستثمر استعداداه لدفعها في مقابل كل وحدة نقدية من الربحية المتولدة عن الاستثمار في السهم. و يواجه استخدام الربحية الماضية في المعادلة رقم (2-12) بالاعتراض على أساس أن المستثمرين يشتركون السهم على أساس ربحيته المستقبلية و ليس على أساس ربحيته في الماضي. وإذا ما تمكن المستثمر من

⁴¹³ يتم استعمال المضاعفات لأجل رسالة العوائد بمعنى إيجاد قيمة الأصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته.

تحديد القيمة الملائمة للمضاعف حينئذ يصبح من السهل عليه تقدير القيمة التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في المستقبل و التي تتمثل في حاصل ضرب قيمة المضاعف \times ربحية السهم⁴¹⁴.

1.2.2.1.5 المتغيرات المؤثرة على مضاعف الربحية

يتكون المضاعف من متغيرين أساسيين هما: سعر السهم وربحيته و يتم افتراض أن الربحية ليست الربحية التاريخية بل الربحية المستقبلية، وبالنسبة للسعر فهو السعر الذي يباع به الأصل في السوق و أن المنشأة تتمتع بنمو منتظم في توزيعاتها بما يعني أنه يتحدد بالمعادلة رقم (2-5) و التي تقتضي بأن:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_e - g} \dots \dots \dots (2-5)$$

بما يعني أن المضاعف يحسب على أساس السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم، و لما كانت D_1 لا تخرج عن كونها ربحية السهم في السنة التالية مضروبة في الجزء من الأرباح الذي يتقرر توزيعه و أن معدل النمو يتمثل في معدل الأرباح المحتجزة مضروباً في معدل العائد على حقوق الملكية فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (2-5) لتأخذ الصورة التالية:

$$P_0 = \frac{hE_1(1-b)}{K_e - hb} \dots \dots \dots (2-13)$$

حيث أن :

hE_1 : تمثل ربحية السهم في السنة التالية.

b : تمثل نسبة الأرباح المحتجزة.

$(1-b)$: تمثل نسبة الأرباح الموزعة.

h : تمثل معدل العائد على حقوق الملكية.

K_e : معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

و بقسمة طرفي المعادلة السابقة على hE_1 نحصل على قيمة المضاعف الموضحة في المعادلة رقم (2-14):

$$\frac{P_0}{hE_1} = \frac{(1-b)}{K_e - hb} \dots \dots \dots (2-14)$$

$$\frac{P_0}{hE_1} = PER \text{ حيث أن}$$

و بالتالي تصبح المعادلة على الشكل التالي:

$$PER = \frac{(1-b)}{K_e - hb} \dots \dots \dots (2-15)$$

و يعني هذا أنه مع ثبات العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يوجد علاقة طردية بين مضاعف الربحية

⁴¹⁴ الهندي منير إبراهيم "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 384.

PER وكل من نسبة الأرباح الموزعة $(1-b)$ و نسبة الأرباح المحتجزة b ، و معدل العائد على حقوق الملكية h ، ولما كانت $hb = g$ فإن العلاقة تصبح أيضا طردية بين مضاعف الربحية ومعدل النمو أما العلاقة بين مضاعف الربحية و معدل العائد المطلوب على الاستثمار فهي علاقة عكسية⁴¹⁵.

ملاحظة: ينخفض مضاعف الربحية مع ارتفاع أسعار الفائدة في السوق لأن هذا الأخير يلعب دورا مهما في تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

هذا في حالة افتراض أن معدل النمو في التوزيعات ثابت فنستعمل نموذج جوردن و شابيرو أما في حالة أن معدل النمو غير ثابت فإن قيمة السهم تكون وفق الصيغة الرياضية التالية⁴¹⁶:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(2-3)$$

كما يمكن كتابتها على الشكل التالي:

$$P_0 = \frac{hE_1(1-b_1)}{1+K_e} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \dots\dots\dots(2-16)$$

$$PER = \frac{P_0}{hE_1}$$

و بالتالي تأخذ المعادلة الشكل التالي:

$$PER = \frac{(1-b_1)}{1+K_e} + \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t} \right] \times \frac{1}{hE_1} \dots\dots\dots(2-17)$$

حيث أن b_1 : معدل احتجاز الأرباح الذي سيظهر عند دفع توزيعات الأرباح التالية.

و عليه فإذا:

- إذا عرف مكرر الأرباح لعدة أسهم يمكن تحديد أي الأسهم هو الأفضل على ضوء مضاعف الربحية، فكلما كان مضاعف الربحية أقل كلما كان الاستثمار في السهم أكثر جاذبية وأفضل.
- إذا عرف مضاعف الربحية و عرفت الأرباح السنوية يمكن تقدير قيمة السهم أو سعره السوقى .
- ويهدف المستثمر أو المحلل المالي من وراء تقييم سهم معين بواسطة مضاعف الربحية إلى معرفة فرص تحقيق الأرباح بمعرفة إن كان السوق قد أخطأ في تقييمه للسهم سواء بأعلى أو أدنى من قيمته لاتخاذ القرارات المناسبة حسب ملكيته للورقة المالية من عدمها و ذلك على النحو التالي:
- إذا كان السهم مسعرا بأعلى من قيمته المحسوبة فإذا كان المستثمر يملك السهم فعليه التخلص منه أما من كان مضاربا فإنه يقوم ببيعه على المكشوف أما من كان يريد شراؤه فإنه يمتنع عن شرائه في هذه الفترة.
- إذا كان السهم مسعرا بأدنى من قيمته المحسوبة فإذا كان المستثمر يمتلك السهم فعليه الاحتفاظ به أما من كان يريد شراؤه بشكل عام فإنه يقرر شراؤه.

⁴¹⁵ المرجع السابق، ص 388-391.

⁴¹⁶ Broquet Claude et AL « Gestion de portefeuille » OP.Cit .pp 238-240.

❖ تقييم الأسهم الممتازة

من أهم سمات الأسهم الممتازة أن التدفقات النقدية للسهم ثابتة وتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم وهذا يعني أن أسلوب تقييم تلك الأسهم لا يختلف عن تقييم الأسهم العادية في ظل افتراض ثبات قيمة التوزيعات النقدية و هو ما يعني إمكانية استخدام المعادلة رقم (2-8):

$$P_0 = \frac{D}{K_e} \dots \dots \dots (2-8)$$

إن معدل خصم التوزيعات K_e في حالة السهم الممتازة لا بد و أن يكون أقل من مثيله في حالة الأسهم العادية والسبب يرجع إلى تعرض حامل السهم العادي لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها حامل السهم الممتاز. وإذا ما كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من ذلك فإن هذا يعني أن قيمته السوقية مغال فيها ويكون من الأفضل للمستثمر ألا يشتريه بل و من الأفضل له التصرف فيه بالبيع إذا كان يملكه و بالطبع لو أن القيمة السوقية للسهم أقل من المحسوبة فإن هذا يعني أن سعره أقل مما ينبغي و ينصح المستثمر بشراؤه. كما يمكن تقييم السهم الممتاز بطريقة أخرى وذلك من خلال حساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيه و ذلك بتطبيق المعادلة رقم (2-9):

$$K_e = \frac{D}{P_0} \dots \dots \dots (2-9)$$

فإذا كان معدل العائد المتوقع ER يفوق معدل العائد المطلوب فإن القرار المناسب هو اقتناء السهم إذ أنه مؤشر على أن سعر السهم في السوق أقل مما ينبغي، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من معدل العائد المطلوب فلا ينصح المستثمر بالشراء⁴¹⁷.

2.5 تقييم السندات

يتحدد السعر الاسمي للسندات في بداية حياة الإصدار، و يتحدد السعر السوقى بموجب آلية العرض والطلب في السوق، أما القيمة الحقيقية فما هي إلا تعبير عن⁴¹⁸ " القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من السند خلال فترة زمنية معينة " أو هي عبارة عن⁴¹⁹ "القيمة الحالية لتيار مدفوعات الفائدة الثابتة مضافا إليها القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند في نهاية فترة الاستحقاق".

ولكون القيمة الحقيقية تستخدم في الضبط والرقابة على القيمة السوقية تمهيدا لاتخاذ قرار البيع والشراء فإن التعرف عليها يعد من ضرورات الاستثمار في السوق المالية، وذلك لأن الاطمئنان لأسعار السوق عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الورقة يتحدد في مدى قربها أو بعدها عن القيمة الحقيقية التي تقابلها، وبما أن الأسعار السوقية يمكن تحديدها بمجرد الإطلاع على نشرة البورصة والسعر الاسمي هو السعر المحدد بموجب نشرة إصدار السند، فإن القيمة الحقيقية لا يمكن تحديدها إلا من خلال حاصل ضرب العائد النقدي في معامل القيمة الحالية

⁴¹⁷ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 396-398.

⁴¹⁸ عبيد سعيد توفيق " الاستثمار في الأوراق المالية " مكتبة عين الشمس، القاهرة، ص331.

⁴¹⁹ شاكر نبيل، مرجع سابق، ص393 .

لدفعة متكررة مضافا إليه حاصل ضرب القيمة الاسمية في معامل القيمة الحالية وعندها يستطيع المستثمر أن يتخذ قرار الاستثمار الذي يتلاءم ومصالحته الذاتية في ضوء المقارنة بين ما هو معلن وبين ما هو محسوب⁴²⁰.

1.2.5 المؤشرات المستخدمة في تحليل السندات (معايير تقييم السندات)

تختلف المعايير المعتمدة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الأسهم وذلك بسبب اختلاف طبيعة الأداة الاستثمارية، إذ يعد السند أداة دين حيث لا تعتمد عوائده بشكل مباشر على نتيجة أعمال الشركة، وفيما يلي نستعرض عددا من المعايير المعتمدة في تقييم السندات وهي كما يلي⁴²¹:

1. **كوبون السند (B.C) Bond Coupon** : ويعبر عن الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من السند وقد يسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي أو نصف سنوي.

2. **ربيع (مردود) السند (BY) Bond Yield** : وهو مؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الاستثمارية الأخرى وذلك ضمن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، وبذلك يصبح ربح السند مناظر لربيع السهم، ويقاس ربيع السند من عدة صور وذلك على النحو التالي:

أ- **المردود أو الربيع الاسمي (NY) Nominal Yield** : ويمثل الدخل السنوي منسوبا لقيمته الاسمية، وهو في حقيقته سعر فائدة السند، ويحتسب كالتالي:

$$\text{الربيع الاسمي} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$$

ب- **المردود أو الربيع الجاري (CY) Current Yield** : يعرف الربيع الجاري للسند (العائد الجاري للسند) على أنه الكوبون السنوي المدفوع مقسوم على السعر السوقي للسند، ويحسب كالتالي⁴²²:

$$\text{العائد الجاري للسند} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}}$$

و إذا كانت الفوائد تدفع كل سداسي فيجب تحويل المعدل السداسي إلى سنوي. (معدل الفائدة السنوي = معدل الفائدة السداسي × 2). و يلاحظ أن هذا العائد لا يأخذ بعين الاعتبار الربح الرأسمالي و لا إعادة استثمار الفوائد المقبوضة.

ج- **المردود المتوقع للسند (PY) Promised Yield** : ويعد من المؤشرات الأكثر أهمية في تقييم السندات حيث أنه يأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند، وتمثل التدفقات في الدخل السنوي الذي سيحصل عليه حامل السند بافتراض أنه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافا إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن أن تكون القيمة الاسمية أو غيرها، ويطلق عليه البعض مصطلح **العائد لحين الاستحقاق** (العائد لموعد الاستحقاق) **yield to maturity** وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه

⁴²⁰ الشواورة فيصل محمود" الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية" دار وائل للنشر عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 93.

⁴²¹ كداوي طلال، مرجع سابق، ص 95-97.

⁴²² Timothy R. Mayes and Todd M. Shank .op.cit. p p 236-237.

خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكائن القيمة الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم ويتم احتساب المردود المتوقع من السند بأسلوبين.

الطريقة الأولى: تقوم على افتراض أن المستثمر سيحتفظ بالسند حتى تاريخ استحقاقه، عندها تتحدد قيمة المردود بموجب هذه الطريقة على أساس تقريبي، و هي طريقة تقديرية تعطي جواباً تقريبياً و لكنه مقبول بشكل عام لهذا العائد، و الطريقة التقديرية تتمثل في المعادلة التالية⁴²³:

$$Y = C + \left[\frac{P-V}{n} \right] / \frac{P+V}{2} \dots\dots\dots(2-18)$$

حيث أن: Y تمثل المردود المتوقع للسند، C تمثل كوبون السند، P تمثل القيمة المستردة للسند (القيمة الاستهلاكية)، V تمثل سعر شراء السند، n تمثل أجل السند

- الطريقة الثانية: تقوم على افتراض أن المستثمر يرغب بالاحتفاظ بالسند لحين الاستحقاق وأن الكوبون المحصل من السند سيعاد استثماره بعائد متوقع يعادل تماماً المردود المتوقع للسند، فوفقاً لهذه الطريقة فإن العائد المتوقع يحدد بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على ما يعرف بمفهوم معدل العائد الداخلي على الاستثمار (IRR)، وذلك حسب النموذج التالي⁴²⁴:

$$V = \frac{C_1}{(1+Y)^1} + \frac{C_2}{(1+Y)^2} + \dots\dots\dots \frac{C_n + P}{(1+Y)^n} \dots\dots\dots(2-19)$$

ومدلول هذه المعادلة هو أن السعر الجاري للسند V يتحدد على أساس القيمة الحالية لجملة التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر مخصومة بمعدل خصم يعادل المردود المتوقع (Y). وتمثل هذه التدفقات النقدية بجملة كوبونات السند التي يحصل عليها المستثمر سنوياً، بالإضافة للدفعة الأخيرة التي يحصل عليها المستثمر في نهاية السنة الأخيرة والتي تتمثل في الكوبون الأخير مع القيمة المستردة للسند وهي القيمة الاسمية.

إن سعر السند في السوق هو الذي يقرر العائد لموعد الاستحقاق و أن العلاقة بين ثمن السند في السوق و عائدته لفترة الاستحقاق علاقة عكسية تتم دراستها من وجهة نظر العائد كنقطة انطلاق على افتراض أن المستثمرين يقررون السعر الذي يقبلون به على ضوء العائد الذي يرغبون في تحقيقه، فإذا انخفض العائد لفترة الاستحقاق الذي يرغب المستثمرون في تحقيقه بالنسبة لسند ما يرتفع ثمنه في السوق و العكس صحيح⁴²⁵.

3. عائد الاحتفاظ بالسند (HPY) Holding Period Yield : إذا قام مالك السند ببيعه قبل موعد استحقاقه عندها يمكن حساب العائد الذي يحصل عليه خلال فترة اقتنائه لهذا السند كما يلي⁴²⁶:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسند} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء} + \text{الفوائد}}{\text{سعر شراء السند}}$$

⁴²³ كداوي طلال، مرجع سابق، ص ص 96-97.

⁴²⁴ مطر محمد، مرجع سابق، ص ص 274-275.

⁴²⁵ رمضان زياد، مرجع سابق، ص ص 307-309.

⁴²⁶ كداوي طلال، مرجع سابق، ص 97.

و يلاحظ أن هذا العائد يتألف من عنصرين هما الربح الرأسمالي (أو الخسائر الرأسمالية) الذي حققه حامل السند و المتمثل في الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء، و الفوائد التي قبضها المستثمر خلال فترة اقتنائه لهذا السند.

4. العائد لموعد الاستدعاء (YTC): وهو العائد الذي سيحققه حامل السند من موعد شرائه له إلى أقرب موعد استدعاء منصوص عليه في عقد إصداره، ويتم استخراج هذا العائد باستخدام المعادلة التقديرية لموعد الاستحقاق مع الانتباه إلى⁴²⁷:

● **سعر الاستدعاء:** هو المبلغ الذي يتم استدعاء السند بموجبه ويساوي القيمة الاسمية للسند مضافا إليها علاوة الاستدعاء، و يعبر عن سعر الاستدعاء عادة بشكل نسبة مئوية كأن يقال أن هذا السند يمكن استدعاؤه في أية لحظة من آخر 5 سنوات من عمره بسعر 110% أي أنه سيتم استدعاؤه بـ 110% من القيمة الاسمية فلو كانت القيمة الاسمية 500 فإنه سيتم استدعاؤه بمبلغ $110 \times 500 = 550$ هو سعر الاستدعاء، و يحل سعر الاستدعاء في معادلة العائد حتى الاستدعاء محل القيمة الاسمية في معادلة العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

● **الفترة الزمنية:** التي يعبر عنها بالزمن (n) و التي تمثل الزمن الذي يمضي قبل أن يتم استدعاء السند فلو كان موعد استحقاق السند 20 عاما وهو قابل للاستدعاء في أية لحظة من آخر 5 سنوات من عمره فإن (n) تحسب حسب أقرب موعد لاستدعاء و تساوي $n = 20 - 5 = 15$ و يعبر عنه رياضيا بالمعادلة التالية⁴²⁸:

$$YTC = C + \left[\frac{P_C - V}{n} / \frac{P_C + V}{2} \right] \dots \dots \dots (2 - 20)$$

حيث أن: YTC تمثل العائد لموعد الاستدعاء، C تمثل كوبون السند، P_C تمثل سعر الاستدعاء، P_C تمثل سعر الاستدعاء، و P_C تمثل سعر الاستدعاء، و V تمثل سعر شراء السند، و n تمثل عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء (تحسب على أساس أقرب موعد استدعاء).

5. المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند **Bond Duration**: يمكن تعريفه على أنه المتوسط

المرجح لطول الفترة الزمنية التي تحقق خلالها التدفقات النقدية المتوقعة من السند وهو يقيس حساسية السندات⁴²⁹ للتغيرات في سعر الفائدة⁴³⁰، و يعتبر هذا المؤشر أداة مناسبة لتحديد السعر السوقي المناسب لشراء السند خصوصا عندما يقترن استخدامه بمعامل تحذب المنحنى الممثل للعلاقة القائمة بين السعر السوقي من جهة والمردود المطلوب منه من جهة أخرى والذي يعبر عن خاصية تقلب السعر السوقي للسند بتقلب الربح المتوقع

⁴²⁷ رمضان زياد، مرجع سابق، ص 305.

⁴²⁸ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 55.

⁴²⁹ يراد بحساسية السندات درجة استجابة سعر السند السوقي لتقلب ربح السند الناجم عن التغير في سعر الفائدة، بمعنى قياس نسب التغير التي تحدث في السعر السوقي للسند الناتجة عن التغير الحاصل في الربح المطلوب تحقيقه من السند.

⁴³⁰ يتضح من تحليل السندات أن العنصر الحاسم الذي يحكم التوجه إليها من عدمه هو سعر الفائدة، وبذلك فإن التغيرات في سعر الفائدة تترك آثارا بالغة على أسعار السندات، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة ينعكس ذلك سلبا على أسعار السندات إذ تؤدي إلى انخفاض أسعارها، بينما يحصل العكس تماما في أوقات الركود حيث تميل أسعار الفائدة إلى الانخفاض مما يدفع أسعار السندات إلى الارتفاع.

منه، فباستخدام هذين المؤشرين معا، يمكن قياس نسبة التغير الذي يحدث في السعر السوقي للسند الناتجة عن تغير يحدث في المردود المطلوب تحقيقه من السند⁴³¹. و يقاس الأمد أو درجة حساسية السعر للتغير في أسعار الفائدة بتواريخ الاستحقاق المرجحة بالأوزان للتدفقات النقدية المتوقعة المتولدة عن السند محسوبة على أساس قيمتها الحالية، هذا ويتمثل الوزن في القيمة الحالية لكل تدفق نقدي فردي مقسوما على القيمة الحالية لكافة التدفقات النقدية المستقبلية، وبضرب كل وزن في الفترة الزمنية (محسوبة على أساس سنوي) لاستحقاق كل تدفق نقدي وجمع الناتج نحصل على ما يسمى بالأمد أو درجة حساسية سعر السند للتغير في أسعار الفائدة.

و بالإضافة لكونه أداة مناسبة في تحديد السعر السوقي المناسب لشراء السندات يستخدم هذا المؤشر كأداة لتخفيض مخاطر المحفظة وذلك عن طريق اكتساب المحفظة خاصية المناعة ضد المخاطر التي لا يمكن تخفيضها بالتنوع، فتنوع أصول المحافظ يحميها من مخاطر معينة مثل مخاطر السيولة والتضخم ومخاطر تقلب أسعار الصرف ومخاطر العجز عن السداد، لكن خاصية التنوع لا تحمي من نوعين رئيسيين من مخاطر السندات وهما مخاطر انخفاض السعر السوقي وكذلك مخاطر إعادة الاستثمار المرتبطة بتقلب أسعار الفائدة.

كما يولي هذا المؤشر أهمية خاصة لعنصر توقيت جميع التدفقات النقدية المتوقعة للسند على مدار عمره مما يجعله الأكثر كفاءة لقياس مدى حساسية القيمة السوقية لمحافظ السندات للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة، فيصبح بذلك أداة مناسبة لإدارة مخاطر الاستثمار في محافظ السندات، فمثلا إذا كان المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بسندات المحفظة يعادل (2) فيعني ذلك أن تغير بالزيادة أو بالنقص قدره 1 % في معدل الفائدة سينعكس على القيمة السوقية لأصول تلك المحفظة بمعدل قدره 2% و في اتجاه معاكس لاتجاه تغير سعر الفائدة ذلك على أساس أن الأسعار السوقية للسندات تتقلب عادة في اتجاه معاكس لتقلب أسعار الفائدة. وهكذا يمكن الاستفادة من هذه الخاصية في إدارة محافظ السندات، فإذا ما توقع مدير المحفظة ارتفاعا محتملا في أسعار الفائدة فعليه حينئذ إعادة بناء محفظته بقصد تخفيض المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ حتى تخفض الخسائر المحفظة إلى حدها الأدنى ويتحقق ذلك إما بتخفيض الوزن النسبي للسندات الطويلة الأجل لصالح السندات القصيرة الأجل، أو بإحلال سندات ذات كوبون مرتفع محل سندات ذات كوبون منخفض أو بالاثنين معا، ويقوم المدير بعكس ما سبق فيما لو توقع حدوث انخفاض في معدل الفائدة.

● أساليب قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند

يقاس هذا المؤشر بعدة طرق لكن أكثرها شيوعا طريقتان هما⁴³²:

أ. **طريقة ماكولي**: تعود فكرة هذا المقياس إلى فريديريك ماكولاي 1938 ويعرف في أدبيات تقييم السندات بـ **Macaulay Duration** ، و يصف الاستحقاق الفعلي للسند من خلال قياس الزمن الموزون للتدفقات النقدية للسند ويسترشد به المستثمر في سوق السندات للتعرف على درجة حساسية سعر السند للتغير في سعر الفائدة خلال الزمن حتى تاريخ الاستحقاق، و يزداد الأمد للكوبون المنخفض والاستحقاق الأطول

⁴³¹ مطر محمد، مرجع سابق، ص 275.

⁴³² المرجع السابق، ص ص 279-284.

والنتائج حتى الاستحقاق الأعلى يشير ضمناً إلى الأقصر والعكس أيضاً صحيح⁴³³، وتقوم هذه الطريقة في قياس متوسط فترة الاحتفاظ بالسند على استخدام النموذج الرياضي التالي:

$$D = 1 \times \frac{C_1 / (1+Y)^1}{V} + 2 \times \frac{C_2 / (1+Y)^2}{V} + \dots + n \times \frac{C_n + P_n / (1+Y)^n}{V} \dots (2-21)$$

حيث أن:

V : القيمة السوقية للسند (السعر السوقي).

C : كوبون السند.

P : القيمة الاسمية للسند وهي هنا القيمة المستردة بتاريخ الاستحقاق.

Y : المردود الداخلي للسند حين الاستحقاق.

ب. **طريقة فيشر**: إن الفرق الرئيسي بين نموذج فيشر ونموذج ماكولي في قياس المتوسط المرجح لطول فترة الاحتفاظ بالسند هو أن نموذج ماكولي يقوم على فرضية عدم تغير معدلات الفائدة في المستقبل في حين أن نموذج فيشر يرفض هذه الفرضية ويتوقع تغير أسعار الفائدة، ويحدد متوسط فترة الاحتفاظ بالسند بموجب نموذج فيشر كما يلي:

$$D = 1 \times \frac{C / (1+r_1)}{V} + 2 \times \frac{C / (1+r_1)(1+r_2)}{V} + \dots + n \times \frac{C_n + P_n / (1+r_1)(1+r_2) \dots (1+r_n)}{V} \dots (2-21)$$

حيث أن: r تمثل معدل الفائدة

2.2.5 المتغيرات المحددة لقيمة السند

تمثل القيمة الحقيقية للسند شأنه شأن أي أصل مالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية بعد خصمها بمعدل خصم ملائم يعكس معدل العائد المطلوب، وتمثل المتغيرات المحددة لقيمة السند في التدفقات النقدية المتوقعة منه ومعدل العائد المطلوب وتاريخ الاستحقاق⁴³⁴.

- **التدفقات النقدية المتوقعة**: والتي تتمثل في القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق والفوائد الدورية التي تتحدد على أساس معدل الكوبون المثبت على السند ويمثل نسبة مئوية من قيمته الاسمية. وعادة ما يتحدد معدل الكوبون لأي سند على أساس سعر الفائدة السائد في السوق للسندات المماثلة التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر وإذا ما تصادف وكان معدل الكوبون عند الإصدار يقل عن نظيره لسندات أخرى تنطوي على نفس القدر من المخاطر، عندئذ فمن المتوقع أن يباع السند بأقل من قيمته الاسمية أي يباع بخصم إصدار، وإذا كان معدل الكوبون عند الإصدار يفوق مثيله للسندات التي تنطوي على نفس القدر من المخاطر فمن المتوقع أن يباع السند بسعر أعلى من قيمته الاسمية أي يباع بعلاوة، هذا يعني بالتبعية أن السبيل الوحيد لكي يباع السند بقيمته عند الإصدار هو عندما يكون معدل الكوبون مماثلاً لمعدل الفائدة السائد في السوق على السندات المماثلة التي تحمل نفس القدر من المخاطر.

⁴³³ التميمي أرشد فؤاد، مرجع سابق، ص 292.

⁴³⁴ أندراوس عاطف وليم، مرجع سابق، ص 124-125.

- **تاريخ الاستحقاق:** يؤثر تاريخ الاستحقاق على القيمة السوقية للسند من حيث أنه يحدد عدد دفعات الفوائد التي يحصل عليها المستثمر، كما يعكس أيضا تأثير الزمن على التدفقات النقدية أو ما يسمى بالقيمة الزمنية للنقود ذلك أنه كلما طال تاريخ استحقاق التدفقات النقدية انخفضت قيمتها الحالية، بيد أن تاريخ الاستحقاق قد يفقد أهميته كمحدد لقيمة السند إذا ما تضمنت نشرة الاكتتاب شروطا تخول للمدين استدعاء السند و تكون العبرة عند تقييم السندات بتاريخ الاستدعاء وليس تاريخ الاستحقاق.
- **معدل العائد المطلوب من الاستثمار:** أو المعدل الذي يتم به خصم التدفقات النقدية و ينقسم إلى شقين: أولهما يمثل تعويض للمستثمر عن الزمن وهو معدل العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من المخاطرة، أما الشق الثاني من معدل العائد فيتمثل في علاوة تعكس مخاطر الاستثمار في السند وتتوقف على عدة مخاطر أهمها مخاطر التضخم و التوقف عن السداد ومخاطر السيولة ومخاطر تاريخ الاستحقاق ومخاطر الاستدعاء. فهذه المخاطر تؤثر على القيمة السوقية للسند من خلال تأثيرها على معدل العائد المطلوب على الاستثمار فهذا الأخير يجب أن يتساوى مع معدل الكوبون و ذلك حتى يباع السند بقيمته الاسمية.
- و توضح المعادلة رقم (2-23) محددات العائد المطلوب على الاستثمار أو بمعنى آخر سعر الفائدة الذي ينبغي أن يحمله السند لكي يباع بقيمته الاسمية:

$$Ke = \bar{R} = Rf + Ri + Rd + Rl + Rm + Rc \dots \dots \dots (2 - 23)$$

حيث أن:

- $Ke = \bar{R}$: معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند أو معدل الكوبون الذي يحمله السند لكي يباع بقيمته الاسمية.
- Ri : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر التضخم.
- Rf : معدل العائد الاسمي على الاستثمار الخالي من المخاطر.
- Rd : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر التوقف عن السداد.
- Rl : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر السيولة.
- Rm : معدل عائد إضافي للتعويض عن مخاطر تاريخ الاستحقاق.
- Rc : معدل العائد الإضافي مقابل مخاطر الاستدعاء.

3.2.5 تقدير القيمة العادلة للسند

إن القيمة العادلة لأي استثمار هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية مخضومة بمعدل خصم يتمثل في معدل العائد الذي يطلبه المستثمر والذي يكفي لتعويضه عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السند. و لتقييم السندات سيتم استعراض أربعة أنواع من السندات وهي كما يلي⁴³⁵:

1.3.2.5 السندات الدائمة: يمكن تقييم هذا النوع من السندات أي تحديد القيمة التي ينبغي أن يشتري بها إذا ما توافرت معلومتين أساسيتين هما مقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة (الفوائد) ومستوى

⁴³⁵ الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 504-516.

المخاطر الذي على أساسه يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار، هذا وتوضح المعادلة رقم (24-2) كيفية تقييم هذا النوع من السندات وهي لا تخرج عن كونها تقدير مباشر للقيمة الحالية للتدفقات النقدية.

$$V = \frac{C}{1+K_e} + \frac{C}{(1+K_e)^2} + \dots + \frac{C}{(1+K_e)^{\infty}} \dots (2-24)$$

حيث أن:

V : قيمة السند.

K_e : معدل الخصم.

C : تمثل مقدار الفائدة الدورية و هي مبلغ ثابت يتمثل في معدل الكوبون مضروب في القيمة الاسمية للسند.

إذا كانت القيمة السوقية للسند أكثر من ذلك حينئذ تكون قيمته مغال فيها ويكون القرار الاستثماري السليم هو قيام المستثمر ببيعه إذا كان يملكه أو التراجع عن شرائه إذا ما كان يفكر في إضافته إلى محفظة أوراقه المالية، والعكس يصبح صحيحاً لو أن قيمة السند في السوق أقل من القيمة المستخرجة بالمعادلة رقم (24-2).

2.3.2.5 تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد: لا يختلف تقييم السندات التي لها تاريخ

استحقاق عن تقييم السندات الدائمة إلا في شيء واحد هو وجود تاريخ محدد لاستحقاق السند مما يعطي المستثمر الحق في مطالبة الجهة المصدرة بالقيمة الاسمية للسند عندما يحل أجله، وذلك بالإضافة إلى الفوائد المحددة، و بالتالي فإن القيمة التي يجب أن تدفع لشراء السند هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة والتي تتمثل في هذه الحالة في الفوائد الدورية و القيمة الاسمية للسند. وتوضح المعادلة رقم (25-2) كيفية تقييم هذا النوع من السندات.

$$V = C_1 \frac{1}{(1+K_e)^1} + C_2 \frac{1}{(1+K_e)^2} + \dots + C_n \frac{1}{(1+K_e)^n} + P \frac{1}{(1+K_e)^n} \dots (2-25)$$

حيث أن:

P : القيمة الاسمية للسند.

V : قيمة السند الحالية .

C : مقدار الفائدة الدورية.

$\frac{1}{(1+K_e)}$: القيمة الحالية.

يسمح هذا الأسلوب بمعرفة المبلغ الذي ينبغي أن يدفعه المستثمر لشراء السند على أن يتحدد القرار لها بشأن الشراء من عدمه بمقارنة تلك القيمة مع قيمة السند في سوق الأوراق المالية، ويتوقع قبول المستثمر لشراء السند إذا كانت قيمته السوقية تعادل أو تقل عن القيمة العادلة المستخرجة بالمعادلة رقم (25-2). ولكن كيف يمكن تقييم السند لو أن المستثمر يخطط لبيع السند بعد 3 سنوات في حين أن تاريخ استحقاقه بعد 10 سنوات فهذا يعني أنه سوف يستلم ثلاث دفعات دورية لفوائد إضافة إلى القيمة المتوقعة أن يباع بها السند في نهاية السنة الثالثة وهو ما تعبر عنه المعادلة رقم (26-2).

$$V = C_1 \frac{1}{(1+K_e)^1} + C_2 \frac{1}{(1+K_e)^2} + (C_3 + P_3) \frac{1}{(1+K_e)^3} \dots (2-26)$$

و لما كانت قيمة السند في أي لحظة هي القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية فإن أي قيمة السند في نهاية السنة الثالثة لا بد وأن تتحدد بالمعادلة (27-2) أي تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية حتى تاريخ الاستحقاق.

$$P_3 = C_4 \frac{1}{(1+K_e)^4} + C_5 \frac{1}{(1+K_e)^5} + \dots + C_{10} \frac{1}{(1+K_e)^{10}} + P \frac{1}{(1+K_e)^{10}} \dots (2-27)$$

و بالتعويض في المعادلة رقم (26-2) نصل إلى المعادلة التي هي ذاتها المعادلة رقم (25-2).

$$V = C_1 \frac{1}{(1+K_e)^1} + C_2 \frac{1}{(1+K_e)^2} + \dots + C_n \frac{1}{(1+K_e)^n} + P \frac{1}{(1+K_e)^n} \dots (2-27)$$

و هذا يعني أنه سواء كان المستثمر يخطط لبيع السند في تاريخ الاستحقاق أو قبل ذلك فإن المعادلة (25-2) تظل صالحة للتطبيق. ولكن ماذا لو أن الفوائد تدفع على أساس نصف سنوي؟ لن يختلف أساس التقييم وسينصرف الاختلاف إلى مكونات المعادلة لتعكس توقيت التدفق النقدي و هذا ما توضحه المعادلة (28-2).

$$V = \frac{C/2}{(1+Ke/2)^1} + \frac{C/2}{(1+Ke/2)^2} + \dots + \frac{C_{2n}/2}{(1+Ke/2)^{2n}} + P \frac{1}{(1+K_e)^{2n}} \dots (2-28)$$

فعندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار يفوق معدل الكوبون فإنه كلما طالت فترة استحقاق الفوائد ارتفعت القيمة المقدرة للسند، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل الكوبون فإن القيمة المقدرة للسند تنخفض كلما طالت فترة استحقاق الفوائد. بعبارة أخرى أنه من الأفضل للمستثمر أن يحصل على الفوائد على أساس سنوي إذا كان معدل العائد المطلوب يفوق معدل الكوبون و أنه من الأفضل له أن يحصل على الفوائد على أساس نصف سنوي إذا كان معدل العائد المطلوب يقل عن معدل الكوبون .

3.3.2.5 السندات القابلة للاستدعاء: عند تقييم هذه السندات تكون العبرة بالتدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء و ليس حتى تاريخ الاستحقاق، لأن التقييم على أساس تاريخ الاستحقاق يعد إجراء غير واقعي طالما أن إمكانية الاستدعاء قائمة، و توضح المعادلة رقم (29-2) كيفية تقييم هذا النوع من السندات.

$$V = \sum_{n=1}^t C \frac{1}{(1+K_e)^n} + Pc \frac{1}{(1+K_e)^t} \dots (2-29)$$

حيث أن:

t : التاريخ الذي عنده يمكن للجهة المصدرة استدعاء السند .

Pc : سعر الاستدعاء.

4.3.2.5 سندات الخصم: تباع هذه السندات بسعر أقل من قيمته الاسمية على أن يحصل حاملها في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية ليمثل الفرق الفوائد المستحقة (لا يحصل منه المستثمر على فوائد دورية). ومن أهم مزايا هذا النوع من السندات أنه لا يتطلب تدبير موارد مالية دورياً لخدمة الدين و هذا وكلما اقترب

السند من تاريخ الاستحقاق ارتفعت قيمته السوقية بما يعنى انخفاض قيمة الفوائد المستحقة لما سيشتريه. و تتحد قيمة السند في نهاية كل سنة بالمعادلة التالية:

$$\begin{aligned} & \text{قيمة السند في نهاية كل سنة} = \text{سعر الإصدار} (1 + \text{معدل العائد المطلوب})^n \\ & \text{السنة الأولى: قيمة السند} = \text{سعر الإصدار} (1 + \text{معدل العائد المطلوب})^1 \\ & \text{السنة الثانية: قيمة السند} = \text{سعر الإصدار} (1 + \text{معدل العائد المطلوب})^2 \\ & \dots \\ & \dots \\ & \text{السنة } n : \text{ قيمة السند} = \text{سعر الإصدار} (1 + \text{معدل العائد المطلوب})^n \end{aligned}$$

أما الفائدة فتحسب بطرح قيمة السند في هذه السنة من قيمة السند في السنة السابقة و ذلك عن كل سنة من سنوات السند.

و كخلاصة

- إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق و انخفض معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار إلى مستوى أقل من معدل الكوبون (معدل الفائدة) فإن القيمة التي ينبغي أن تدفع لشراء السند ترتفع كلما طالت فترة الاستحقاق (علاقة طردية)، و من ناحية أخرى إذا ارتفعت الفائدة في السوق و ارتفع معها معدل العائد المطلوب على الاستثمار فإن قيمة السند تنخفض كلما طالت فترة الاستحقاق (علاقة عكسية) بعبارة أخرى يزداد تقلب القيمة السوقية للسند كلما طال تاريخ الاستحقاق.
 - إن ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للسند تكون عادة بالقدر الذي يضمن للمستثمر تحقيق عائد يساوي معدل العائد الذي يطلبه على الاستثمار عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار يساوي معدل الكوبون فإن قيمة السند أي القيمة التي يدفعها المستثمر لشراء السند سوف تعادل قيمته الاسمية مهما طالت أو قصرت فترة الاستحقاق، و إذا ما قرر المستثمر أن يبيع السند مستقبلاً فلن تتعرض قيمته السوقية للارتفاع أو للانخفاض أي لن يتولد عن عملية البيع أي أرباح أو خسائر رأسمالية.
- و يمكن أن نستخلص من ذلك أن المستثمر لن يقوم بشراء السند بقيمته الاسمية إلا إذا كان معدل الكوبون الذي تحدده الجهة المصدرة له مساوياً لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر على تلك السندات، أما إذا كان معدل العائد المطلوب أكبر من معدل الكوبون حينئذ يتوقع أن يشتري السهم بقيمة تقل عن قيمته الاسمية حتى يمكن للمشتري أن يعوض الفرق بين ما يطلبه من عائد و بين معدل الكوبون المحدد على السند، والعكس إذا ما كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل الكوبون.

خاتمة:

يرتكز التحليل الأساسي على تحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح و التدفقات المستقبلية للشركة محل الدراسة، كما يركز على فلسفة و أفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار و التقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع و تحليل للمعلومات، ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية هي قياس القيمة (القيمة الحقيقية) التي ستؤول إليها الأصول المالية محل التحليل، ليصل أخيراً إلى اتخاذ القرار الاستثماري المناسب (شراء أو بيع أو الاحتفاظ) .

وعليه يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة التي تنشأ بين السبب والنتيجة على مستويات ثلاثة هي: الاقتصاد في مجموعه، و السوق بقطاعاته، و الشركة المفردة.

- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد: إذ يقوم المحلل الأساسي بالتعرف على الحالة الاقتصادية (رواج أو كساد)، بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية و النقدية و مدى تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الاستهلاك، البطالة، الكتلة النقدية، التضخم، الضرائب، أسعار الفائدة، معدلات النمو، و بعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة في مؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح و معدلات العائد، و المخاطر للشركات، و على سلوك أسعار الأوراق المالية لتلك الشركات داخل سوق الأوراق المالية.

- تحليل وضعية القطاع: و تعد مرحلة أساسية لاختيار الأوراق المالية للشركات، فهذه الأخيرة تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنتمي إليه و تنشط فيه، فتحليل القطاع يوفر للمحلل الأساسي معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حواجز الدخول والخروج من الصناعة...، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه مختلف الصناعات و القطاعات-من جانب تقديم تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها-، فتحليل الصناعة (القطاع) و جمع المعلومات عنه يساعد المحلل على تشكيل صورة أولية عن الشركات المنتمية إلى نفس القطاع (أو الصناعة)، إذ أنها ستكون متفقة و متشابهة في الخصائص، و تكون أحياناً عرضة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع، وهو ما يساعد على توقع العائد و المخاطر المرتبطة بالشركة.

- تحليل الشركة: يقوم هذا التحليل على تشخيص و فحص شامل لوضعية الشركة، مما يسمح للمحلل من تتبع و توقع الأداء الاقتصادي للشركة والذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها، من خلال تقدير التدفق النقدي و العائد و المخاطرة المرتبطة بها، فإذا كانت توقعات الشركة جيدة فإن سعر السهم سيتجه نحو الارتفاع. و تمر عملية تحليل الشركة بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلاً، إذ يتم تحليل البيانات و المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركة (قائمة المركز المالي -الميزانية-)، قائمة الدخل -جدول حسابات النتائج-)، و قائمة التدفقات النقدية) للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي و المالي للشركة خلال الفترات السابقة من خلال مجموعة من النسب منها:

نسب السيولة، الربحية، النشاط، نسب الاقتراض، نسب السوق....، و هو ما يساعد على قياس العائد والمخاطرة، كما يقف المحلل على مجموعة من المعلومات النوعية و التي تشمل طبيعة النشاط و القدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تعمل في ظله.

و بعد الانتهاء من مرحلة التحليل السابقة و جمع المعلومات و البيانات يقوم المحلل باستعمال نماذج التقييم المتعددة سواء للأسهم أو السندات- و حتى المشتقات المالية- (نموذج خصم التوزيعات، نموذج الربحية، نموذج التدفق النقدي....) من أجل تحديد القيمة الحقيقية لتلك الأصول، فالقيمة الحقيقية تعتبر مخرجا لنظام التقييم تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب و ذلك بمقارنة تلك القيمة مع القيمة السائدة في السوق وقت التقييم، و بالنظر إلى وضعية المستثمر بالنسبة للأصول أي هل يمتلك الأصول أو لا يمتلكها.

و تكون قرارات التي يتخذها المستثمر اعتمادا على الاعتبارات السابقة كما يلي:

- إذا كانت القيمة الحقيقية أكبر من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب بالنسبة للمستثمر الذي يمتلك الورقة هو الاحتفاظ بها، أما إذا كان لا يمتلكها فإنه يقرر شراءها و بذلك سيحقق أرباحا عندما ترتفع القيمة السوقية لتلك الأوراق.

- إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب بالنسبة للمستثمر الذي يمتلك الورقة هو بيعها تفاديا لتكبده خسائر، أما إذا كان لا يمتلك الورقة المالية فإن أحسن قرار هو بيع تلك الورقة على المكشوف و بذلك سيحقق ربحا إضافيا.

- إذا كانت القيمة الحقيقية مساوية للقيمة السوقية ففي هذه الحالة لا يمكن لأي من المتعاملين من تحقيق أرباح غير عادية، فهذه الحالة تمثل إحدى نتائج السوق الكفؤة. و يستطيع المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء و البيع و الاحتفاظ في إطار تسيير محافظهم المالية، إذ تعد العوائد (توزيعات الأرباح) والمخاطرة المحرك الأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري الملائم.

و عليه يرتكز التحليل الأساسي على دراسة العوامل المباشرة و غير المباشرة المؤثرة على أسعار الأسهم كالظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة و ظروف الشركة، فهذا التحليل يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة مستقبلا، و هو ما سيمكن المستثمر من تقييم الأوراق المالية المتداولة و اختيار الأنسب منها من أجل الاستثمار فيها، فإذا كان هذا هو المبدأ الذي يقوم على التحليل الأساسي فما هي المبادئ و الأسس التي يقوم عليها التحليل الفني - و الذي يمثل الضلع الثاني من التحليل الاستثماري- و الذي يستعمله المحللون و المستثمرون من أجل اختيار استثماراتهم؟

الفصل الثالث : التحليل الفني للأسواق و الأوراق المالية

مقدمة

المبحث الأول: ماهية التحليل الفني.

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني.

المبحث الثالث: تحليل الاتجاه و وجود تحركات.

المبحث الرابع: المؤشرات الفنية.

المبحث الخامس: نظرية الموجات لإليوت.

خاتمة

مقدمة:

يحتاج المستثمر إلى المعلومات المالية التي تساعد على دراسة كافة أنواع الاستثمار، و ذلك عن طريق القيام بنوعين من التحليل هما التحليل الأساسي و التحليل الفني، هاذين المدخلين يختلفان تماما من حيث المبادئ و الأسس التي يقومان عليها. فالتحليل الأساسي يبدأ بالكشف عن نقاط قوة وضعف الشركة مستعينا في ذلك بالتحليل الاقتصادي والقطاعي، وعليه يكون بإمكان المستثمر توقع العائد والنمو لهذه الشركة بتحديد ما يسمى بالقيمة الحقيقية للسهم و مقارنتها بالقيمة السوقية من أجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب (و قد تم التطرق إلى هذا التحليل بالتفصيل في الفصل الثاني). أما التحليل الفني فيقوم على تتبع حركة الأسعار وأحجام التداول التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط لحركة الأسعار ليتم على إثرها -خلال فترة زمنية محددة- التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية. و يفترض التحليل الفني أن القيمة السوقية للأوراق المالية تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، و لذلك يسعى المحللون الفنيون إلى دراسة كل مسببات العرض والطلب، وكيفية تشكلها في الماضي مستعنيين في ذلك بتحليل دوافع قرارات المستثمرين، و هكذا يتكون للمحلل الفني صورة عن مسببات حركة الأسعار و عن النمط الذي ستسلكه، فبمعرفة السلوك الذي تسير عليه الأسعار وفي ظل ظهور بوادر و أن شوهدها أثرها على الأسعار ستكون هناك فرصة لتحرك الأسعار بنفس السلوك، و هو ما يمكن من التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لسوق الأوراق المالية و كذا أسعار الأوراق المالية.

و يرى الفنيون أن السعر هو محصلة لمجموعة من المعلومات والمخاوف والتوقعات للمتعاملين في السوق، و سلوك المستثمر تجاه ظروف السوق (التشاؤم والتفاؤل)، وأن أسعار الأسهم غدا تتأثر بأسعار الأسهم اليوم، و هذا الأمر يجعل المستثمر في غنى عن التحليل الأساسي، بمعنى أن المستثمر لا يحتاج إلى الاهتمام بالنسب واحتمالات النمو ومعدلات الخصم، و لكن بدلا من ذلك سيقوم بتسجيل عوامل سوقية معينة مثل من يبيع ومن يشتري الأسهم، و معلومات معينة عن الأسهم الفردية مثل سعر الإقفال و حجم التداول، و بعد ذلك يتم تلخيص هذه المعلومات في عدة أشكال مثل الرسومات و الخرائط البيانية و التي تخبر بدورها المستثمر متى يبيع؟ و متى يشتري الأوراق المالية؟

فمن خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى فلسفة التحليل الفني و فرضياته، و أهم الدعائم التي ارتكز عليها ألا و هي نظرية داو، كما سيتم التفصيل في أدوات هذا التحليل سواء كانت خرائط أو نماذج سعرية أو مؤشرات فنية، لنهني الفصل بالتطرق إلى نظرية أخرى لا تقل أهمية عن نظرية داو و هي نظرية الموجات لاليوت التي كان لها دور كبير في تحليل السوق و دوراته.

المبحث الأول: ماهية التحليل الفني

يشير مصطلح التحليل الفني إلى دراسة وضع السوق من خلال استخدام البيانات التي تتولد عنه لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي و الأسهم الفردية، استنادا إلى بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرض فيه.

1.1 مفهوم التحليل الفني

ترتكز فلسفة التحليل الفني على مجموعة من الفرضيات و المبادئ أسست لأن يكون التحليل الفني أسلوبا يستعمل من قبل المستثمرين و المحللين من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

1.1.1 تعريف التحليل الفني

يعرف التحليل الفني بأنه⁴³⁶ طريقة تعتمد على الملاحظة وعلى قراءة الرسوم البيانية والتي تسمح انطلاقا من دراسة الماضي والحاضر بتوقع الاتجاهات المستقبلية للسوق"، فالتحليل الفني أسلوب يتم من خلاله تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية على خرائط، و تغيرات الأسعار وأحجام التداول وغيرها لسهم معين أو مؤشر معين باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القائمة، ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المستقبلي المحتمل من خلال الصورة التاريخية للماضي⁴³⁷. وبالتالي فإن المحلل الفني ينظر إلى الخلف ليرى أمامه، وليعطي الإشارات على ذلك فهو يعتمد على دراسة الماضي لتعلم منه⁴³⁸. ويعتقد الفنيون أنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق فإن السوق هو أفضل مورد للبيانات، فالتحليل الفني يهتم بالسوق نفسه وليس بالعوامل الخارجية التي تؤثر فيه، أي أنه يظهر تحركات السوق وليس الأسباب التي أدت إلى حدوث تلك التغيرات⁴³⁹. كما أن السوق هو مكان للمواجهة بين العرض و الطلب، فسوق الأوراق المالية تعتبر حلبة للصراع بين المشتريين و البائعين فقوة الشراء تدفع الأسعار إلى الارتفاع، أما قوة البيع فهي تدفع بالسوق إلى الانخفاض⁴⁴⁰. كما يرى المحللون الفنيون أن السعر هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة المنشورة في تلك اللحظة كما أنه يعكس توقعات المستثمرين⁴⁴¹. وتمثل الفكرة الأساسية لجميع نظريات التحليل الفني في أن التاريخ يميل لتكرار نفسه، بمعنى أن الأنماط الماضية لسلوك أسعار الأوراق المالية سوف تتكرر في المستقبل (رفض فكرة الحركة العشوائية للأسعار وبالتالي رفض فكرة كفاءة السوق المالي)، ومن خلال دراسة تلك الأنماط يمكن التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار (تحديد التوقيت) سواء بالبيع أو الشراء⁴⁴².

إذن فالتحليل الفني علم و فن يقوم بدراسة حركة السوق من خلال فهم العلاقة بين حركة الأسعار (قوى العرض والطلب، الأسعار التاريخية) وحجم التداول والزمن وتأثير العوامل السياسية والاقتصادية على

⁴³⁶ Baron François « le chartisme : méthodes et stratégies pour gagner en bourse» édition d'organisation , paris 2004, p 03.

⁴³⁷ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي لأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية مصر 2002، ص 136.

⁴³⁸ شموط مروان / كنجو عبود كنجو " أسس الاستثمار" الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة مصر 2008، ص 318.

⁴³⁹ Béchu Thierry , Bertrand Eric, Nebenzahl Julien « L'analyse Technique : Théories et méthodes»Economica, Paris 2008 ,p17.

⁴⁴⁰ علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق" دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 260.

⁴⁴¹ Gounant Hervé « Améliorer ses performances avec le Trading » Gualino éditeur , paris 2006,p17.

⁴⁴² أندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006، ص 87.

سلوك المستثمرين وبالتالي على قراراتهم الاستثمارية. و لا يهتم التحليل الفني بتحديد القيمة الحقيقية للسهم ولا بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة، و إنما ينصب اهتمامه على تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة للتنبؤ بحركة الأسعار و ذلك بهدف تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري.

2.1.1 افتراضات التحليل الفني (فلسفة التحليل الفني)

يهتم المحلل الفني بتتبع حركة الأسعار في الماضي بقصد تحديد نمط لتلك الحركة حتى يتمكن من اتخاذ القرار الاستثماري في الوقت المناسب، و لا يمكن لتلك الرؤية أن تكون كفؤة ودقيقة -حتى ينتهج على ضوءها المستثمر سياساته الاستثمارية- ما لم تعتمد على فلسفة تنظم آلية دراسة سلوكيات الأسواق المالية، ففي سنة 1966 حدد روبرت ليفي Levy ملخصاً للفروض التي يقوم عليها التحليل الفني مؤداها⁴⁴³:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على ضوء تفاعل قوى العرض و الطلب فقط.
- توجد عدة عوامل تتحكم في العرض و الطلب بعضها رشيد و الآخر غير رشيد (غير منطقية)، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالأسهم و التي تنعكس آثارها على سلوك المستثمرين بالسوق، و عوامل غير رشيدة تعكس ميول و رغبات المستثمرين.
- يعطي السوق - آلياً و بصفة مستمرة - وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض و الطلب.
- تميل أسعار الأسهم إلى التحرك في اتجاه معين و تستمر على ذلك لفترة طويلة من الزمن باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر.
- يرجع التغير في اتجاه الأسعار أساساً إلى التغير في العلاقة بين العرض و الطلب، و أن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابها يمكن الوقوف عليه عاجلاً أو آجلاً و ذلك من خلال ما يجري داخل السوق نفسه.
- إن المأخذ الأساسي على فروض التحليل الفني تبدأ من الفرضية الرابعة والتي تتعلق بمدى سرعة استجابة الأسعار لما يطرأ على قوى العرض و الطلب من تغيير، فالاعتقاد بأن اتجاهها معينا في الأسعار سيستمر لفترة طويلة من الزمن يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تحدث تغيراً في العلاقة بين العرض و الطلب لا يستجيب لها السوق بسرعة بل عبر فترة زمنية طويلة (يناقض كفاءة السوق)، أما السبب فقد يرجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويجرون عليها التحليل ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين. معنى هذا أن أسعار السوق تبدأ بالتغير استجابة لتصرفات هؤلاء المستثمرين آخذة طريقها لبلوغ نقطة توازن جديدة بين العرض و الطلب، أما الوصول إلى تلك النقطة الجديدة فلا يحدث إلا بعد أن تصل المعلومات لباقي المستثمرين وهو ما يتم تدريجياً ويستغرق بعض الوقت، فالمعلومات تتسرب أولاً من مديري الشركات و كبار العاملين فيها إلى المحللين من أصحاب النفوذ ثم تأخذ طريقها فيما بعد إلى المستثمرين العاديين، و عندما تبدأ وصول المعلومات الجديدة إلى السوق

⁴⁴³ عبد الستار حيدر فاخر " التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي" دار المريخ، الرياض المملكة العربية السعودية 2002، ص 16.

فإنها تحمل معها أنباء من شأنها أن تؤدي إلى تغير في أسعار التوازن بالانخفاض أو الارتفاع عما كانت عليه من قبل⁴⁴⁴. كما أن الفرضية الخامسة والتي تفترض بأن التغير في العلاقة بين العرض والطلب يمكن الوقوف عليها من خلال ما يجري في السوق نفسه، أي من خلال حركة الأسعار دون حاجة إلى بذل مجهود كبير من أجل تحليل الكم الهائل من المعلومات عن الاقتصاد والصناعة والشركة، فالحلل ليس في حاجة سوى لمعلومات عن أسعار وحجم الصفقات إضافة إلى أداة يمكن من خلالها اكتشاف التحول من سعر التوازن الحالي إلى سعر التوازن الجديد دون أن يشغل نفسه بمعرفة أسباب التحول. فالتحليل على هذا النحو يسهم في تحديد التوقيت الملائم لاتخاذ قرار استثمار، فلو أن سعر التوازن في طريقه إلى التحول إلى سعر توازن أقل مع بداية ورود معلومات جديدة حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرار البيع، أما إذا كان سعر التوازن في طريقه إلى التحول إلى سعر توازن أعلى حينئذ يكون التوقيت ملائماً لاتخاذ قرار الشراء⁴⁴⁵.

إذن تنصب فلسفة التحليل الفني على دراسة ظروف السوق في الماضي لغرض التنبؤ باتجاهاته المستقبلية في مرحلة مبكرة وعبر مصادر للبيانات تتمثل في الأسعار، الأحجام، عدد الصفقات، سلوك المستثمرين، التوقيت، واتساع السوق. كما يرى المحلل الفني أن السوق المالية عبارة عن انعكاس أو صورة لنفسية المتعاملين لا يتكرر فعلها بالضبط ولكن تكرر خصائصها المتماثلة تسمح للمحلل بكشف تحركات السعر على افتراض أن نفسية المستثمرين في السوق تتحرك بين الذعر Panic والخوف Fear والتشاؤم Pessimism من ناحية، والثقة Confidence والتفاؤل الزائد Excessive Optimism والحرص Greed من ناحية أخرى⁴⁴⁶.

3.1.1 المبادئ التي يقوم عليها التحليل الفني

يستند التحليل الفني على ثلاثة أركان رئيسية هي:

أ. حركة السوق تحتوي على كافة المتغيرات (السوق يعرف كل شيء): إن دراسة حركة الأسعار هي الهدف الأول للمحلل الفني و التي منها يستطيع أن يتنبأ بالاتجاه المستقبلي للأسعار، فهو يعلم أن أي عامل مهما كان اقتصادي أو سياسي أو نفسي فهو منعكس في سعر السهم، و عليه فإن حركة السعر تعكس حالة العرض والطلب والتي تشكل أساس اتجاه الأسواق، فإذا كان الطلب أكثر من العرض فهذا سيؤدي إلى ارتفاع السعر والعكس صحيح. فالحلل يهتم بدراسة السعر فقط فهو لا يهتم بالأسباب التي أدت إلى تحرك الأسعار إنما اهتمامه الأساسي هو معرفة الاتجاه المستقبلي للسعر حيث يتم اتخاذ قرار الاستثمار مع الاتجاه المتوقع⁴⁴⁷.

ب. تتحرك الأسعار في اتجاهات: إن المدخل الفني للاستثمار هو انعكاس لفكرة أن سوق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات Trends تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين، ويمكن إظهار تلك التغيرات في شكل خرائط بهدف التعرف على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة والاحتفاظ بوضع استثماري معين لحين

⁴⁴⁴ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 264.

⁴⁴⁵ عبد الستار حيدر فاخر، مرجع سابق، ص 17.

⁴⁴⁶ التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية : إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2010، ص ص 220-221.

⁴⁴⁷ Béchou Thierry , Bertrand Eric, Nebenzahl Julien .op.cit, p19.

ظهور بوادر تغير من تلك الاتجاهات⁴⁴⁸. فالإتجاه سوف يستمر في حركته في نفس المسار حتى تظهر إشارة من إشارات الانعكاس⁴⁴⁹. إذن يمكن للمستثمر تتبع الإتجاه إلى أن تظهر شواهد قوية تشير إلى حدوث تغيرات في ذلك الإتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بالبيع أو الشراء، ويجب التأكد من حدوث تغيير حقيقي وذلك من خلال الاستعانة بمجموعة من الأدوات الفنية. كما يتم رسم الخرائط بالشكل الذي يعبر عن ثلاثة أنواع من الإتجاهات هي : الإتجاه الرئيسي، الإتجاه المتوسط الأجل، و الإتجاه القصير الأجل. و يهتم المستثمر أساسا بالإتجاه الرئيسي و المتوسط و بدرجة أقل بالإتجاه القصير الأجل، وعلى العكس من ذلك فإن المضاربين يهتمون بالأجل القصير والتغيرات اللحظية بدرجة أكبر من اهتمامهم بالأجل المتوسط و الطويل.⁴⁵⁰

ج. التاريخ يكرر نفسه : يمكن تفسير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي إذا توافرت نفس الظروف، فالحلل الفني يبحث عن نماذج معينة تشكلت مسبقا أثناء حركة الأسعار على أمل أن تكرر هذه النماذج نفس السلوك السابق في المستقبل⁴⁵¹. فالتحليل الفني مبني على افتراض أن الناس سيستمررون في ارتكاب الأخطاء التي اقترفوها في الماضي. فمثلا تشير الدراسة التاريخية لحركة الأسعار إلى أن أسعار الأسهم تتجه إلى الهبوط في شهري سبتمبر وأكتوبر 1991 Maimakliotis et Renshow. ويشير De Bondt 1991 إلى أن التغير في مستوى أسعار الأسهم يمكن التنبؤ بها وأنها لا تسير وفقا لما يطلق عليه بالحركة العشوائية، فالسوق الصعودي يستمر لفترة تتراوح بين 3 و 5 سنوات بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس يصبح من المتوقع أن تتجه أسعار الأسهم إلى الارتفاع مرة أخرى⁴⁵².

4.1.1 التحليل الفني و الحركة العشوائية

في سنة 1964 نشر Paul H.Cortner في كتابه "The Random Character of Stock Market" أن نظرية الحركة العشوائية تنفي جمود الأسعار، حيث يرى Paul أن ماضي السوق المالي ليس له أي تأثير على مستقبله⁴⁵³. وعليه ترى نظرية الحركة العشوائية⁴⁵⁴ "بأن تغيرات السعر مستقلة بشكل متسلسل و أن تاريخ السعر مؤشر لا يمكن الاعتماد عليه لتحديد الإتجاه المستقبلي للسعر، بمعنى أن السعر يسير في حركة عشوائية ولا يمكن التنبؤ بها". كما تعتمد هذه النظرية على نظرية السوق الكفاءة و التي تقول بأن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي حول قيمتها الحقيقية، كما ترى بأن أفضل إستراتيجية يمكن تتبعها في السوق هي إستراتيجية الشراء والاحتفاظ و التي تعارض أي محاولة للتغلب على السوق.

⁴⁴⁸ Cahan Philippe « Analyse technique dynamique » Economica, paris, 3 édition 2000, p11.

⁴⁴⁹ John .J. Murphy " Technical Analysis of financial markets : a comprehensive guide to trading methods and application" New York institute finance , United Sated of America 1999, p04.

⁴⁵⁰ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق " دراسات في التمويل: أساسيات الاستثمار و تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية" مجموعة دار نايف جدة المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2004، ص ص 43-46.

⁴⁵¹ أبوظربوش رائد محمود " الاحتيال و البورصة العالمية " دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 64.

⁴⁵² الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص ص 421-422.

⁴⁵³ Béchu Thierry et Al .op, cit , p35.

⁴⁵⁴ تعرف العشوائية على أنها إحساس سلبي بعدم القدرة على اكتشاف النماذج المنتظمة لحركة السعر.

و على الرغم من الشك حول وجود درجة معينة من العشوائية في جميع الأسواق إلا أنه من غير الواقعي تصديق أن جميع الحركات في السوق هي حركات عشوائية، و عليه هل يكون لاتجاه السوق فائدة للمستثمر الذي يكون مجبوراً على التعامل مع العالم الواقعي الذي تكون فيه اتجاهات السوق واضحة جداً؟ وكيف يوضح المتبعون لنظرية الحركة العشوائية وجود مثل هذه الاتجاهات السعرية في الوقت الذي تظهر فيه الأسعار مستقلة؟ بمعنى أن ما حدث يوم أمس أو الأسبوع الماضي ليس له أي دخل فيما يحدث اليوم أو غدا؟ وكيف يشرح هؤلاء تلك الأرباح الناتجة عن استخدام الأنظمة التي تتبع اتجاه السعر؟

وعليه يرفض الفنيون تماماً فكرة أن الأسواق تتحرك بعشوائية، فإذا كانت تتحرك بعشوائية بالفعل فلن يكون التنبؤ باستخدام التحليل الفني مجدياً. إذن ففرضية السوق الكفاءة تتعد عن التحليل الفني (يرفض التحليل الفني فرضية الأسواق الكفاءة). فالتحليل الفني يعتمد على كون معلومات السوق الهامة تقوم بعكس سعر السوق قبل أن يعرف، وبالتالي فهناك ضرورة لمراقبة حركة السعر و ذلك خلال المدى القصير على الأقل⁴⁵⁵.

2.1 نظرية داو Dow Theory

تعد هذه النظرية من أقدم أدوات التحليل الفني و تنسب إلى تشارل داو⁴⁵⁶ Charles Dow 1887 الذي ساهم في تكوين اثنين من أوسع و أشهر مؤشرات السوق استخداماً هما مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر داو جونز للنقل، وقد توصل داو إلى نظريته (و التي تعرف بنظرية داو نسبة إليه) خلال سلسلة من البحوث (1887-1902) و التي تمثل اليوم الأساس الذي يبني عليه التحليل الفني الحديث⁴⁵⁷. ولم يكتب داو أي كتاب عن نظريته قبل وفاته و بدلا من ذلك دون جميع أفكاره الخاصة بسلوك سوق الأسهم في صورة سلسلة من المنشورات نشرتها جريدة وول ستريت. و في عام 1903 العام الذي توفي فيه داو قام S.A Nelson بتجميع هذه المقالات في كتاب بعنوان ABC Stock Speculation و ذكر فيه لأول مرة عبارة "نظرية داو"، كما قام Robert Rhea بتطوير نظرية داو و التي نشرت عام 1932، و في عام 1999 قام William Hamilton بتصنيف معتقدات داو ونشرها في كتاب بعنوان "مقياس سوق الأسهم"⁴⁵⁸.

وتؤكد نظرية داو على اتجاه السوق العام و أن معظم الأسهم تسبح معا، بمعنى أن الأسعار في المتوسط تتأرجح معا بين الصعود أو الهبوط، كما تعد النظرية من أولى الأعمال التي اهتمت باستخدام بيانات السعر والحجم، كما كانت أساساً لبناء العديد من المؤشرات الفنية التي تستعمل لتحليل الأسهم ومؤشرات السوق. و أوضح شارلز داو في كثير من كتاباته أنه لم يفكر في نظريته كوسيلة للتنبؤ بسوق الأسهم أو حتى كمرشد للمستثمر و لكن كمقياس للاتجاه العام، أما سمعة و شهرة النظرية فترجع إلى أنها تنبأت بأزمة سوق

⁴⁵⁵ John .J. Murphy "Technical Analysis of financial markets" op.cit, p 19-21.

⁴⁵⁶ يعترف أغلب المحللين في الأسواق المالية بأن ما يسمى بالتحليل الفني يعود أصله إلى النظريات التي افترضها Dow 1851-1902 ، حيث لا تزال هذه النظرية حجر الأساس لدراسة التحليل الفني.

⁴⁵⁷ علوان قاسم نايف، مرجع سابق ، ص269.

⁴⁵⁸ John .J. Murphy. op.cit, p 24.

رأس المال التي حدثت في الثلاثينات من القرن الماضي و التي نجم عنها الكساد العظيم، ففي 29 أكتوبر من عام 1929 نشرت جريدة وول ستريت تحليلاً يقوم على نظرية داو أشارت فيه أن السوق السعودي قد انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ Bull market is over and Bear market has started.

1.2.1 الافتراضات الأساسية لنظرية داو

تقوم نظرية داو على عدة افتراضات أساسية و التي تفسر آلية عمل هذه النظرية، وهي كما يلي⁴⁵⁹:

الفرض الأول: المؤشرات تعكس كل شيء

تعكس أسعار الأسهم كل شيء يمكن معرفته عنها مثل المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، حيث يستوعب المتعاملون تلك المعلومات وتعكس على سلوكهم ومن ثمة يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقاً لسلوك وتصرفات المتعاملين (يتحدد السعر نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب)، وبالمثل فإن متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى كل المشاركين في السوق (تعكس كل العوامل المؤثرة في العرض والطلب).

الفرض الثاني: للسوق ثلاثة اتجاهات

وصف داو أسعار الأسهم بأنها تتحرك في اتجاهات تشبه تحركات الماء و افترض بأن خط اتجاه السعر يتكون من ثلاثة أجزاء، الجزء الأساسي و الثانوي و الأصغر (أو التقلبات اليومية) و التي قارنها بتيار البحر وأمواجه و تموجاته، حيث يمثل اتجاه السعر الأساسي التيار والثانوي أو المتوسط يمثل الأمواج التي تصنع التيار أما خطوط اتجاه السعر الأصغر فتصرف مثل التموجات الصغيرة، ويمكن إبراز تلك التحركات كما يلي⁴⁶⁰:

- **التقلبات اليومية (تحركات قصيرة الأجل تشبه التموجات الصغيرة):** تتراوح مدتها ما بين ساعات إلى ثلاثة أسابيع، و هي تمثل تقلبات سريعة تحدث من يوم إلى آخر (يومية)، و تصف نظرية داو هذه التقلبات على أنها تأرجحات عشوائية ليس لها معنى (لا توجد أهمية من دراستها)، ومع ذلك فإن أهميتها ضمنية تكمن بقيام المحلل الفني برسم أسعار الأسهم (أسعار الإغلاق أو الافتتاح أو أعلى و أدنى سعر) أو متوسط السوق يومياً من أجل تتبع الاتجاهات الرئيسية و الثانوية.
- **الحركات السريعة الثانوية (تشبه الأمواج):** وهي تمثل تغيرات سريعة متوسطة يتراوح حدوثها ما بين ثلاثة أسابيع إلى شهر وأحياناً يزيد عن ذلك، حيث يستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضعة أشهر حتى يحدث تغيير ثانوي آخر. فالحركات الثانوية عبارة عن ردود فعل تصحيحية تتحكم بها الأحداث الحارية وأسلوب التعامل بين المستثمرين و التي تؤثر على الأسعار بصفة مؤقتة و تعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعد أو الهابط، أي أنها تعمل على توحيد ردود فعل المتعاملين في السوق.

⁴⁵⁹ Béchu Thierry et Al. op. cit, pp 21-23.

- Baron François « le chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op.cit, p 03.

- John .J. Murphy. op.cit, p 27-28.

⁴⁶⁰ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال " مرجع سابق، ص ص 427-428.

- حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 179.

■ **الاتجاهات الرئيسية (تحركات تشبه المد والجزر في المحيط):** وهي التغيرات السعرية التي تمثل الواحدة منها تجميعاً لآثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغيير في اتجاه مضاد، كما يطلق على هذه الاتجاهات أيضاً بالسوق الصعودي أو السوق الترولي Bear or Bull Market، أي حسبما إذا كان اتجاه الأسعار نحو الصعود أو نحو الهبوط، و يهتم المستثمر بالاتجاه الرئيسي (المدى الطويل) ويكون هدفه شراء الأسهم مبكراً بقدر الإمكان في السوق الصعودي و يحتفظ بها حتى يصل إلى نهاية سوق الصعود، وبيع عندما تبدأ السوق بالهبوط، وهو في هذا يهمل التذبذبات الصغيرة كما قد يهمل التحركات الثانوية، إلا أنه يجب على المستثمر أن يكون يقظاً حتى لا تفوته فرصة بيع أسهمه خلال قمة السوق الصاعدة.

الفرض الثالث: يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل

يتكون الاتجاه الرئيسي من ثلاثة مراحل سواء للاتجاه الصاعد أو الهابط، فعلى صعيد السوق الصاعد نجد⁴⁶¹:

- 1. مرحلة التجميع (مرحلة تراكم التداول):** و تحدث 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.
- 2. مرحلة الجذب (مرحلة المشاركة العامة):** يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واحتذاب مستثمرين جدد نتيجة الارتفاع المتواصل للأسعار الشيء الذي يدعم و يقوي الاتجاه الصاعد، فهذه المرحلة توصف بكونها مرحلة جني الأرباح من خلال بيع الأسهم نظراً لحدوث ارتفاع ثابت و متزايد بالأسعار نتيجة لزيادة أرباح الشركات و تحسن الظروف الاقتصادية .
- 3. مرحلة التوزيع:** يبدأ فيها خروج مستثمري مرحلة التجميع مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة نتيجة ورود أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي، ويسود جو استثماري شديد التفاؤل، فيحدث غليان في السوق وتقدم واضح بالأسعار يبقى الحجم في ارتفاع.

أما على صعيد السوق الهابط فإن المرحلة الأولى هي التخلص من الأسهم نتيجة لوصول الأسعار إلى ارتفاع غير طبيعي مع بقاء حجم التداول مرتفعاً و يتجه نحو التقلص، و في المرحلة الثانية يسود السوق الذعر نتيجة الهبوط المفاجئ بالأسعار، بينما تتميز المرحلة الثالثة بعملية بيع غير مشجع من المستثمرين لتسييل استثماراتهم لمقابلة احتياجاتهم النقدية، و بذلك ينتهي السوق الهابط عندما يستوعب كل الأخبار السيئة.

الفرض الرابع: المؤشرات تؤكد بعضها البعض

كان داو يقصد بوضعه لمؤشر القطاع الصناعي ومؤشر قطاع المواصلات بأنه لا توجد أهمية لأي إشارة تدل على السوق التصاعدي أو السوق التنازلي إلا إذا أعطى المؤشرين (مؤشر النقل DJTA والصناعة DJIA) نفس الإشارة مؤكداً بعضهما البعض، ويعتقد داو بأنه لا بد وأن يتغلب كلا من المؤشرين على القمة

⁴⁶¹ علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص ص 271-272.

الثانوية السابقة للتأكيد على بدأ السوق في اتخاذ الاتجاه التصاعدي أو استمراره، و لم يعتبر داو أنه لابد من حدوث الإشارتين بشكل متزامن إلا أنه أدرك بأن الوقت الأقصر بين حدوث الإشارتين يعني تأكيد أقوى.

الفرض الخامس: حجم التداول يؤكد اتجاه الأسعار

يعد حجم التداول عاملاً مهماً لتأكيد اتجاه السعر، حيث يتزايد حجم التداول في نفس اتجاه خط الاتجاه الأساسي، ففي الاتجاه التصاعدي يتزايد حجم التداول عندما ترتفع الأسعار ويتقلص عندما تنخفض، وفي الاتجاه التنازلي يتزايد حجم التداول عندما تنخفض الأسعار و يتقلص عندما ترتفع. كما تساعد مؤشرات حجم التداول المتطورة على تحديد ما إذا كان حجم التداول في تزايد أو تناقص، و بعد ذلك يقوم المستثمرون بمقارنة هذه المعلومات بحركة السعر ليروا إذا ما كان كلا منهما يؤكد الآخر.

الفرض السادس: استمرار خط الاتجاه في مساره حتى يعطي إشارات مؤكدة على انعكاسه

يشكل هذا الاعتقاد أساس الطرق في تتبع خط الاتجاه و يتعلق الاعتقاد بالقانون المادي لحركة السوق و التي تقول بأن اتجاه الحركة يميل إلى الاستمرار في اتجاهه إلى أن تأتي قوة خارجية تغير هذا الاتجاه. و تتوفر مجموعة من الأدوات تساعد المستثمرين في تحديد إشارات انعكاس الاتجاه في السوق و نجد منها: نماذج السعر، و خطوط الاتجاه، و المتوسطات المتحركة.

2.2.1 انتقاد نظرية داو

- تم استخدام نظرية داو على مدى عدة أعوام بفعالية للتعرف على الأسواق التصاعدية و التنازلية إلا أنها لم تسلم من النقد على الرغم من ذلك، و من أهم الانتقادات التي وجهت إلى هذه النظرية نجد⁴⁶²:
- هناك عدة مشكلات تتعلق بنظرية داو أولها أنها ليست نظرية بالمعنى المفهوم لهذه الكلمة و لكنها تفسير لبيانات معروفة، فهي لا توضح لماذا يجب على مؤشري DJIA و DJTA أن يكون لهما القدرة على التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية، و بالإضافة إلى ذلك فإنه قد يكون هناك تأخر نسبي بين نقاط التحول الفعلي و هذه النقاط يشير إليها بالتنبؤ، و قد يستغرق الأمر عدة شهور قبل أن يؤكد أحد المؤشرين الآخر و خلال هذه الفترة يلاحظ أن الأسهم الفردية تظهر تغيرات أساسية في السعر.
 - لا تكشف النظرية بسرعة كافية عن حدوث التغيرات الأساسية إذ ينبغي الانتظار حتى يتضح أن مؤشراً آخر قد حدث له ذات التغيير.
 - تتبع النظرية الأسعار التي تجري على أساس الصفقات دون أن تعطي اهتماماً لحجم الصفقات ذاتها.
 - لا تعطي النظرية اهتماماً للتغيرات السعرية التي تحدث من يوم إلى آخر رغم أنها قد لا تكون صغيرة كما قد يكون لها تأثير على العائد المتوقع في المدى الطويل.
 - إن دقة نظرية داو و قدرتها التنبؤية محل شك فقد بينت دراسة Greiner et Whitcomb أن نظرية داو تقدم طريقة مختبرة زمنية لقراءة مقياس سوق الأسهم ومع ذلك ففي خلال الفترة من 1929 إلى 1960

⁴⁶² حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 186.

نجد أن نظرية داو لم تقدم سوى تسع تنبؤات صحيحة من بين 24 إشارة بيع و شراء، وهو ما يقلل من التأثير لهذا الأسلوب، ومع ذلك فإن هذه النتائج لم تؤيدها دراسة أخرى لـ David et Rolf 1983 والتي توصلت إلى أنه خلال الفترة من 1971 إلى 1980 فإن هذا الأسلوب ولد عائدا يزيد عن 14%.
 - ويرى انتقاد آخر بأن السعر يتحرك بنسبة 20% - 25% قبل التمكن من معرفة وجود إشارة بيع أو شراء، إذ يعتبر عدد من المستثمرين أن التعرف على الإشارة بعد مرور الحركة بهذه النسبة يكون متأخرا جدا. و ردا على هذا الانتقاد يرى البعض أن داو لم يقصد أبدا بنظريته معرفة خطوط اتجاه السعر قبل حدوثها بل أنه كان يقصد التعرف على ظهور الأسواق الصاعدة والمهبطية والتعرف على حركات السوق الهامة.

3.2.1 التحليل الفني وتحديد الاتجاه

يتضمن التحليل الفني دراسة حركة السوق و لذلك فهو غير معني بالتنبؤ باتجاهات ربحية الشركات ولا بتقييم مواقف المستثمرين تجاه تلك الأرباح، فهو معني فقط بالتعرف على نقاط التحول الرئيسية في تقييم السوق لهذه العوامل، و ذلك لأن السوق هي انعكاس للتغيرات في اتجاهات الرأي بين المشتريين والبائعين، كما يتم التعبير عنه في آلية التسعير. لذلك فإن جوهر تحليل الميول هو التعرف على التغيرات الهامة في اتجاهات هذه الأسعار، فدراسة طبيعة السوق هي الركن الهام للتحليل الفني حيث أن التحولات في الاتجاهات السعرية الرئيسية تسبقها على الدوام قوة خفية في هيكل السوق، و لذلك يجب تحليل طبيعة السوق و ذلك من خلال تحليل اتجاهات المستثمرين والتي تعتبر المسؤولة عن تحركات الأسعار، و يتم ذلك من خلال أربعة جوانب أساسية هي السعر، الزمن، الحجم، الاتساع. و تعكس التغيرات في أسعار الأسهم التغير في موقف المستثمرين، أما مؤشر السعر فإنه يبين مستوى هذا التغير، أما الزمن فيقيس التغيرات الدورية المتكررة في سيكولوجية المستثمر و مداها، فالتغيرات في ثقة المستثمر تمر بدورات واضحة بعضها طويل الأجل وبعضها قصير الأجل، لأن المستثمرين يتأرجحون بين التفاؤل الزائد والتشاؤم الزائد. ويكون مستوى تحرك السعر في السوق عادة بفعل الزمن فكلما طال الزمن الذي يستغرقه المستثمرون في الانتقال من صعود بالغ في الأسعار إلى نقيضه من هبوط بالغ، كلما زاد الاحتمال في التغير السعري. كما يعكس الحجم كثافة التغيرات في مواقف المستثمرين، فمثلا فإن ارتفاع أسعار الأسهم في ظل انخفاض حجم التداول لا يتساوى في القوة مع ارتفاع أسعار الأسهم المصحوبة بحجم تداول مرتفع. أما الاتساع فيقيس مدى الانفعال فظالما أن الأسهم تتحرك لأعلى على جبهة عريضة فإن الاتجاه العام يتوزع بين أغلب الأسهم و الصناعات، و من جانب آخر فإنه عندما يضيق الاهتمام ويقتصر على عدد قليل من الأسهم المنخفضة المستوى فإن هذا معناه أن نوعية الاتجاه اضمحلت و يكون استمرار الصعود في أسعار الأسهم في البورصة مشكوك فيه إلى حد كبير.

و توجد عدة طرق فنية مختلفة تتعلق باختيار الأوراق المالية و يمكن تقسيمها إلى مجموعتين رئيسيتين هما⁴⁶³:

⁴⁶³ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 165-167.

المجموعة الأولى: أساليب مصممة لكي تشير إلى الاتجاه العام للسوق، فإتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد توقيت الشراء أو البيع للأوراق المالية، وتشمل هذه المجموعة عدة طرق فنية مثل نظرية داو.

المجموعة الثانية: أساليب مصممة لكي تشير إلى توقيت التعامل على أوراق مالية معينة، حيث تم تصميم هذه الأساليب لكي تساعد المستثمر على تحديد التوقيت المناسب لشراء أو بيع أوراق مالية. وقد يحتاج المستثمر إلى إتباع أكثر من قاعدة فنية أو مؤشر لتأكيد إشارات البيع أو الشراء .

3.1 مزايا و عيوب التحليل الفني

إن الأهمية الرئيسية للتحليل الفني هي استقرار اتجاه حركة السهم من حيث الارتفاع أو الهبوط، ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بناء على المعلومات التي تم الحصول عليها لتحديد متى يشتري المستثمر و متى يبيع و متى يتخلص من السهم بخسارة بدلا من التعلق بأسعار عالية قد لا تتحقق ضمن الفترة الزمنية القليلة القادمة.

1.3.1 مزايا التحليل الفني

يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا التي خلقت له أتباع و مؤيدين و من أهم تلك المزايا نجد⁴⁶⁴:

- **سهولة و سرعة التطبيق:** يعتبر هذا النوع من التحليل أقل تعقيدا مقارنة بالتحليل الأساسي للشركة لأن المدخلات محدودة (العرض و الطلب + رد فعل السعر) فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل الفني في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آليا و على أي عدد من الأسهم المطلوب دراستها في سوق الأسهم بشكل خاص و الأوراق المالية بشكل عام، كل ذلك يتم بدون تجميع و تحليل للكلم الهائل من المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي و التي تتطلب وقتا و جهدا كبيرا.
- **سهولة التعلم:** إن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها و تطبيقها بواسطة أي مستثمر .
- **ميسورية المعلومات:** إن المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني عن الأسعار والصفقات متاحة يوميا بانتظام من خلال التقارير التي تظهر في شبكة الانترنت و الصحف المتخصصة، و بالطبع الوضع يختلف كثيرا بالنسبة للتحليل الأساسي لأن التقارير المالية التي يقوم عليها التحليل الأساسي تغطي فترة ماضية كما أنه يصعب الاعتماد على محتوياتها في حالة تلاعب الإدارة بصورة متعمدة في الأرقام، كما أن هناك العديد من العوامل النفسية و المتغيرات غير الكمية التي لا تظهر في البيانات المالية مثل تدريب العاملين، ولاء العملاء، الموقف العام للمستثمر تجاه صناعة معينة، المخاطرة الناتجة من القيود أو الضرائب على المنتجات. ولكن يوجد شبه إجماع على أن التحليل الفني يدل على الوقت المناسب للقيام بالعملية الاستثمارية (الوقت + نقطة الدخول)، كما أن التحليل الفني يساعد على معرفة عدة نقاط للسوق هي⁴⁶⁵:

- تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية المحتملة خلال الفترات الزمنية المقبلة.

- اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب في الوقت المناسب.

⁴⁶⁴ علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 265.

⁴⁶⁵ حسين عصام " أسواق الأوراق المالية : الأصول العلمية و التحليل الأساسي" دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 164.

- تحديد مستويات السعر للورقة المالية المستهدفة.
- توضيح الحالة النفسية السائدة في السوق من خلال دراسة السلوك النفسي للمضاربين و الذي يكون مؤثرا على أداء الأسواق المالية.

2.3.1 عيوب التحليل الفني

- رغم المزايا التي يتسم بها التحليل الفني فإنه لا يخلو من عدة عيوب و نجد منها⁴⁶⁶:
 - **عدم الدقة:** يعترف دعاة التحليل الفني بأن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات الجيدة والقدرة التحليلية يمكن أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، و الذي ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار، يضاف إلى أن عملية التحليل تتأثر كثيرا بالمنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل الفني، فالانطباعات المسبقة عن الحالة قد تعطي قراءات خاطئة (و هذا يتبعه المضارب) فالمستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني نادرا ما يحقق عائدا غير عادي.
 - **توقع النتائج:** إن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب و ذات البيانات فإنهم يتوصلون إلى نفس القرار، و لو أن القرار كان شراء سهم شركة بسبب توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل فسوف يتدفقون لشراء ذلك السهم مما ينجم عنه ارتفاع السعر وهذا أمر طبيعي، بعبارة أخرى أن الارتفاع في السعر أحدثه في الأساس سلوك المحللين (المستثمرين) أنفسهم و ليس أي شيء آخر.
 - **استمرارية القراءة:** من أجل توقع حركة الأسهم يتوجب على المحلل الفني المتابعة المستمرة والقراءة اليومية لمؤشرات الأسهم، وهذا يتطلب منه وقتا لتتبع سلوكيات الأسواق (تتبع العرض والطلب) لكي يتمكن من توقع نمط حركة السهم المستقبلية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب، ولكن هذا قد لا يتحقق لبعض المحللين الفنيين بسبب عوامل تحول دون تحقيق ذلك الهدف.

4.1 الانتقادات التي تواجه التحليل الفني

- يشكك البعض في قيمة التحليل الفني بالنسبة لقرارات الاستثمار، و يتم توجيه انتقادات له في مجالين هما: الفرضيات الأساسية التي يقوم عليها، و إلى بعض قواعده و مدى فائدتها في المدى الطويل، و يمكن إجمال مختلف الانتقادات في النقاط التالية⁴⁶⁷:
 - **الانتقادات الموجهة لبعض افتراضاته الأساسية:** تفترض القواعد الفنية أن السوق غير كفؤ و هذا يعني أن المعلومات لا تنعكس بسرعة على الأسعار السوقية، و تبرير الفنيين لذلك يأتي من أن المعلومات التي تؤثر على العرض و الطلب لا تتدفق إلى السوق في نقطة زمنية معينة نظرا لاختلاف مصادرها من جهة و تعدد

⁴⁶⁶ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال " مرجع سابق، ص ص 426-427.

- علوان قاسم نايف، مرجع سابق ، ص 266.

⁴⁶⁷ التميمي أرشد فؤاد، مرجع سابق ، ص 222.

المتعاملين في السوق من جهة أخرى، وبذلك يعتقد الفنيون أن سعر التوازن سوف لن يتحقق بسرعة وفقا لفرضية السوق الكفوء، بل أن عملية الانتقال إلى سعر التوازن تكون تدريجية لارتباطها بالتدفق التدريجي للمعلومات من مصادرها المختلفة⁴⁶⁸، ولكن تؤكد معظم الدراسات التي تناولت فرضية السوق الكفء بشكله الضعيف أن المعلومات تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم و بالتالي لا يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات التاريخية.

- الانتقادات الموجهة لتكرار أنماط السوق نفسها: إن الأنماط أو النماذج التي نجحت سابقا في تشخيص تحركات السوق أو السهم المنفرد قد تفشل في تشخيص أنماط السوق ودوراتها اللاحقة، فالنماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معين وأسعار الأسهم قد لا تتكرر، ونتيجة لذلك فإن الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق التالية، ومثل هذه المشكلة تجعل المحلل الفني يتبع أكثر من قاعدة فنية ليتمكن من التنبؤ بدورات السوق والأنماط المستقبلية لتحركات الأسعار.

كما يرى البعض أنه حتى ولو كان التكرار محتمل الحدوث فإن المستثمرين سرعان ما يتعرفون على نمطه و يتكيفون معه، و مثل هذا التكيف يضمن بالطبع ألا يكون المستقبل نسخة مكررة عن الماضي.

- الانتقادات الموجهة بالتركيز على قاعدة فنية واحدة: قد يركز المحلل الفني و عموما المستثمرين على قاعدة فنية واحدة ناجحة، فمثل هذا التركيز قد يؤدي بالجميع إلى الوصول إلى نتائج متشابهة تختلف عن التفسيرات التي يتوصل إليها المحلل المالي ولفس نماذج السعر، و عليه مثل هذه المشكلة قد تؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة.

- الانتقاد الموجه إلى مدى جدوى استخدام البيانات التاريخية في التنبؤ بالمستقبل : بمعنى هل يمكن استخدام الماضي من أجل التنبؤ بالمستقبل؟ إن الخطوة الأولى في التنبؤ هي معرفة المستقبل الاقتصادي أو تجميع ملاحظات من الماضي، و تعتبر البيانات التاريخية هي النوع الوحيد الذي يستمر في تتبعها أي فرد ولا يمكننا التنبؤ بالمستقبل إلا عن طريق تصور تجارب الماضي في المستقبل، و لذلك يتم استخدام البيانات التاريخية للتنبؤ بالمستقبل في التحليل الفني على أساس مفاهيم إحصائية.

كما توجه انتقادات أخرى و من بينها أن الرسوم البيانية تخبرنا عن وضع السوق و لكن لا يمكنها إخبارنا بالوضع الذي سيكون عليه السوق بعد ذلك، كما يوجه البعض انتقادات لنماذج الأسعار المحددة وفقا للتحليل الفني بأنها قد تصبح تنبؤات ذاتية التنفيذ بمعنى أن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط و لكن هذا السعر سوف يكون مؤقت و سرعان ما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي. يضاف إلى ذلك أن بعض قواعد التحليل الفني لا يمكن اختبارها و معرفة سلامتها.

⁴⁶⁸ هذا الادعاء يمكن أن يكون صحيحا في حالة الأسواق الناشئة باعتبارها أسواق لا تنسم حتى بالكفاءة الضعيفة.

المبحث الثاني: أدوات التحليل الفني

يعتمد الفنيون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم إذ يقومون بدراسة نمط تغير سعر السهم، فالرسوم البيانية تستخدم للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية من خلال دراسة الأسعار وحجم التداول كما أنها تمثل وسيلة من وسائل توقيت قرارات الشراء و البيع للأسهم.

و هناك عدة أدوات منها التمثيل البياني الخطي، خرائط الأعمدة البيانية، خرائط الشموع اليابانية، و خرائط النقطة و الشكل .

1.2 الرسم البياني الخطي

تسجل المنحنيات الخطية التغيرات التي تحصل لأصل ما أو مؤشر ما خلال جلسة أو أسبوع أو شهر أو حتى سنة، و الخط المرسوم يربط أسعار الإقفال للأصول خلال كل فترة معينة، و يفضل البعض هذا النوع من المخططات لسهولة و بساطته خصوصا إذا كان الهدف هو الحصول على الصورة العامة لحركة السهم دون الدخول في تفاصيل كثيرة. و الشكل رقم (1-3) يمثل المخطط للرسم البياني الخطي ويتكون من المحور الرأسي و الذي يمثل الأسعار و يكون عادة على أحد أو جانبي المخطط و المحور الأفقي الذي يمثل التاريخ.⁴⁶⁹

الشكل رقم (1-3): الرسم البياني الخطي



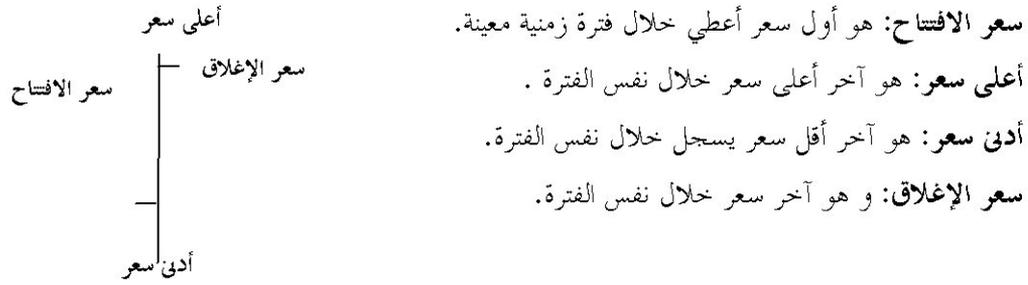
2.2 خرائط الأعمدة Bar Charting

تمثل تلك الخرائط في شكل بياني محوره الرأسي سعر السهم أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر و أمام كل تاريخ عمود يشمل على تغيرات الأسعار ما بين أدنى سعر و أعلى سعر و التي تحدث خلال الجلسة، و يوجد في العمود خطين عموديين صغيرين يوضحان سعر الافتتاح و سعر الإغلاق، فالخط على اليسار يوضح سعر الافتتاح أما الخط على اليمين فيوضح سعر الإقفال.⁴⁷⁰

⁴⁶⁹ Amat Oriet et Puig Xavier « L'analyse technique du marché boursier » édition D'organisation, paris 1991, p 43.

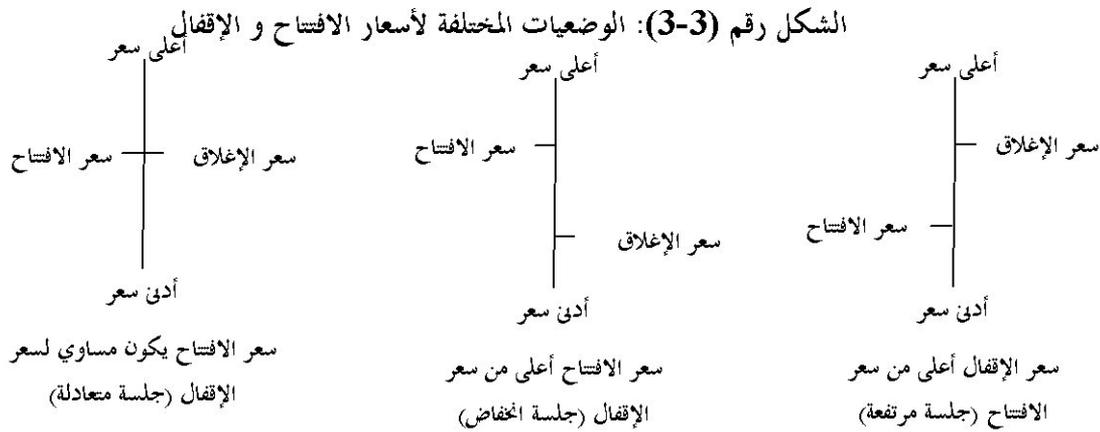
⁴⁷⁰ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » édition d'organisation, paris 2004, pp 4-5.

حيث أن: الشكل رقم (3-2) : رسم الأعمدة البيانية



Source :Baron François « chartisme » op.cit.p 4.

ويمكن أن يأخذ العمود عدة أشكال وفق وضعية كل من سعر الإقفال و سعر الافتتاح كما يلي:



Source : Baron François « chartisme » op.cit.p 5 .

وقد يمثل العمود السعر في يوم معين أو متوسط السعر في أسبوع معين أو شهر أو لأي فترة أخرى. ويتم بناء خرائط الأعمدة باستخدام ثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم وهي أعلى سعر وأدنى سعر و سعر الإقفال، و يقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى سعر وأدنى سعر ثم يقومون بتوصيل النقطتين رأسياً لكي يشكل العمود، كما يقوم برسم خط أفقي، و يتضح في شكل رقم (3-4) أنه يسهل القيام به و لكنه يتطلب جهداً أكبر للمحافظة على تحديث هذه الرسومات، فمتابعة سهم واحد يتطلب 15 ملاحظة للسعر أسبوعياً (5 أيام × 3 ملاحظات للسعر كل يوم و هي الأعلى و الأدنى و الإقفال) و إذا أردنا متابعة عشرة أنواع من الأسهم أسبوعياً فإننا نحتاج إلى 150 ملاحظة للأسعار أسبوعياً و هكذا⁴⁷¹.

و يساعد هذا النوع من الخرائط على تحديد النقطة الزمنية التي يبدأ عندها سعر السهم في تغيير اتجاهه و بالتالي تكون هي أفضل نقطة للبيع في حالة تغيير الاتجاه إلى أسفل و أفضل نقطة للشراء في حالة تغيير الاتجاه إلى أعلى، و يحدث هذا التغيير المعاكس إلى أسفل إذا زاد العرض عن الطلب و بالعكس يحدث التغيير المعاكس إلى أعلى إذا ما زاد الطلب عن العرض⁴⁷²، و يمكن تمثيل خرائط الأعمدة كما يلي:

⁴⁷¹ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق ، ص 226.

⁴⁷² غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص ص 47-48.

الشكل رقم (3-4): خريطة الأعمدة



Source : www.stockchart.com

3.2 خرائط الشموع اليابانية

بدأ اليابانيون باستخدام التحليل الفني للمضاربة بالأرز في القرن السابع عشر، و تختلف الطريقة الحالية للتحليل الفني عن الطريقة الأمريكية التي بدأ بها شارلز داو في حوالي عام 1900 في حين أن كثير من المبادئ الأساسية متشابهة فيما بينهما و التي تتمثل فيما يلي⁴⁷³:

- إن السؤال ما هو؟ (الخاص بتحريك السعر) هو أكثر أهمية من السؤال لماذا؟
- يحرك البائعون و المشترون الأسواق بناء على التوقعات و المشاعر (أي الخوف و الطمع).
- قد لا يعكس السعر الحالي القيمة الفعلية له.

و حسب Steve Nison⁴⁷⁴ فقد ظهرت المخططات اليابانية للشمعدانات لاحقا و ربما بدأت منذ وقت ما بعد عام 1850 و يعود الفضل في اعتماد المخططات البيانية للشمعدانات إلى Homma⁴⁷⁵ مضارب الأرز الأسطوري القادم من Sakata ، و مع أنه ليس من المعروف تماما من الذي أوجد نماذج الشمعدانات إلا أن Nison أشار إلى أنها لربما تكون ناتجة عن جهود متراكمة و مطورة على مدى سنين كثيرة من المضاربة⁴⁷⁶. وعلى الرغم من استخدام اليابانيين لهذا النوع من الرسوم البيانية وطريقة التحليل لعدة قرون إلا أن استخدامها أصبح شائعا خلال السنوات الأخيرة.

1.3.2 رسم الشموع اليابانية

جاء اسم " الشموع اليابانية" من شكلها الذي يبدو كالشمعة مع الفتلة الخاصة بها، فلرسم الشموع اليابانية يحتاج المحلل إلى أربع بيانات و هي نفسها التي تستعمل لرسم خريطة الأعمدة وهي: سعر الافتتاح

⁴⁷³ www.stockcharts.com/favicom.gif.

⁴⁷⁴ En 1991 Steve Nison fut le premier occidental à rédiger un ouvrage sur les graphiques boursiers en chandeliers japonais .
⁴⁷⁵ اسمه Kosaku Sato ولد علم 1716 في اليابان و تم تربيته من قبل عائلة Homma لذلك عرف باسم Sakuyu Homma عاش تقريبا حوالي 87 و توفي في Edo (الاسم القديم لمدينة طوكيو)، و قد كون Homma ثروة كبيرة من خلال المضاربة على العقود المستقبلية للأرز وذلك من خلال دراسة تغيرات أسعار الأرز. للمزيد من الاطلاع يمكن الرجوع إلى :

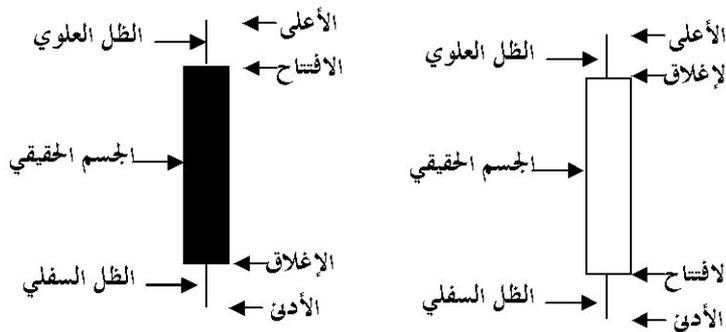
- Baron François « chandeliers Japonais : figures d'indivision et de continuation » op.cit,p p3-4.
- Tudela Felipe « le code sucrat des bougies japonaises » Gualino éditeur, France 2007, p14-15.

⁴⁷⁶ العمري ماجد فهد " مقدمة إلى الشموع اليابانية" الناشر شبكة إعلانات العرب، النسخة الثانية 2005، ص 1 .

والإغلاق وأدنى سعر و أعلى سعر، و الاختلاف الوحيد بين الأعمدة البيانية و الشموع اليابانية هو أن الشمعة تكون على شكل مستطيل والذي يمثل جسم الشمعة (الجسم الحقيقي Real body) و يبرز مدى التسعيرة المحصور بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق، ويتم إرفاق الجسم بلون مقارنة بسعر الافتتاح حيث يكون لون الجسم أبيض (Yo-Sen) إذا كان سعر الإغلاق في الأعلى (سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح)، ويكون الجسم أسود (In-Sen) إذا كان سعر الإغلاق في الأسفل. ونتيجة لذلك فإن الجسم الأبيض دليل على جلسة مرتفعة، أما الجسم الأسود فيجسد جلسة انخفاض⁴⁷⁷. وتمثل الخطوط الرفيعة والطويلة الموجودة أعلى وأسفل الجسم المجال المحصور بين الارتفاع القياسي والانخفاض القياسي أي High /Low Range وتدعى بالظلال أو الفتائل أو الذبول، فالظل العلوي (الرأس) Upper Shadow يمثل أعلى سعر وصل له السهم خلال هذه الفترة، أما الخط السفلي (الرجل) Lower Shadow ويمثل أقل سعر وصل إليه السهم في هذه الفترة⁴⁷⁸.

و 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.

و تأخذ الشموع اليابانية الشكل التالي: الشكل رقم (3-5): شكل الشموع اليابانية



Source: Nison Steve « Beyond Candlesticks » Wiley Finance Edition, p 94.

و تصور الشموع اليابانية المعركة القائمة بين البائعين والمشتريين خلال فترة زمنية محددة، وتؤمن كل شمعة تصورا عن تحرك السعر يسهل التحليل والتفسير، إذ يمكن للمضارب أن يرى العلاقة العكسية بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق وكذلك بين سعر الارتفاع القياسي وسعر الانخفاض القياسي، حيث تعتبر العلاقة بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق من المعلومات المهمة الأساسية كما أنها تشكل قوام نموذج الشمعة. كما يعتبر رسم الشموع اليابانية و تحليل نماذج الشموع من الأدوات الأساسية لاتخاذ قرار وقتي في السوق من خلال دراسة سيكولوجية المتداولين في السوق، ولا تعكس الشموع اليابانية تسلسل الأحداث التي تحصل بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق وإنما تعكس فقط العلاقة بينهما، كما أنها لا تستطيع تبيان من أتى أولا هل الارتفاع القياسي أم الانخفاض القياسي، و تأخذ خريطة الشموع اليابانية الشكل التالي:

⁴⁷⁷ Baron François « chandeliers Japonais : figures d'indivision et de continuation » édition d'organisation, paris 2004, p13.

⁴⁷⁸ أبو طربوش راند محمود " الاحتيايل و البورصة العالمية" دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 120.

الشكل رقم (3-6): خريطة الشموع اليابانية

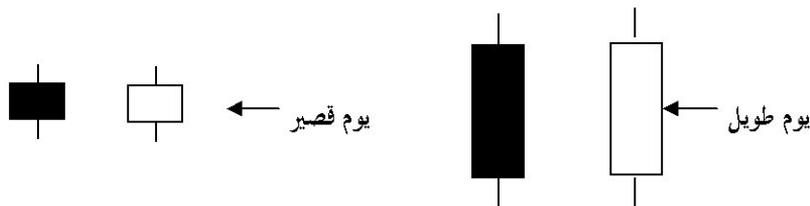


2.3.2 الشموع اليابانية الأساسية

تختلف المعاني التي تقدمها الشموع اليابانية باختلاف أشكالها حيث تختلف هذه الأشكال عن بعضها البعض اعتمادا على العلاقة بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق و أدنى سعر و أعلى سعر.

أ. الأجسام الطويلة و الأجسام القصيرة: يقدم الاختلاف الموجود بين جسم الشمعة وظلها اختلاف في معناها الدلالي، فاليوم الذي يكون فيه الاختلاف كبيرا بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق يسمى بـ "اليوم الطويل" وهو يدل على وجود تحركات قوية في الاتجاه، أما اليوم الذي يكون فيه الاختلاف ضئيلا بين سعر الافتتاح و سعر الإغلاق يسمى بـ "اليوم القصير" وهو يشير إلى تردد و قلة التحركات في الأسعار⁴⁷⁹.

الشكل رقم (3-7) : الأجسام الطويلة مقابل الأجسام الصغيرة



Source: www.StockChart.com

وتعتبر الشمعة الطويلة البيضاء عن وجود ضغط شراء قوي وكلما كانت الشمعة أطول كلما كان سعر الإغلاق أكثر ارتفاعا من سعر الافتتاح، وتعتبر الشمعة السوداء الطويلة عن وجود ضغط بيع قوي وكلما كانت الشمعة أطول كلما كان سعر الإغلاق أكثر انخفاضاً من سعر الافتتاح⁴⁸⁰، كما تدل الشموع الطويلة على حجم تداول عالي جدا. أما الشموع ذات الجسم الصغير والرأس والرجل المتساويان والقصيران، فالجسم الصغير يدل على تداول ضعيف⁴⁸¹ وأن المشترين والبائعين لم يستطع أي منهما أن يسيطر على التداول لذلك

⁴⁷⁹ Baron François « chandeliers Japonais: figures d'indivision et de continuation » Op. Cit , p15.

- Gounant Hervé « Améliorer ses performances avec le Trading » Gualino éditeur , paris 2006 pp 42 , 45-46.

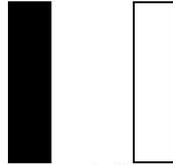
⁴⁸⁰ العمري ماجد فهد، مرجع سابق، ص 3.

⁴⁸¹ Tudela Felipe .op.cit, p 69.

فإن السعر لم يتحرك كثيرا، أما الرأس والرجل القصيرين يدلان على أن السعر لم يهبط أو يرتفع عن الإغلاق والافتتاح كثيرا (فالشمعة البيضاء تغلق على ارتفاع بسيط والسوداء تغلق على انخفاض بسيط)⁴⁸².

ب. نموذج **Marubozu** : من أكثر نماذج الشموع الطويلة فعالية نجد نموذج الأخوين **Marubozu** الأسود والأبيض، فهذا النموذج ليس له لا ظلال علوية ولا سفلية حيث أن الارتفاع و الانخفاض يمثلان بسعر الافتتاح و الإغلاق فقط.

الشكل رقم (3-8) : نموذج **Marubozu**

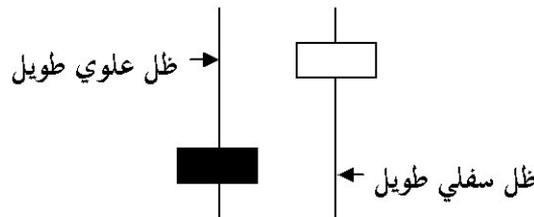


Source : Baron François « chandeliers Japonais » Op. Cit , p15.

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 الجلسة⁴⁸³، فالشمعة تدل على أن المشتريين سيطروا على السهم من الافتتاح إلى الإغلاق، بينما يتشكل نموذج **Marubozu** الأسود عندما يتساوى سعر الافتتاح مع سعر الارتفاع القياسي ويتساوى الإغلاق مع سعر الانخفاض القياسي و هذا يدل على أن البائعين سيطروا على السهم.

ج. **الظلال الطويلة و الظلال القصيرة**: تمثل الظلال العلوية فترات الارتفاع والسفلية فترات الانخفاض، وتدل الشموع ذات الظلال القصيرة على أن الجزء الأكبر من حركة المضاربة كان مقتصرًا على الفترة بين الافتتاح والإغلاق، في حين تشير الشموع ذات الظلال الطويلة إلى أن حركة المضاربة امتدت إلى أبعد بكثير من سعر الافتتاح و الإغلاق. و تشير الشموع ذات الظلال العلوية الطويلة والسفلية القصيرة إلى سيطرة المشتريين خلال فترة المضاربة و إلى أسعار بيع أعلى، فقد قام البائعون بخفض الأسعار وأدى الإغلاق الضعيف إلى خلق ظل علوي طويل، وعلى العكس فإن الشموع ذات الظلال السفلية الطويلة والظلال العلوية القصيرة تشير إلى سيطرة البائعين خلال فترة المضاربة و إلى انخفاض الأسعار حيث قام المشترون بعد ذلك بدفع السوق نحو أسعار بيع أعلى عند نهاية فترة المضاربة وأدى الإغلاق المرتفع للسوق إلى تشكل ظل سفلي طويل⁴⁸⁴.

الشكل رقم (3-9) : نموذج الظلال الطويلة



Source: www.StockChart.com

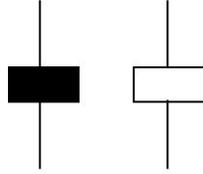
⁴⁸² مقال بعنوان " الشموع اليابانية " ص 7 ، على الموقع الإلكتروني www.sa11.com .

⁴⁸³ Baron François « chandeliers Japonais: figures d'indivision et de continuation » Op. Cit , p15.

⁴⁸⁴ العمري ماجد فهد، مرجع سابق، ص 4.

د. القمم العلوية والظلال السفلية الطويلة (القمم المغزلية) Toupie tournante (Spinning Tops)

وهي تتمثل في شموع ذات جسم صغير بظلال علوية و سفلية أطول من الجسم و تعني هذه الشمعة التردد، أي أن المستثمرين داخل السوق يفكرون في الخطوة المقبلة⁴⁸⁵.
الشكل رقم (10-3): القمم العلوية والظلال السفلية الطويلة



Source: Tudela Felipe . op.cit , p 72.

هـ. نموذج Doji : يعتبر من أهم نماذج الشموع حيث يمثل حالة التردد، فهو يجسد الجلسة التي يكون فيها البائعون والمشترون في لعبة عادلة، وهي تعكس حالة التوازن التام بين كلا القوتين، ففي Doji يكون سعر الافتتاح والإغلاق على نفس المستوى⁴⁸⁶. كما يتميز هذا النموذج بظلال طويلة جدا أضعاف طول الجسم وهذا ما يفرقها عن الشمعة الصغيرة التي يكون جسمها صغير و لكن ظلالها أقصر من طول جسمها، و تدل تلك الظلال على حيرة المتعاملين وعدم قدرة كل من المشترين والبائعين من السيطرة على السهم لذلك ينتهي التعامل بسعر مساوي لسعر الافتتاح. و تبرز أهمية هذه الشمعة عندما تأتي بعد شمعة بيضاء طويلة فهي تدل على توقف حركة الشراء الكبيرة على السهم و بداية فترة من الضعف والحيرة تنتهي بحدوث مفاجأة في التعامل، و العكس إذا ظهرت بعد شمعة سوداء ربما يحدث صعود مفاجئ في السهم⁴⁸⁷، و يمكن أن يختلف طول الظلال العلوية و السفلية ونتيجة لذلك تأخذ الشمعة شكل الصليب أو الصليب المقلوب أو إشارة الجمع (+). الشكل رقم (11-3) : شمعة الدوجي الشكل رقم (12-3) : شمعة دوجي بشكل صليب

و صليب مقلوب



و يشمل نموذج Doji على عدة أنواع منها⁴⁸⁸:

■ نموذج حشرة اليعسوب Dragon Fly Doji: يتشكل هذا النموذج عندما يتساوى كل من سعر الافتتاح وسعر الارتفاع القياسي و سعر الإغلاق، ويشكل الانخفاض القياسي ظلا سفليا طويلا والشمعة الناتجة تشبه حرف T مع ظل سفلي طويل وبدون ظل علوي، وتدلل هذه الشمعة على

⁴⁸⁵ Tudela Felipe .op.cit, p 72.

⁴⁸⁶ Nison Steve « Beyond Candlesticks :new Japanese charting techniques revealed » Wiley Finance Edition p45 .

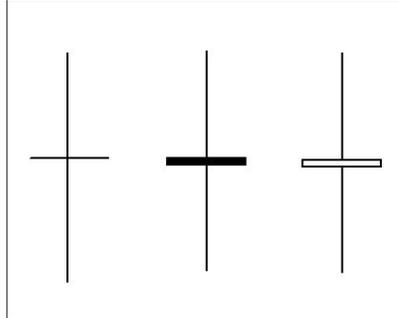
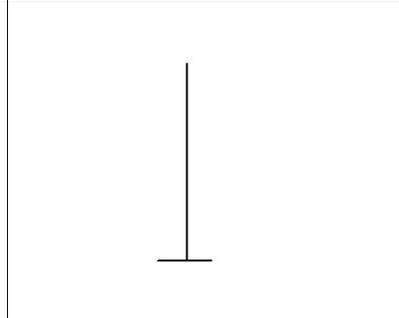
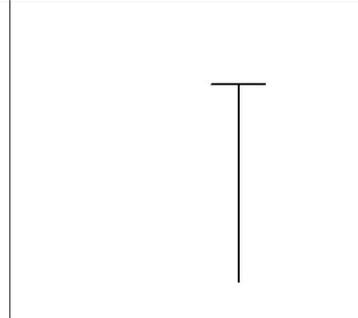
⁴⁸⁷ مقال بعنوان " الشموع اليابانية " ص 10. على الموقع الإلكتروني www.sall.com.

⁴⁸⁸ المرجع السابق، ص7.

- القاسم عبد الله " الشموع اليابانية من الألف إلى الياء " مرجع سابق، ص ص 12-13.

حدوث عمليات بيع كبيرة أدت إلى هبوط سعر السهم إلى هذا الحد و لكن المشترين اشتروا كمية كبيرة من السهم مما أدى إلى عودته مرة أخرى إلى سعر الافتتاح (الشكل رقم 3-13).

- **نموذج شاهد القبر Gravestone doji** : يتشكل هذا النموذج عند تساوى كل من سعر الافتتاح وسعر الانخفاض القياسي و سعر الإغلاق، ويشكل الارتفاع القياسي ظلًا علويًا طويلًا والشمعة الناتجة تشبه حرف T مقلوب مع ظل علوي طويل وبدون ظل سفلي، وتدلل هذه الشمعة على حدوث شراء كبير للسهم أدى إلى رفعه إلى هذا الحد، و لكن البائعين أعادوه إلى سعر الافتتاح (الشكل 3-14).
- **نموذج Doji ذو الأطراف الطويلة Long legged doji** : هو نموذج تكون فيه الظلال العلوية والسفلية طويلة ومتساوية تقريبًا في الارتفاع، و هي تدل على وجود تذبذب عالي جدًا في التعامل واكتئاب المتعاملين لدرجة أن السعر يعود مرة أخرى إلى سعر الافتتاح، و يعكس هذا النموذج حالة التردد في الأسواق، و يدل على أن المضاربة تمت بشكل قوي بأسعار أعلى و أقل من سعر الافتتاح لكنها أغلقت فعليًا بالقرب من سعر الافتتاح (الشكل رقم 3-15).

| الشكل رقم (3-15) : نموذج الدوجي ذو الأطراف الطويلة | الشكل رقم (3-14) : نموذج شاهد القبر | الشكل رقم (3-13) : نموذج حشرة اليعسوب |
|--|--|---|
|  |  |  |

Source: www.StockChart.com

3.3.2 وضعيات الشموع

تتخذ الشموع اليابانية عدة وضعيات و من بينها نجد⁴⁸⁹:

- أ. **وضعية النجمة**: تتشكل وضعية النجمة عندما تقع الشمعة (النجمة) بعد الشمعة السابقة لها و تتشكل بعدها بمسافة معينة، حيث يكون للشمعة الأولى جسد كبير (عادة و ليس دائماً) بينما يكون للشمعة الثانية ذو وضعية النجمة جسد صغير، و اعتماداً على الشمعة السابقة فإن الشمعة ذات وضعية النجمة تتشكل وفق قفزة للأعلى أو للأسفل و تبدو منعزلة عن التحرك السابق للسعر. ويمكن أن تتشكل الشمعتان الأولى والثانية أي تركيب مكون من شمعتان إحداهما بيضاء و الأخرى سوداء (الشكل رقم 3-16).

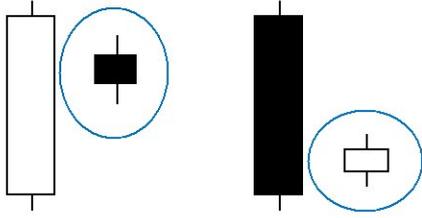
⁴⁸⁹ Nison Steve .op cit, p 59,64, 86-88.

- Ceaux-Dutheil Stéphane « Bourse et analyse technique » Economica, Paris 2002, p p32-33.
- Béchu Thierry et Al .op cit, pp 61- 65.

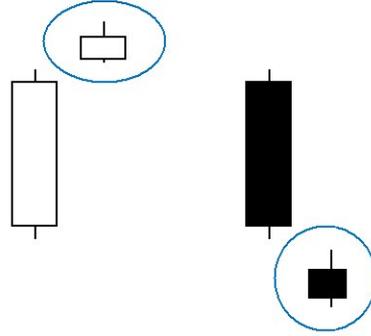
- أبو طربوش رائد محمود، مرجع سابق، ص ص 123-125.

ب. **وضعية Harami (Femme enceintes):** تعني الكلمة اليابانية Harami المرأة الحامل حيث أن الشمعة الكبيرة تحمل اسم الأم أما الشمعة الصغيرة التي تتبعها تسمى الجنين (في آخر مراحل الحمل)، و يتكون هذا النموذج من شمعتين، وتتبع Harami حرك السوق ففي حالة السوق الصاعد شمعة بيضاء طويلة تتبعها شمعة صغيرة سوداء و التي تعبر عن عدم التأكد وبالتالي يمكن حدوث انعكاس في الاتجاه، أما في حالة السوق الهابط شمعة سوداء تتبعها شمعة صغيرة بيضاء (الشكل رقم 3-17).

الشكل رقم (3-17): وضعية Harami



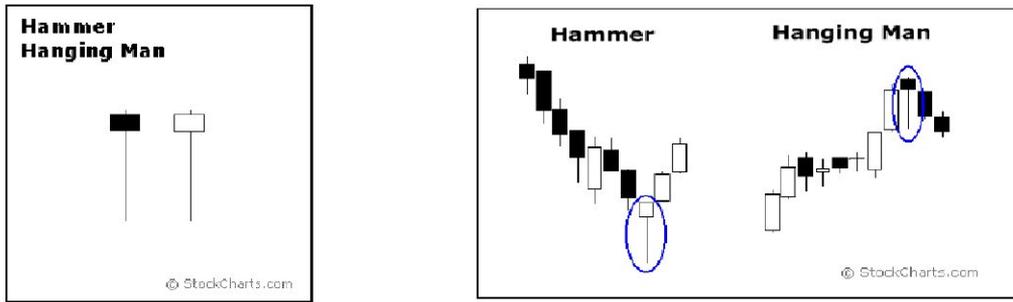
الشكل رقم (3-16): وضعية النجمة



ج. **الظلال الطويلة الانعكاسية:** هناك زوجان من النماذج الانعكاسية للشمعة المفردة و المكونة من جسد صغير ظل طويل و ظل آخر قصير أو غير موجود، و يجب أن يكون الظل الطويل على الأقل أطول من الجسد بالضعف و يمكن أن يكون هذا الجسد أبيض أو أسود. و يتحدد التصنيف من خلال تموضع الظل الطويل و التحرك السابق للاتجاه، فالزوج الأول و الذي يتكون من نموذجي المطرقة و الرجل المشنوق متطابق من حيث الأجساد الصغيرة والظلال السفلية الطويلة، بينما يتطابق الزوج الثاني و الذي يتكون من نموذجي النيزك و المطرقة المقلوبة من حيث الأجساد الصغيرة والظلال العلوية الطويلة؛ و الذي يحدد الطبيعة الاستمرارية أو الانعكاسية لهذه الشموع هو فقط التحرك السابق للسعر و التأكيد على النموذج.

● **نموذجي المطرقة Hammer و الرجل المشنوق Hanging Man أو رجل المقصلة:** هما تسمية لشكل واحد يتمثل في جسم صغير (أبيض أو أسود) يحمل ظل مهم طويل جدا على أقل أضعاف حجم الجسم. فالتسمية لهذا الشكل مرتبطة بالاتجاه الموجود فإذا جاء هذا الشكل خلال فترة الارتفاع يسمى بالرجل المشنوق، وبالعكس إذا ظهر خلال الانخفاض يسمى بالمطرقة و تشير إلى وجود نقطة دعم و انتظار صعود عكسي. أما نموذج الرجل المشنوق يتمثل في جسم قصير لون أسود دليل على أن السعر بدأ مرتفعا ثم انهار وأغلق على انخفاض ولكنه بسيط، وتبين هذه الشمعة أن البائعين سيطروا و باعوا حتى نزل إلى السعر الذي تبينه الرجل ولكن المشترين عادوا و سيطروا على السهم ورفعوه و لكن لم يستطيعوا الوصول إلى سعر الافتتاح، و تشير هذه الشمعة إلى قرب حدوث انهيار للسهم و أنه وصل إلى نقطة مقاومة و لذلك هي لا تحدث إلا بعد صعود واضح للسهم و هذا هو الفرق بينهما وبين المطرقة (الشكل رقم 3-18).

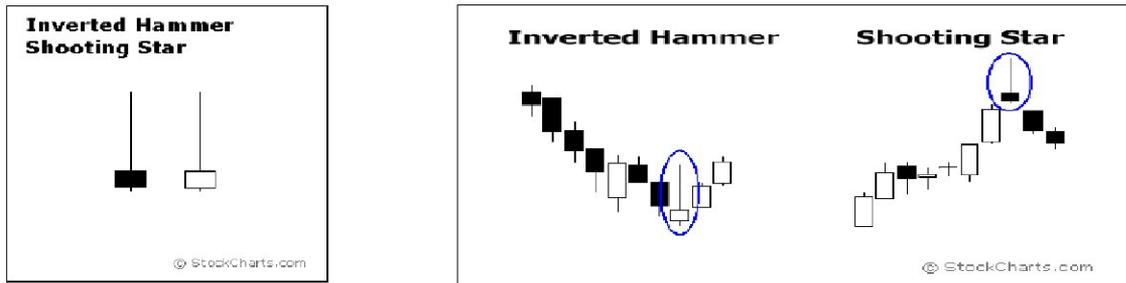
الشكل رقم (3-18) : نموذج المطرقة و نموذج الرجل المشنوق



Source: www.StockChart.com

- المطرقة المقلوبة **Inverted Hammer** والنيزك (النجم الساقط أو الشهاب) **Shooting Star**: يتكون نموذج المطرقة المقلوبة (نموذج انعكاسي) من جسم صغير يدل على تداول ضعيف أما الجسم أبيض فيدل على أن السعر ارتفع عن الافتتاح و لكن الزيادة ليست كبيرة، كما يدل هذا النموذج على أن السهم يرفض الهبوط و مصمم على الصعود، لذلك غالبا ما يحدث بعده صعود مفاجئ للسهم شرط حدوث هذه الشمعة بعد هبوط حاد للسعر، و تعتبر هذه الشمعة في هذا المكان نقطة دعم. أما نموذج النيزك فهو نموذج انعكاسي يتشكل بعد حدوث ارتفاع، ويتكون من جسم صغير دليل على تداول ضعيف ولون الجسم أسود دليل على أن السعر هبط عن سعر الافتتاح و لكن هبوطا بسيطا، وتحدث هذه الشمعة بعد صعود للسهم أو شمعة بيضاء طويلة ولذا تعتبر هذه الشمعة نقطة مقاومة للسهم (الشكل رقم 3-19).

الشكل رقم (3-19): نموذج المطرقة المقلوبة و نموذج النيزك



Source: www.StockChart.com

4.3.2 تحليل شكل الشمعة

تجسد الشموع اليابانية تصوير سيكولوجي لعقلية المتعاملين في السوق المالي في وقت زمني ما، حيث توضح هذه الشمعة تصرفات المتعاملين الذين يتصرفون بشكل متطابق خلال المواقف المتشابهة و هو الأمر الذي يجعل من الشمعة اليابانية أداة تحليل فعالة، ومن الممكن أن يتألف شكل الشمعة من شمعة واحدة أو من مجموعة من الشموع. و على الرغم من أن الهدف الأساسي من استخدام الشموع اليابانية هو تحديد النقاط الانعكاسية في السوق إلا أن بعض المتعاملين يستخدمونها لتحديد النقاط التي قد يستمر اتجاه السعر بعدها بدون تغيير، وبذلك تنقسم أشكال الشموع اليابانية إلى نوعين: الأشكال الاستمرارية و الأشكال الانعكاسية. و عندما يحمل شكل الشمعة الانعكاسي مدلول تصاعدي فإن هذا يعني بالضرورة أن الشكل المعاكس تماما لهذا الشكل

يحمل مدلول تنازلي، و على نحو مشابه عندما يحمل شكل الشمعة الاستمراري مدلول تصاعدي فإن هذا يعني بالضرورة أن الشكل المعاكس تماما لهذا الشكل يحمل مدلول تنازلي⁴⁹⁰.

أ. **الأشكال الانعكاسية:** يشير Greg Morris في كتابه "تفسير المخططات البيانية للشموع Candlestick Charting Explained إلى أن النموذج يمكن أن يكون انعكاسيا إذا سبقه اتجاه معين يجعل هذا الاتجاه يقوم بالانعكاس. ويشير شكل الشمعة الانعكاسي إلى انعكاس اتجاه السعر، و يعتبر اتجاه السعر قبل تكون الشمعة مهما للتعرف على ما إذا كانت الشمعة ذات مدلول تصاعدي أو تنازلي، ولا يمكن إيجاد شمعة انعكاسية ذات مدلول تصاعدي أثناء سير السعر في الاتجاه التصاعدي، كما لا يمكن أن يكون هناك نماذج الشموع ذات دلالة تنازلية أثناء سير السعر في اتجاه تنازلي. وحسب اليابانيين يوجد أربعين شكلا انعكاسيا حيث تتنوع هذه الأشكال بين الفردية الأساسية وصولا إلى الأشكال الأكثر تعقيدا و التي تصل إلى خمسة شموع، و لكن سيتم التطرق إلى أكثر النماذج شيوعا و هي⁴⁹¹:

● **نموذج غلاف السحابة السوداء Dark cloud Cover:** يتكون هذا النموذج من شمعتين وتحمل دلالة تصاعدية، حيث تكون شمعة اليوم الأول طويلة بيضاء تعكس الاتجاه الحالي وتساعد على تأكيد الاتجاه التصاعدي، أما شمعة اليوم الثاني فيكون فيها سعر الافتتاح عند مستوى أعلى من أعلى سعر سجله خلال اليوم السابق وهو يؤكد استمرار الاتجاه التصاعدي، و يكون التداول خلال بقية اليوم عند مستوى أقل حيث يكون سعر الإغلاق تحت نقطة الوسط في جسم الشمعة الخاصة باليوم الأول، وتكون هذه إشارة هامة بأنه يوجد ما يعكس سلوك المستثمرين الذين يفكرون في الاتجاه التصاعدي و سيحبر ذلك العديد منهم على الخروج من السوق، و نظرا لانخفاض سعر الإغلاق عن سعر الافتتاح في اليوم الثاني يكون جسم الشمعة أسود و هذا ما يعكس سبب تسمية هذا النموذج بهذا الاسم (الشكل رقم 3-20).

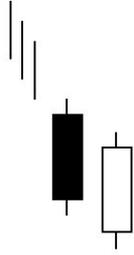
● **نموذج الخط الجليدي Piercing Line:** و هو النموذج المعاكس لنموذج غلاف السحابة السوداء حيث يتشابه السيناريو الخاص بهذا النموذج مع نظيره السابق إلا أن العكس يكون فقط في اتجاه السعر الأصلي وهو الاتجاه التنازلي، و تكون الشمعة الأولى طويلة سوداء الأمر الذي يعزز من ثقة المستثمر في الاتجاه التنازلي و يكون سعر الافتتاح في شمعة اليوم التالي عند مستوى أقل من أدنى سعر سجله في اليوم السابق، ويكون التداول لبقية اليوم أعلى ويغلق السعر فوق النقطة الوسطى للشمعة الأولى بذلك تكون هذه دلالة على تغير سلوك المستثمر لتصبح مؤيدة للاتجاه التنازلي (كثافة البيع) (الشكل رقم 3-21).

⁴⁹⁰ John .J. Murphy. op.cit, p 301.

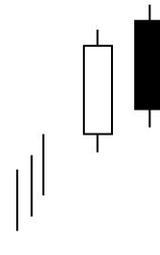
⁴⁹¹ Nison Steve.op. cit, p 68-1

- John .J. Murphy . op.cit, pp 302- 304 .

الشكل رقم (21-3): نموذج الخط الجليدي



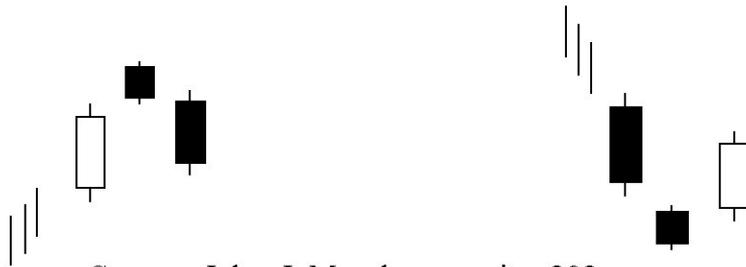
الشكل رقم (20-3): نموذج غلاف السحابة السوداء



Source: John .J. Murphy op.cit, p302.

- نموذجي نجمة الصباح و نجمة السماء Evening Star and Morning Star : يتألف هذين النموذجين من ثلاث شمعات؛ إذ تعتبر " نجمة المساء " نموذج انعكاسي ذو دلالة تنازلية حيث تكون شمعة اليوم الأول طويلة و بيضاء مؤكدة بذلك على قوة الاتجاه التصاعدي للسعر، و عند افتتاح السعر في اليوم التالي ترتفع الأسعار فوق أعلى نقطة في جسم الشمعة الخاص باليوم الأول (مكونة بذلك فجوة)، ويكون التداول في اليوم الثاني محصورا في نطاق ضيق نوعا ما و يكون سعر الإغلاق قريبا من سعر الافتتاح، و يكون في الوقت ذاته مستمرا في الاستقرار عند مستويات أعلى من جسم شمعة اليوم الأول، و بالتالي يكون جسم شمعة اليوم الثاني صغيرة و يشار إليها بـ " النجمة " لأنها تشبه النجمة حيث أن جسمها صغير يكون فجوة بعيدة عن جسم شمعة اليوم الأول، أما شمعة اليوم الثالث (والأخير) فيكون افتتاح السعر فيها مصحوبا بفجوة عند مستوى أقل من جسم شمعة " النجمة " و يغلق السعر تحت النقطة الوسطى لجسم شمعة اليوم الأول (الشكل رقم 3-23). أما نموذج " نجمة الصباح " فيتكون من ثلاث شمعات الأولى ذات جسم طويل أسود، أما الثانية فذات جسم صغير وذات لون أسود و يجب أن تتموضع تحت جسم الشمعة الأولى، أما الثالثة فهي ذات جسم أبيض، و يتشابه سيناريو نجمة الصباح مع نجمة المساء إلى أن نجمة الصباح تجسد نموذج انعكاسي ذو دلالة تصاعدية (الشكل رقم 3-22).

الشكل رقم (22-3): نموذج نجمة الصباح الشكل رقم (23-3): نموذج نجمة المساء

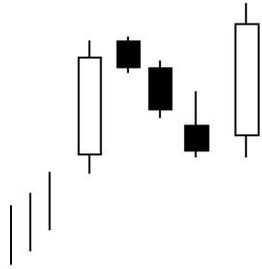


Source: John .J. Murphy . op.cit, p303

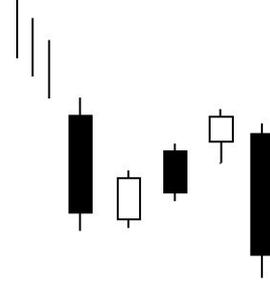
- ب. الأشكال الاستمرارية: في كل يوم تداول يحتاج المستثمر إلى صنع قرار واحد على الأقل سواء بالخروج أو الدخول في السوق أو البقاء فيه، و يساعد نموذج الشمعة على تحديد ما إذا كان السعر سوف يستمر في اتجاهه أم لا. و يشير اليابانيون إلى وجود 16 نمودجا استمراريا ولكن يمكن تمييز نموذج واحد باعتباره الأفضل في تحديد احتمالية استمرار السعر في اتجاه و هو نموذج شموع الانخفاض والارتفاع الثلاثية.

● شموع الارتفاع والانخفاض الثلاثية Rising and Falling Three Methods : وهو نموذج استمراري ذو دلالة تصاعدية؛ ففي شموع الارتفاع الثلاثية يكون جسم شمعة اليوم الأول طويل وأبيض الأمر الذي يدعم الاتجاه التصاعدي، وتكون الشموع الثلاثة التالية ذات أجسام صغيرة كأنها مجموعة متضامنة، ويكون اتجاهها تنازلي وفي نفس الوقت تكون الشموع الثلاث داخل نطاق التداول الخاص بأول شمعة (الشمعة الطويلة البيضاء) و تكون اثنين منهم على الأقل ذات لون أسود وتسمى هذه الفترة بفترة الراحة، و في اليوم الخامس من هذا النموذج تنشأ شمعة طويلة بيضاء أخرى وتغلق عند مستوى مرتفع جديد، وأخيرا تنتهي فترة انحصار السعر في هذا النطاق الضيق و ينطلق السعر مستمرا في اتجاهه التصاعدي⁴⁹² (الشكل رقم 3-25). أما نموذج شموع الانخفاض الثلاثية فيكون جسم شمعة اليوم الأول طويل و أسود وهو ما يدعم الاتجاه التنازلي، و تكون الشموع الثلاثة التالية ذات أجسام صغيرة كأنها مجموعة متضامنة ويكون اتجاهها تصاعدي، و تتموقع داخل نطاق التداول الخاص بأول شمعة و تكون اثنين منهم على الأقل ذات لون أبيض، و في اليوم الخامس تنشأ شمعة طويلة سوداء تغلق عند مستوى مرتفع جديد وبعدها تنتهي فترة انحصار السعر في هذا النطاق الضيق و ينطلق السعر مستمرا في اتجاهه التنازلي (الشكل رقم 3-24).

الشكل رقم (3-25): شموع الارتفاع الثلاثية



الشكل رقم (3-24): شموع الانخفاض الثلاثية



4.2 خريطة النقطة و الشكل Pointe and Figure Chart

توضح خريطة النقطة والشكل Point and Finger حركة الأسعار بدون قياس الزمن، و ينسب الاسم النقطة و الشكل إلى **Victor de Villiers** والذي ورد في كتابه الصادر عام 1933 بعنوان " توقعات حركات الأسهم المستقبلية باستخدام طريقة النقطة و الشكل. و هو الاسم الذي استخدمه Dow في مقدمة صحيفة وول ستريت الصادرة يوم 20 جويلية 1901، فقد أشار إلى الطريقة الواردة في ذلك الكتاب واستخدمها لمدة 15 عام بداية منذ عام 1886⁴⁹³.

و يتم تشكيل هذا النوع من الخرائط انطلاقا من أسعار إغلاق السهم، حيث تقع أسعار السهم على المحور الرأسي، أما المحور الأفقي فيتبع فقط الارتفاع و الانخفاض في سعر السهم .

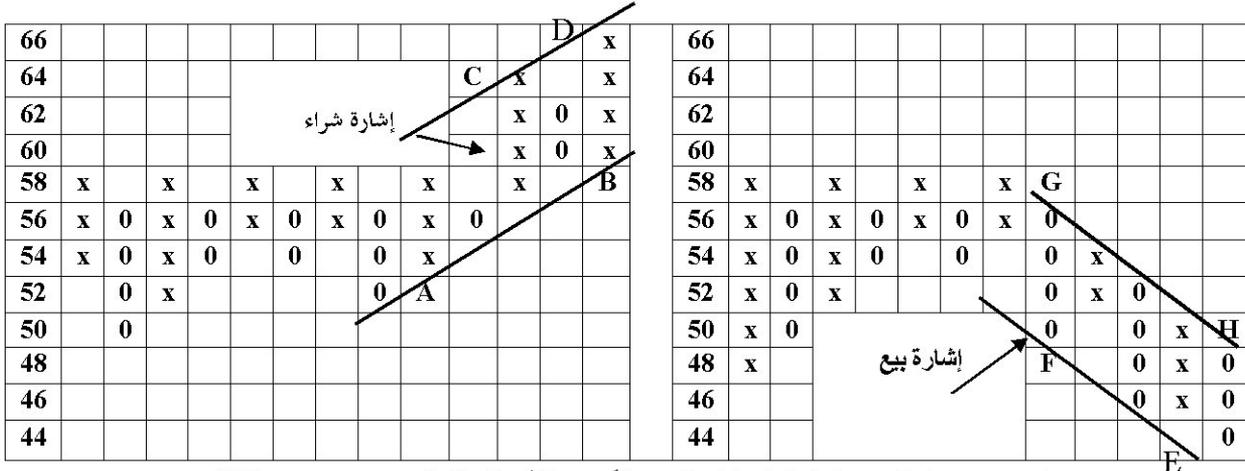
⁴⁹² John .J. Murphy . op.cit, p 305.

⁴⁹³ Ibid, p p 265-266.

يعطيان إشارات بالبيع أو الشراء، فخط الدعم يعطينا إشارة بالبيع إذا كسر السعر هذا الخط بالاتجاه الترولي، وهو ما يعني أيضا أن الاتجاه قارب على نهايته، و يحدث العكس عند خط المقاومة فهو يعطينا إشارة بالشراء⁴⁹⁵.

● كيفية الاستفادة من خريطة النقطة و الشكل

إن ما يهم المحلل الفني في خريطة النقطة والشكل هو البحث عن شيئين هما: المنطقة المكدسة بالأسعار، و الاتجاه الذي اتخذته الأسعار حين خروجها من تلك المنطقة هل هو اتجاه صعودي أو اتجاه هبوطي.
 الشكل رقم (27-3): الشكل B الشكل رقم (28-3): الشكل A



المصدر: حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 223.

فعلى الجانب الأيسر وبعد فترة من التبادل بين 52 و 58 دولار فإن سعر السهم يصعد إلى نقطة جديدة وهي 60 دولار، وهذا يشير إلى اتجاه مرتفع جديد للسعر وهي إشارة للشراء. و على الجانب الأيمن حدث العكس حيث انخفض السعر إلى أقل من 52 دولار مما يشير إلى أن هناك اتجاه جديد للانخفاض وعلى المستثمر إذا كان يمتلك هذه الأسهم أن يقوم ببيعها. ففي هاتين الحالتين فإن عمليات الشراء أو البيع لم تتم في الوقت المناسب، ففي حالة الشراء نجد أن تلك العمليات قد تمت بعد أن ارتفع سعر الأسهم بالفعل، وبالعكس فإن عملية البيع تمت بعد أن انخفضت الأسعار بالفعل، فعمليات الشراء تمت عندما وصل السعر إلى نقطة مرتفعة جديدة، و تمت عملية البيع عندما وصل السعر إلى نقطة منخفضة جديدة. إن منطق هذا السلوك يكمن في الاعتقاد القائل بأن الأشكال البيانية تشير إلى الاتجاهات الجديدة وبالرغم من أن المستثمر فقد الأسعار المرتفعة للبيع و الأسعار المنخفضة للشراء إلا أن التغير في السعر الذي تم التنبؤ به كان دقيقا، و بعد ذلك يقوم المستثمر باتخاذ قرار الاستثمار السليم ولكنه ليس بالضرورة عند نقاط تحول الاتجاه بالضبط.

وبجانب أن هذه الأشكال البيانية تشير إلى إشارات البيع و الشراء و تحديد الاتجاهات حيث أن الجانب الأيسر يوضح ارتفاعا في السعر أما الجانب الأيمن فيوضح انخفاضا و مع ذلك نجد أن السعر متقلب أيضا، فعند الاتجاه للأعلى في الجزء الأيسر نجد أن كل ارتفاع في السعر أعلى من ارتفاع السعر السابق له و كل انخفاض في السعر أدنى من سعر البيع السابق، فإذا قام مستثمر بشراء هذه الأسهم وأبقى عليها فإن العائد سوف يكون

⁴⁹⁵ Amat Oriel et Puig Xavier « L'analyse technique du marché boursier » édition D'organisation, paris 1991, pp 32-33.

إيجابيا خلال هذه الفترة ومع ذلك فإن العائد يمكن أن يزداد عن طريق الشراء في كل مرة يحدث فيها ارتفاع والبيع عند حدوث انخفاض في السعر و تكرار هذه العملية عندما تتكرر الدورة الموجودة داخل هذا الاتجاه. و حتى يتم توصيل هذه الفرص للمستثمر يتم رسم مجموعة من الخطوط و ذلك بتوصيل خطوط الأسعار المرتفعة و خطوط الأسعار المنخفضة التي يحققها السهم و لهذه الخطوط أهمية خاصة لأنها تشير إلى الوقت الذي يمكن فيه القيام بالبيع أو الشراء. إن خطوط القاع (AB et EF) تتولى الربط بين الأسعار المنخفضة و تشير إلى مستوى السعر الذي يولد دعما لأسعار الأسهم، فالتحليل الفني يؤكد على أنه حينما يقترب سعر الأسهم من خط الدعم فإن عدد عمليات الشراء يزيد مما يوقف أي انخفاض في الأسعار، و مع ذلك فإن اقتراب سعر الأسهم نحو خطوط الدعم يشير إلى أن فرصة الشراء تتطور و يجب على السعر أن يصل إلى الخط ثم يبدأ في الارتداد مرة أخرى و بعد ذلك يجب على المستثمر أن يشتري الأسهم. و يحدث العكس عند خطوط القمة (CD et GH) و التي تمثل مستويات المقاومة فنظرا لأن أسعار السهم قد ارتفعت إلى هذا المستوى فإن المزيد من المستثمرين سوف يحاولون بيع أسهمهم و هو ما يؤدي إلى إعاقة أي ارتفاع آخر في السعر، و هكذا فإنه يجب على المستثمر أن يبيع أسهمه حينما يصل السعر إلى خط المقاومة و بعد أن يتم بيع الأسهم فإن المستثمر يتربح انخفاض الأسعار حتى تصل إلى مستوى المساندة ليقوم بالشراء⁴⁹⁶.

و يفضل الكثير من الفنيين خريطة النقطة و الشكل لأنها سهلة التعامل و تعطي صورة أكثر حيوية لتحركات الأسعار و لغرض تحديد السعر يتم استخدام مناطق الازدحام (المنطقة المكدسة) و التي يقصد بها دراسة الاتجاه العام للأسعار في هذه المنطقة و يرى البعض أنه يمكن حساب عدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها ارتفاعا في سعر السهم و مقارنته بعدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها انخفاضا في سعر السهم⁴⁹⁷.

فالمنطقة المكدسة هي مجموعة أفقية من X و O الناتجة عن سلسلة اتجاهات عكسية حول مستوى سعر معين، و تنشأ هذه المناطق عندما يكون العرض و الطلب متساويان، بحيث إن ارتفاع عمود X فوق قمة منطقة الازدحام يعطي إشارة على استمرار السعر بالصعود (قرار الشراء)، وفي حالة اختراق العمود منطقة الازدحام (المنطقة المكدسة) فإن الاتجاه سيكون نحو الانخفاض (قرار البيع). إن عملية متابعة تحركات الأسعار في إطار هذا الأسلوب تستغرق ما بين شهرين إلى ستة شهور كما أن الحركات الأفقية الطويلة توصف بأنها فترة تماسك بين البائعين و المشترين و أن الأسهم قوية في كل من الجانبين مما يشير إلى إجماع على هذا الاتجاه و بمجرد أن ترتفع الأسهم أو تنخفض بعد فترة التماسك فإن المحلل الفني يتوقع حركة رئيسية لأعلى أو لأسفل كون أن التبادل السابق قد هيا هذا التوقع⁴⁹⁸.

⁴⁹⁶ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص ص 223-225.

⁴⁹⁷ الحناوي محمد الصالح و آخرون " الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني" مرجع سابق، ص ص 148-149.

⁴⁹⁸ التميمي أرشد فواد، مرجع سابق، ص 228.

المبحث الثالث: تحليل الاتجاه ووجود تحركات

يستند التحليل الفني على مبدأ أن سعر الورقة المالية يتحدد بفعل عوامل العرض و الطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل أو اتجاه سهم منفرد. وحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم لذلك عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة، بعد ذلك يمكنه أن يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر سهم معين، و هنا يعتقد الفنيون بأن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطا مميزا يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل. كما أن هناك معتقدات أخرى لا تقل أهمية والتي تتمثل في العلاقة بين حجم التعامل واتجاه حركة الأسعار والمستويات الدعم والمقاومة. فالحلل الفني يسعى من خلال دراسته للرسوم البيانية الإجابة على الأسئلة التالية:

- هل هناك اتجاه عام واضح للسوق؟
- ما هي مستويات الدعم و المقاومة التي يتحرك السعر بينهما الآن؟
- هل تشكلت نماذج فنية معروفة لديه أثناء حركة السعر؟

1.4 اتجاه حركة الأسعار

يعتقد الفنيون أن حركة أسعار الأسهم تخضع لقانون قوة الدفع⁴⁹⁹ أو قوة الصدمة التي تخضع لها حركة الأشياء، فالشيء المتحرك يستمر في حركته و في نفس الاتجاه حتى يواجه قوة مضادة فيتغير اتجاه حركته و هو ما ينطبق على حركة أسعار الأسهم، فسر السهم يسير في اتجاه صعودي أو هبوطي حتى يواجه تغيرا في العلاقة بين قوى العرض و الطلب تعمل على تغيير اتجاهه⁵⁰⁰.

1.1.3 تعريف اتجاه السعر

يعتبر مفهوم اتجاه السعر مفهوم أساسي لتطبيق التحليل الفني على الأسواق، فهو أداة تساعد على قياس اتجاه السوق بغرض المضاربة و الاستثمار، و غالبا ما تسمع التعبيرات الشائعة التي تقول "ضارب دائما في نفس اتجاه السوق"، و "لا تعارض اتجاه السوق أبدا" أو "اتجاه السعر هو صديقك" Trend is your friend. فالأسواق المالية لا تتحرك في خط مستقيم بل تتحرك في اتجاهات، حيث تتميز حركات السوق بسلسلة من الخطوط المتعرجة، و تتمثل هذه الأخيرة في سلسلة من التموجات مع قمم و قيعان واضحة. ولقد كان Dow أول من أشار إلى مفهوم الاتجاه حيث كان الاعتقاد السائد قبله هو أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي. و يعرف الاتجاه⁵⁰¹ بأنه خط مستقيم يوصل بين نقطتين سعرتين و يمتد نحو المستقبل و يفيد في تحديد المستويات السعرية التي من المتوقع أن يتوقف عندها السعر قبل أن يواصل حركته أو يرتد عنها من حيث أتى".

⁴⁹⁹ خط القوة الدافعة momentum : يقيس نسبة التغير في سعر السهم و يكشف ضغط المسار أو انعكاس محتتمل و يزيد تسارع سعر السهم عندما يكون المسار قويا و هو أيضا يدل على انخفاض السوق عندما يصل إلى القمة ثم يهبط و يدل على ارتفاع السوق عندما يصل للقاع ثم يرتفع.

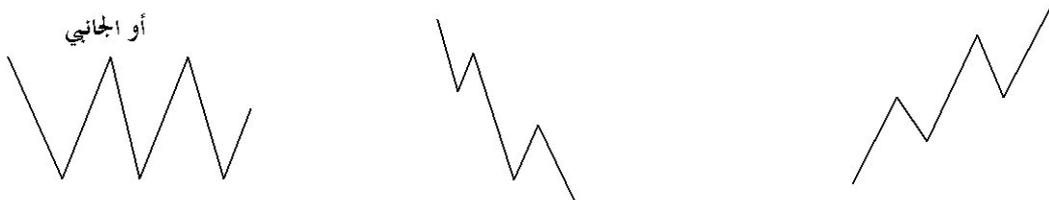
⁵⁰⁰ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق، ص 441.

⁵⁰¹ أبو طربوش رائد محمود، مرجع سابق، ص 69.

كما يعرف الاتجاه بأنه⁵⁰² "سلسلة من القمم و القيعان التصاعدية أو التنازلية فإذا كانت هذه القمم والقيعان تصاعدية فإن الاتجاه يكون تصاعدي و إن كانت تنازلية فإن الاتجاه يكون تنازلي، كما أن السوق يتحرك في اتجاه جانبي لفترة معينة من الوقت". ويهدف المستثمرون إلى تحديد اتجاهات الأسعار من أجل اتخاذ القرار الاستثماري السليم. وقد ميز داو بين ثلاثة أنواع من الاتجاهات وهي⁵⁰³:

- **الاتجاه الصاعد:** عرفه Dow بأنه الوضع الذي يغلق فيه السعر عند مستوى أعلى من السعر الذي يسبقه، و أن يغلق السعر الأدنى التالي عند مستوى أعلى من السعر الأدنى الذي يسبقه فهو بذلك يشبه السلم، وبمعنى آخر يمثل خط اتجاه السعر الصاعد سلسلة من القيعان والقمم المتتالية المتصاعدة، بحيث يكون كل قاع جديد أعلى من سابقه، وكذلك بالنسبة للقمم الجديدة، ويتم الحكم على الاتجاه بأنه صاعد أم لا من خلال العين المجردة حيث يكون ميل خط الاتجاه الصاعد موجبا ويتم رسمه بالتوصيل بين نقطتين تمثلان أدنى الأسعار بحيث تكون جميع الأسعار الواقعة بينهما فوق خط الاتجاه المرسوم (الشكل رقم 3-29).
- **الاتجاه الهابط:** يعرف الاتجاه الهابط بأنه سلسلة من القمم و القيعان المتتالية الهابطة حيث تكون كل قمة جديدة أدنى من سابقتها، و كذلك الحال بالنسبة للقيعان الجديدة يكون ميل خط الاتجاه الهابط سالبا ويتم رسمه من خلال التوصيل بين نقطتين تمثلان أعلى الأسعار بحيث تكون جميع الأسعار الواقعة بينهما أسفل خط الاتجاه المرسوم، و يتم هنا تطبيق إستراتيجية البيع على أعلى الأسعار و التي ستلامس خط الاتجاه الهابط إلى أن يتم اختراق هذا الخط نحو الأعلى (الشكل رقم 3-30).
- **الاتجاه المنبسط أو المستوي:** تكون القمم السعرية المتتالية على نفس المستوى سعري تقريبا توازيها قيعان سعرية لها نفس المستوى سعري تقريبا، فهذا النوع من الاتجاه يعكس فترة من التوازن في مستوى السعر حيث تكون قوى العرض و الطلب في حالة من التوازن النسبي (الشكل رقم 3-31).

الشكل رقم (3-29): الاتجاه الصاعد الشكل رقم (3-30): الاتجاه الهابط الشكل رقم (3-31): الاتجاه المستوي



Source: John .J. Murphy . op.cit, p50.

و توجد ثلاثة قرارات تواجه المستثمر و هي الشراء أو البيع أو الوقوف جانبا بدون فعل شيء، فعندما يكون السوق في اتجاه صاعد تكون إستراتيجية الشراء هي المفضلة، وعندما يكون في حالة تنازلية يكون القرار البيع هو القرار الصائب، أما عندما تكون حركة السوق جانبية (مستوي) فإن القرار الملائم هو عدم التداول .

⁵⁰² John .J. Murphy. op.cit, pp 99-100.

⁵⁰³ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p15.

- أبو ظربوش رائد محمود، مرجع سابق، ص ص 69-71.

- John .J. Murphy . op.cit, p 51.

و في بعض الأحيان يحصل اختراق لخط الاتجاه إلى أعلى أو إلى أسفل من خلال تكوين انخفاضات تتجاوز خط الاتجاه المرسوم، و في مثل هذه الحالة يجب النظر إلى حجم التداول هل زاد بكمية كبيرة ليبدل على أن الكسر للاتجاه حقيقي و قوي أم أن حجم التداول قليل ليوضح أن هذا الكسر غير حقيقي و أن سعر السهم سوف يعود مرة أخرى بسرعة خلال أيام⁵⁰⁴.

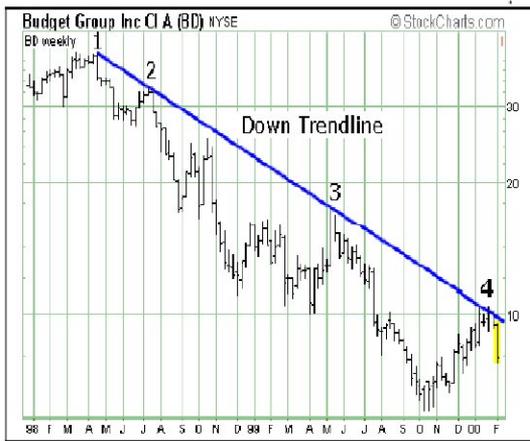
2.1.3 خطوط الاتجاه Trend Lines

إن اتجاهات السوق أو السهم هي عبارة عن خطوط يتم رسمها بين نقاط الارتفاع أو الانخفاض التي يكونها السهم حتى يمكن تشخيص اتجاهه الصاعد أو الهابط و معرفة أي الاتجاهين سوف يسلكه في المستقبل، كما أن خط الاتجاه (سواء كان خط دعم أو مقاومة) يبين التغير الذي يحدث في توقعات المستثمرين و مدى قناعتهم بمستويات التغير في السعر بأعلى أو أقل من قيمته، و يكمن الهدف الأساسي من خط الاتجاه هو تأكيد نهاية الاتجاه السابق و هو ما يسمح بالتطلع إلى حدوث انعكاس⁵⁰⁵.

ويعتبر خط الاتجاه الأساسي من أبسط أدوات التحليل الفني التي يستخدمها المحللون، و يمكن تعريف خط الاتجاه التصاعدي بأنه خط مستقيم متجهها إلى الأعلى بالاتجاه الأيمن على طول أدنى مستويات مرتدة (الشكل رقم 3-32)، و يمكن استخدام خط الاتجاه التصاعدي كخط دعم من أجل القيام بعملية الشراء، أما خط الاتجاه التنازلي فهو خط مستقيم متجهها إلى الأسفل باتجاه اليمين على طول القمم المرتفعة (الشكل رقم 3-33)، و يمكن استخدام خط الاتجاه التنازلي كممنطقة مقاومة من أجل البيع⁵⁰⁶.

الشكل رقم (3-33): خط الاتجاه الهابط

الشكل رقم (3-32): خط الاتجاه الصاعد



Source: www.StockChart.com

وحتى يتم رسم خط الاتجاه الصحيح لابد و أن يكون هناك دليل على وجود اتجاه، بمعنى أن يكون هناك على الأقل اثنين من مستويات السعر الأدنى التي ارتد عنها السعر، و أن يكون السعر الأدنى الثاني أعلى من السعر الأدنى الأول لرسم خط الاتجاه التصاعدي، وبالتالي حالما يتم تحديد مستويين متصاعدين من أدنى

⁵⁰⁴ التميمي أرشد فواد، مرجع سابق، ص219.

⁵⁰⁵ Gounant Hervé . op.cit, p69.

⁵⁰⁶ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p 20.

الأسعار يمكن حينها رسم خط مستقيم يصل بينهما وسحبه للأعلى باتجاه اليمين. و عليه يكون خط الاتجاه أكثر دقة عندما يلامس أكثر من نقطتين على خط واحد وكل ما زادت النقاط كان الاتجاه أكثر صلابة والعكس صحيح، و كذلك كلما كانت النقاط متباعدة عن بعضها البعض كان الاتجاه أفضل و يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بالأسعار المستقبلية، وعندما يتم تأكيد خط الاتجاه و يواصل اتجاهه الأصلي يصبح مفيدا أكثر⁵⁰⁷.

ويعتبر الإغلاق خلف خط الاتجاه خلال اليوم أكثر أهمية من مجرد كسر هذا الخط (الكسر الصحيح، وأحيانا يكون كسر خط الاتجاه و الإغلاق خلفه غير كافي، لذلك يقوم أغلب المحللين الفنيين بتوظيف عدد متنوع من معايير السعر و الوقت في محاولة للفصل بين الاختراقات الصحيحة والإشارات الخاطئة التي تنذر بتغير خط الاتجاه. فمثلا يعتبر الكسر بنسبة 3% (من السعر) معيار يدل على أن الكسر صحيح، ومن ناحية أخرى يعتبر عامل الوقت هو البديل لعامل السعر إذ يجب أن يغلق السعر خلف خط الاتجاه لمدة يومين وذلك لتأكيد صحة كسر خط الاتجاه، وبالتالي لا يمكن أخذ الكسر ليوم واحد بعين الاعتبار⁵⁰⁸.

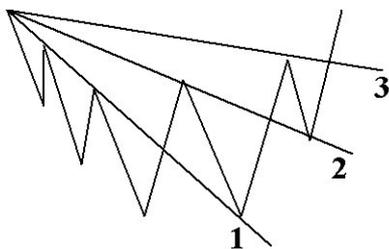
3.1.3 قاعدة المروحة و التصحيحات النسبية

يمكن استخدام خطوط الاتجاه كأداة لتحديد احتمالية وجود حركة و كذا إمكانية تصحيحها و من الأدوات التي يمكن استعمالها نجد قاعدة المروحة و التصحيحات النسبية.

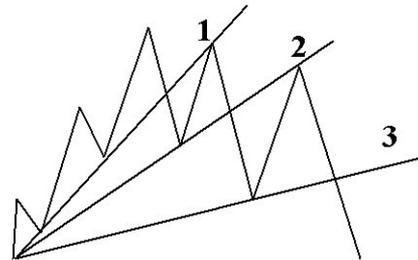
1.3.1.3 قاعدة المروحة The Fan Principle

بعد كسر خط الاتجاه التصاعدي تنخفض الأسعار قليلا قبل أن ترتفع مرة أخرى عائدة إلى الخط القديم من الأسفل (و الذي أصبح خط مقاومة بعد الاختراق) و يلاحظ في الشكل رقم (3-34) كيفية ارتفاع الأسعار و فشلها في التغلب على الخط 1 وبالتالي من الممكن رسم خط اتجاه ثاني (الخط 2) والذي تم اختراقه أيضا، ويشير كسر الخط الثالث إلى انعكاس الاتجاه فالخطين 1 و 3 اللذين تم اختراقهما قد تحولا إلى مستويات مقاومة. أما في الشكل رقم (3-35) فقد تم كسر الخط الثالث إشارة بانعكاس اتجاه السعر إلى التصاعد كما أن الخطين 1 و 2 اللذين تم اختراقهما قد تحولا إلى مستوي دعم، و بعد فشله للمرة الثانية في الارتفاع يمكن رسم خط اتجاه ثالث (الخط 3)، و عادة ما يكون كسر الخط الثالث إشارة إلى أن الأسعار تتجه للأسفل.

الشكل رقم (3-35): قاعدة المروحة بالأسفل



الشكل رقم (3-34): قاعدة المروحة



Source: John .J. Murphy . op.cit, pp 74-75

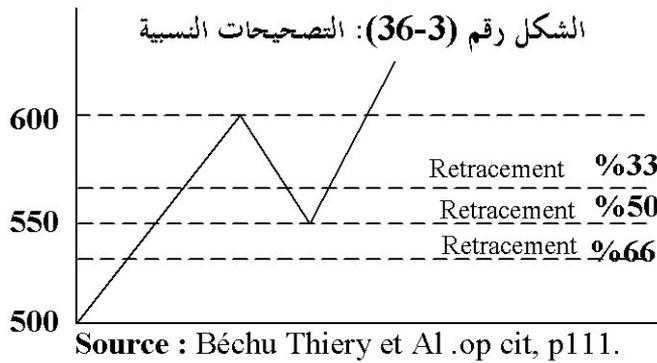
⁵⁰⁷ John .J. Murphy . op.cit, p 69.

⁵⁰⁸ Ibid, op.cit, pp 71 –72.

و في الشكل رقم (3-35) يعتبر كسر خط الاتجاه التنازلي الثالث (الخط 3) إشارة بظهور خط اتجاه تصاعدي جديد. و مصطلح المروحة يرجع إلى مظهر الخطوط التي تتشكل بالتدرج و التي تشبه المروحة، كما أن كسر الخط الثالث هو إشارة صحيحة لانعكاس خط الاتجاه⁵⁰⁹.

2.3.1.3 التصحيحات النسبية

بعد قيام الأسعار بأي حركة في السوق تتراجع بنسبة معينة عن الاتجاه السابق قبل أن تستأنف حركتها في اتجاهها الأصلي، و تميل هذه الحركات إلى الخضوع لمقاييس نسبية معينة يمكن توقعها، و يعتبر التصحيح بنسبة 50% هو الأكثر انتشارا. لنفترض مثلا بأن السوق يتجه إلى الأعلى و أنه قد ارتفع من مستوى 500 إلى 600 و غالبا ما تساوي الحركة التصحيحية التالية نصف الحركة السابقة قبل أن يستأنف اتجاهه و بذلك يتراجع السعر إلى مستوى 550 قبل أن يستعيد السوق زخم التداول التصاعدي. و بجانب تصحيح الحركة بنسبة 50% توجد معايير نسبية أخرى ذات حد أقصى هي التصحيح بمقدار الثلث و بمقدار الثلثين؛ بمعنى أنه يمكن تقسيم اتجاه السعر إلى ثلاثة أجزاء حيث يساوي الحد الأدنى للحركة التصحيحية 33% و الحد الأقصى حوالي 66% الأمر الذي يعني بأنه في حالة تصحيح أي اتجاه قوي عادة ما يتراجع السوق في حركة تصحيحية تساوي ثلث الحركة السابقة على الأقل، و تعتبر هذه المعلومة مهمة جدا للمستثمر، فإذا كان المستثمر يتطلع إلى الشراء في منطقة تحت السوق يمكنه حينها حساب المنطقة التي تتعد عن سعر السوق بنسبة 33-50% و استخدامها للإشارة إلى وجود فرص شراء (الشكل رقم 3-36)⁵¹⁰.



و يتمثل معيار التصحيح الأقصى عند نسبة 66% منطقة حرجة فإذا استمر الاتجاه السابق يتوقف التصحيح عند نقطة الثلثين وعندها تصبح هذه المنطقة منطقة شراء منخفضة نسبيا في الاتجاه التصاعدي أو منطقة بيع في الاتجاه التنازلي، وإذا ابتعدت الأسعار عن نقطة الثلثين فإن الاحتمال القائم هو انعكاس الاتجاه أكثر من احتمال أن يكون ذلك مجرد حركة تصحيحية وعادة ما تتراجع الأسعار حينئذ بنسبة 100% عن الاتجاه السابق. و قد أخذت المعايير الثلاثة تصحيحية نسبية المقدرة بـ 50%، 33%، 66% من نظرية داو الأصلية، أما في نظرية الموجات لأليوت و نسب الفايوتشي يتم استخدام التصحيحات النسبية التي تحدث بنسبة 88%، 62%. و يفضل دمج كل من الطريقتين و حساب الحد الأدنى لمنطقة التصحيح عند 33%، 38%، منطقة

⁵⁰⁹ John J. Murphy . op.cit, p 76.

⁵¹⁰ Béchu Thierry et Al .op cit, pp109-111.

الحد الأقصى عند 62-66% . و يقوم بعض المحللين الفنيين بأخذ متوسط هذه الأرقام ليصلوا إلى المنطقة التصحيحية 40-60%⁵¹¹ . أما بالنسبة إلى W.D Gann⁵¹² فقد قام بتقسيم الاتجاه إلى أثمان : 8/1 ، 8/2 ، 8/3 ، 8/4 ، 8/5 ، 8/6 ، 8/7 ، 8/8 ، ووضع أهمية خاصة للنسب 8/3 (38%) ، 8/4 (50%) ، 8/5 (62%) كما وجد أنه من المهم تقسيم الاتجاه إلى أثلاث : 3/1 (33%) ، 3/2 (66%)⁵¹³ .

3.3.1.3 خطوط المقاومة السريعة

تعتبر خطوط السرعة تقنية تدمج بين خط الاتجاه و التصحيحات النسبية؛ و قد قام " ادسون جولد" بتطوير هذه التقنية و التي تعتبر تعديل لفكرة تقسيم الاتجاه إلى أثلاث، و يتمثل الرابط الأساسي بين هذه التقنية و بين مفهوم التصحيح النسبي في كون خطوط المقاومة السريعة (خطوط السرعة) تقوم بقياس نسبة ارتفاع أو انخفاض الاتجاه (أي قياس سرعته). و لإنشاء خط سرعة تصاعدي يتم مد خط عمودي من أعلى نقطة في الخط التصاعدي الحالي باتجاه قاع الرسم البياني، ثم يتم تقسيم الخط العمودي إلى ثلاثة أقسام (الشكل رقم 3-37)، و بعد ذلك يتم رسم خط اتجاه من بداية الاتجاه مرورا بالنقطتين المحدتين على الخط العمودي وهما: الثلث الواحد ونقطة الثلثين، وتعمل هذه الخطوط كخطوط دعم عند قيام السوق بحركات تصحيحية، و إذا تم كسر هذه الخطوط فإنها تتحول إلى خطوط مقاومة عند ارتداد السعر بعدها للأعلى. و في خط الاتجاه التنازلي يتم إتباع نفس الخطوات ولكن بطريقة عكسية، حيث يمكن تكوين مقياس المسافة العمودية بين أدنى نقطة في الاتجاه التنازلي و بداية الاتجاه، ثم رسم خطين من بداية الاتجاه مرورا بنقطة الثلث و نقطة الثلثين على الخط العمودي (الشكل رقم 3-38)⁵¹⁴ .

الشكل رقم (3-38): خطوط السرعة في الاتجاه التنازلي

الشكل رقم (3-37): خطوط السرعة في الاتجاه التصاعدي



Source: John .J. Murphy. op.cit, pp 88-89

و في كل مرة يتكون سعر أعلى جديد في الاتجاه التصاعدي أو سعر أدنى في الاتجاه التنازلي لا بد من رسم خطوط جديدة (لأنه يوجد الآن أعلى سعر جديد أو أدنى سعر جديد)، و إذا كان الاتجاه التصاعدي في مرحلة تصحيح نفسه فإن تصحيح الجانب السفلي يتوقف عند خط السرعة العلوي (خط السرعة 3/2) و إن لم يكن الاتجاه التصاعدي في مرحلة تصحيح نفسه فإن الأسعار تنخفض إلى خط السرعة السفلي (خط السرعة 3/1)، و إذا تم كسر الخط السفلي فمن المحتمل أن تستمر الأسعار حتى تصل إلى بداية الاتجاه السابق،

⁵¹¹ John .J. Murphy . op.cit, p 86.

⁵¹² W.D Gann : كان تاجر أسهم و سلع في الخمسينات من القرن الماضي، حقق أرباحا تفوق 50 مليون دولار في الأسواق، و قد صنع ثروته باستخدام أساليب طورها بنفسه لأدوات المتاجرة تقوم على أساس العلاقات بين حركة الأسعار و الوقت، و هي تعرف باسم نظام الوقت - السعر. و قد استخدم جان الزوايا في المخططات البيانية لتحديد مناطق الدعم و المقاومة و التنبؤ بالتغيرات المستقبلية لحركة الأسعار، كما استخدم الخطوط في الرسوم البيانية للتنبؤ بمناطق دعم و مقاومة.

⁵¹³ John .J. Murphy . op.cit, p 87.

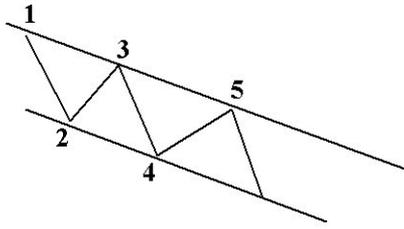
⁵¹⁴ Ibid, pp 87-88.

و في الاتجاه التنازلي يشير كسر الخط السفلي إلى احتمالية الارتفاع للخط العلوي و الذي إذا تم اختراقه فقد يكون ذلك إشارة للارتفاع إلى قمة الاتجاه السابق. كما تعكس خطوط السرعة أدوارها عندما يتم اختراقها⁵¹⁵.

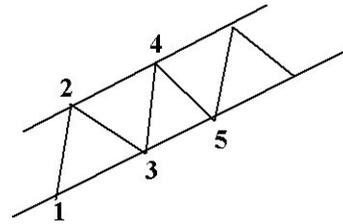
3.1.4 قناة السعر The Channel Price

هناك نوعين من قنوات الاتجاه: الأولى قناة الاتجاه التصاعدي و الثانية قناة الاتجاه التنازلي، و تتكون قنوات الاتجاه من خطين للاتجاه يتم رسمهما على خريطة الأعمدة. و تتكون قناة السعر عندما تتحرك الأسعار بين خطين متوازيين أحدهما خط دعم و الآخر خط مقاومة⁵¹⁶؛ و تتميز قناة ببساطتها ففي الاتجاه التصاعدي تتكون من خلال خط الدعم الذي يتضمن ثلاثة نقاط، و بعدها يتم رسم خط موازي لخط الدعم و الذي يصل بين أعلى مستويات السعر (على الأقل نقطتين، الشكل رقم 3-39)، أما في الاتجاه التنازلي فتتكون قناة السعر من خلال رسم خط المقاومة الذي يتضمن ثلاثة نقاط و بعدها يتم رسم خط موازي للخط السابق والذي يصل بين أدنى مستويات الأسعار (على الأقل نقطتين الشكل رقم 3-40)⁵¹⁷.

الشكل رقم (3-40): قناة السعر في الاتجاه التنازلي



الشكل رقم (3-39): قناة السعر في الاتجاه التصاعدي



Source: John .J. Murphy . op.cit, p 81.

و عندما يفشل السعر في الوصول إلى خط المقاومة تكون إشارة مبكرة على احتمالية قيامه بكسر الحد السفلي من القناة (حالة انعكاس). و يشير كسر خط المقاومة إلى حدوث تغير هام في الاتجاه إلا أن كسر خط القناة التصاعدي له معنى معاكس تماما حيث يشير إلى تسارع الاتجاه القائم⁵¹⁸.

و يمكن استخدام خط الاتجاه التصاعدي الأساسي للبدء في صفقات شراء جديدة، كما يمكن استخدام قناة السعر لجني الأرباح على المدى القصير؛ و قد يستخدم الكثير من المستثمرين القناة للبدء بصفقات بيع على رغم من أن التداول في الاتجاه المعاكس وخط الاتجاه الداعم قد يكون خطرا وقد يكون وسيلة مكلفة، وفي حالة خط الدعم الأطول تبقى القناة بدون كسر و غالبا ما تنجح عند اختبارها وعندئذ تصبح هذه القناة أكثر أهمية ويمكن الاعتماد عليها.

⁵¹⁵ John .J. Murphy . op.cit, p 89.

⁵¹⁶ Amat Oriet et Puig Xavier . op.cit, p 59.

⁵¹⁷ Ceaux-Dutheil Stéphane . op.cit, p p 67-68.

⁵¹⁸ John .J. Murphy . op.cit, p 81.

2.3 مستويات الدعم و المقاومة Support and resistance

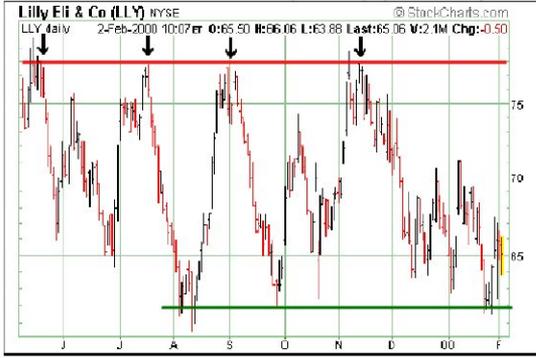
كثيرا ما يستخدم في وول ستريت مصطلح الدعم **Support** كبديل لمصطلح الطلب (الشراء) ومصطلح المقاومة **resistance** كبديل لمصطلح العرض (البيع)، فسر السهم هو نتاج لمعركة بين البائعين (الدببة Bear) والمشتريين (الثيران Bull)، إذ تمكن تلك المعركة المحلل من معرفة نقاط الدعم و المقاومة، و تبين تلك النقاط الخطوط التي تمنع السهم من التزول أسفل منها أو الارتفاع أعلى منها وذلك بعد دراسة تاريخ هذا السهم، كما أن الدعم و المقاومة هي المستويات التي يعتقد المستثمرين أن السهم يجب ألا يتداول أعلى منها ولا ينزل إلى أقل منها. و يمكن توضيح كل من مستويات الدعم و المقاومة فيما يلي⁵¹⁹:

- **مستوى الدعم Support** : هو أدنى انخفاض يصل إليه السعر ومن غير المحتمل أن ينخفض بأدنى منه، بمعنى أن سعر السهم سوف ينخفض إلى نقطة يعتقد فيها المستثمر بأنها أدنى انخفاض يصل إليه السهم أو السوق ككل، هذه النقطة تمثل القاع و عندها يتحرك المستثمرون لإنعاش عملية الشراء لغرض مساندة (دعم) السعر الأمر الذي يرفع قوى الطلب للتغلب على قوى العرض، وبالتالي البدء بصعود مستوى الأسعار. فنقاط الدعم هي مستوى الأسعار الذي يكون الطلب عنده كبيرا إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه من الهبوط إلى الصعود. ويسمى منحنى الدعم بمنحنى التجميع (التراكم) فهو يمثل مستوى السعر الذي انطلقا منه تتم عملية التجميع (الشكل رقم 3-41).
 - **مستوى المقاومة resistance** : وهو عكس الدعم تماما و يمثل أعلى سعر يصل إليه السهم أو السوق ككل و من غير المحتمل أن يرتفع بأعلى منه حيث يتغلب ضغط البيع على ضغط الشراء و يتراجع السعر المرتفع، فنقاط المقاومة هي مستويات الأسعار التي يكون العرض عندها كبيرا إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغيير اتجاهه إلى الهبوط؛ فعند نقاط المقاومة يعتقد المستثمرين أن الأسعار أصبحت عالية بما فيه الكفاية بحيث يقبل عدد كبير منهم على البيع الأمر الذي يدفع قوى العرض للتغلب على قوى الطلب وبالتالي البدء بهبوط الأسعار. ويسمى منحنى المقاومة بمنحنى التوزيع (الشكل رقم 3-42).
- و يمكن توضيح مستويات الدعم و المقاومة بيانيا كما يلي:

⁵¹⁹ التميمي أرشد فواد ، مرجع سابق، ص 229.

- علوان قاسم نايف، مرجع سابق، ص 278.

الشكل رقم (3-42): مستويات المقاومة



الشكل رقم (3-41): مستويات الدعم

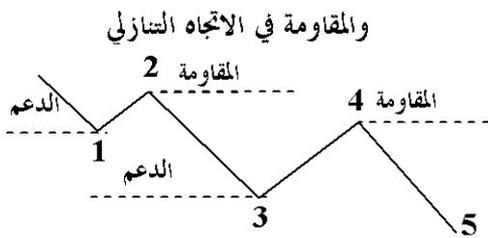


Source: www.StockChart.com

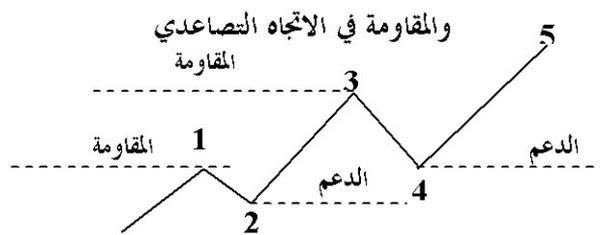
وترتبط فكرة مستويات الدعم والمقاومة بسلوك المستثمر نفسه، فعندما يقرر بعض المستثمرين عدم الشراء عند وصول سعر السهم إلى مستوى متدني ثم يرتفع السعر بعد ذلك فإنهم يشعرون بالندم، وما إن ينخفض السعر إلى ذلك المستوى تجدهم يسارعون في الشراء، و يطلق على هذا المستوى المتدني بمستوى الدعم وهو مستوى منخفض سبق وأن وصل إليه السعر ويصعب أن يذهب إلى أبعد منه وعنده يزداد التعامل على الأسهم نظرا لزيادة الطلب، أما مصدر التعامل فيأتي من ثلاث مجموعات وهم: المستثمرين الذين ندموا على عدم الشراء عندما وصل السعر إلى هذا المستوى في الماضي، والبائعين على المكشوف الذين باعوا الأسهم من قبل بأسعار مرتفعة، و أخيرا المستثمرين الذين يميلون بطبيعتهم إلى شراء السهم عندما تنخفض قيمته السوقية دون أي اعتبار آخر. وعلى العكس من ذلك عندما يكتشف المستثمرون أن سعر قد انخفض بعد أن قاموا بشراؤه فإنهم يشعرون بالندم و ينتظرون لحظة أن يرتفع السهم إلى المستوى الذي سبق أن اشتروه به وما أن تأتي تلك اللحظة تجدهم يسارعون في البيع، و يطلق على هذا المستوى بمستوى المقاومة وهو مستوى مرتفع لسعر السهم يصعب أن يتعداه و عنده تزداد الكمية المعروضة من السهم للبيع. فببلوغ سعر السهم مستوى المقاومة يتوقع له أن يأخذ في الهبوط وذلك تحت وطأة زيادة العرض، وعلى العكس من ذلك عندما يبلغ سعر السهم مستوى الدعم يتوقع له أن يأخذ في الارتفاع تحت تأثير التعامل النشط الناجم عن زيادة الطلب⁵²⁰.

و قد تأخذ خطوط الدعم و المقاومة عدة مستويات إذ تتجه إلى الارتفاع في حالة اتجاه صعودي للأسعار وعلى العكس قد تتجه إلى الانخفاض في حالة وجود اتجاه نزولي للأسعار و هو ما توضحه الأشكال التالية:

الشكل رقم (3-44): مستويات الدعم



الشكل رقم (3-43): مستويات الدعم



Source :Tvede Lars « La psychologie des marchés financiers » Brochage, France 2001, pp 189-190.

⁵²⁰ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق، ص ص442-443.

و تمثل خطوط المقاومة في الاتجاه الصاعد فترات توقف مؤقتة، أما في الاتجاه التنازلي لا تكون خطوط الدعم كافية لإيقاف الانخفاض بشكل مستمر إلا أنه يمكن إيقافها بشكل مؤقت على الأقل. ومن أجل استمرار أي خط اتجاه تصاعدي لا بد أن يكون كل مستوى دعم أعلى من المستوى الذي يسبقه و أن يكون كل مستوى مقاومة أدنى من المستوى الذي يسبقه، و إذا جاء الانخفاض التصحيحي في الاتجاه الصاعد عند مستوى أقل من الانخفاض السابق فمن الممكن أن يكون ذلك إشارة تحذيرية بانتهاء الاتجاه التصاعدي أو تحوله إلى اتجاه جانبي على الأقل، وإذا قام السعر بكسر مستوى الدعم تظهر عندئذ احتمالية انعكاس الاتجاه من التصاعدي إلى التنازلي، كما أن فشل السعر في التغلب على القمة في الاتجاه الصاعد أو قدرة الأسعار على الارتداد من مستوى الدعم في الاتجاه الهابط عادة ما يكون الإشارة التحذيرية الأولى لتغير الاتجاه القائم⁵²¹.

وقد ينقلب خط الدعم و يصبح خط مقاومة و ذلك في حالة اختراقه و هبوط الأسعار لمستويات أقل وعلى العكس قد يتحول خط المقاومة إلى خط دعم في حالة اختراقه و ارتفاع الأسعار لمستويات أعلى و هو ما يطلق عليه مصطلح التغيير المعاكس للأدوار⁵²².

3.3 نماذج السعر Price Patterns

تشير نماذج السعر إلى صور أو تكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر الخاصة بالأسهم أو السلع ويمكن تصنيفها إلى فئات مختلفة و لها قيمة تنبؤية خاصة، و هناك نوعين من نماذج السعر: وهي النماذج الانعكاسية **Reversal** و النماذج الاستمرارية **Continuation**.

1.3.3 نماذج السعر الانعكاسية Reversal

تشير النماذج الانعكاسية إلى وجود انعكاس هام في الاتجاه يأخذ مكانه، فالبحث عن النماذج الانعكاسية يسمح بإبراز الأوقات التي تعد نقطة انطلاق تغير آراء المستثمرين كلية عن السوق أو عن السهم بتجاوز سيكولوجيا مرتفعة إلى أخرى منخفضة أو العكس، و ترتبط هذه الأوقات بتقلبات قوية تعكس الآراء المتناقضة بين المستثمرين الذين يرغبون في مواصلة اتجاه الأسعار و المستثمرين الذين يأملون في استقرارها⁵²³.

و من بين نماذج السعر الانعكاسية الأكثر استعمالاً نجد: نموذج الرأس و الكتفين، القمم والقيعان الثلاثية، القمم و القيعان المزدوجة، المسمار و النموذج الحلقي أو الدائري (الصحن).

1.1.3.3 نموذج الرأس و الكتفين Head and Shoulders

هو نموذج يشبه شكل الهيئة العليا للإنسان بين الرأس و من تحته كتفين مستوئهما أقل من مستوى الرأس، و يعد من أقوى نماذج التحليل الفني و أصدقها و هو نوعين: فإن تكون خلال اتجاه صاعد فإن انعكاساً سلبياً سيحصل للسعر، و يسمى الشكل عندها بنموذج الرأس و الكتفين العادي، و أما إذا تكون خلال اتجاه هابط فإن انعكاساً إيجابياً سيحصل للسعر و يسمى الشكل عندها بنموذج الرأس و الكتفين المنعكس.

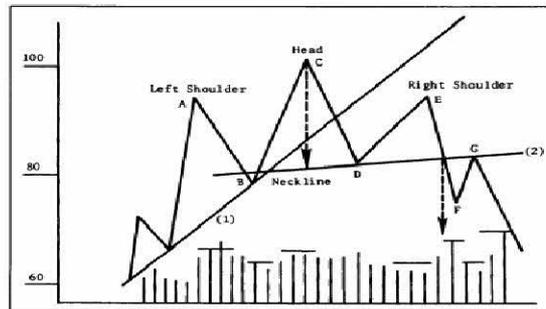
⁵²¹ Tvede Lars « La psychologie des marchés financiers » Brocharge, France 2001, pp 189-190.

⁵²² غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص65.

⁵²³ Gounant Hervé . op.cit, p91.

أ. نموذج الرأس و الكتفين العادي: يتكون بداية بارتفاع في الأسعار يصل إلى (قمة الكتف الأيسر النقطة A)، ثم يتزل السعر إلى نقطة دعم (خط الرقبة)، ثم يقوم بالارتداد من هذه النقطة (B) و ذلك مع حجم تداول أقل، وبعدها يرتفع السعر حتى يتجاوز قمة الكتف الأيسر وبهذا يتكون الرأس (C) ويصاحبه حجم تداول كبير، ثم تحدث عمليات بيع على السهم ليهبط السعر حتى يصل إلى نقطة الدعم السابقة (النقطة D) وعندها يتدخل المشترون ويرفعوا السهم وبهذا تكون (قمة الكتف الأيمن النقطة E) حيث يتدخل البائعون ويقوموا بالبيع مما يؤدي إلى هبوط السعر إلى خط الرقبة، ويكون حجم التداول أقل من المستويات السابقة، وبالتالي لا يكون قادرا على الوصول إلى أعلى نقطة في القمة السابقة عند النقطة C¹. وحتى يتكون النموذج بشكل صحيح يجب أن يكون هناك خط دعم يسمى بـ "خط الرقبة Neckline" الذي يمكن رسمه تحت أدنى مستويين مرتدين (النقطة B و D)، ويعتبر كسر خط الرقبة هو العامل الحاسم في تكون قمة "الرأس والكتفين" كما يجب أن تكون قمة الرأس أعلى من قمتي الكتفين وليس بالضرورة أن تكون القمتين متساويتين. أما فيما يتعلق بحجم التداول فعند الرأس وقمة الكتف الأيمن يكون حجم التداول قليلا ولكن عند كسر خط الرقبة يكون حجم التداول كبيرا. ويتأكد اكتمال نموذج الرأس والكتفين العادي مع إغلاق السعر تحت مستوى خط الرقبة لينخفض السعر بعد تكون هذا النموذج بنفس مقدار المسافة العمودية الواقعة بين الرأس وخط الرقبة، ويمكن أن يتكون نموذج الرأس و الكتفين العادي خلال نفس اليوم و قد يمتد إلى عدة شهور . ويمكن تبيان شكل نموذج الرأس والكتفين العادي كما يلي:

الشكل رقم (3-45): نموذج الرأس و الكتفين العادي



Source: John .J. Murphy . op.cit, p97.

ب. نموذج الرأس و الكتفين المنعكس: يعتبر صورة منعكسة لنموذج الرأس و الكتفين العادي حيث توجد ثلاثة قيعان متباعدة يمثل أوسطها الرأس والذي يكون أكثر انخفاضاً من الكتفين، و يجب حدوث إغلاق مؤكد خلال خط الرقبة ليكتمل النموذج (الشكل رقم 3-46). ويختلف هذا النموذج عن النموذج العادي بأنه أكثر ميلاً للعودة إلى خط الرقبة و ذلك بعد الكسر التصاعدي (الشكل 3-47)، كما يلعب حجم التداول في نموذج الرأس و الكتفين ذو القاع دوراً مهماً في التعرف على هذا النموذج واكتماله².

¹ حسين عصام ، مرجع سابق، ص ص 137-138.

² John .J. Murphy . op.cit, pp 110 – 111 .

ويعتبر قاع النموذج مرآة لقمة النموذج العادي والاختلاف الوحيد هو حجم التداول في النصف الثاني من النموذج حيث يكون أكثر كثافة عند الارتفاع عن رأس النموذج بينما يزداد كثافة عند كسر خط الرقبة .

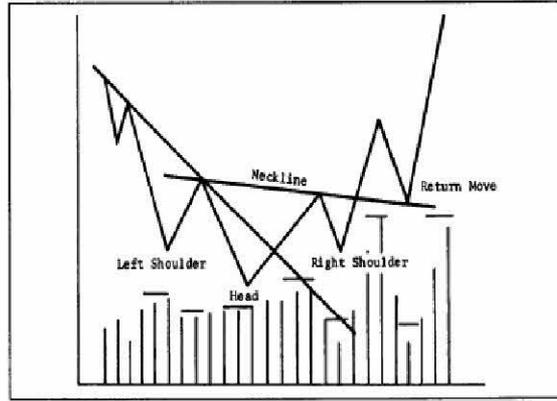
الشكل رقم (3-47): التمثيل البياني لنموذج

الشكل رقم (3-46): نموذج الرأس و الكتفين المنعكس

الرأس و الكتفين المنعكس



Source: www.Stockcharts.com



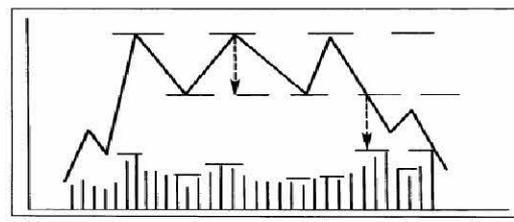
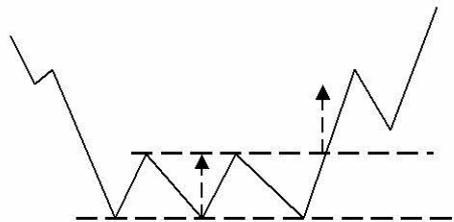
Source: John .J. Murphy . op.cit, p 110.

2.1.3.3 Triple Tops and Bottoms القيعان الثلاثية و القمم الثلاثية

لا تختلف نماذج القمم و القيعان الثلاثية كثيرا عن نموذج الرأس و الكتفين إلا في أن كون القمم أو القيعان الثلاثة تقع على نفس المستوى تقريبا (الشكل رقم 3-48). ففي القمة الثلاثية يميل حجم التداول إلى الانخفاض عند أعلى نقطة من القمة و يتزايد عند نقطة الكسر للأسفل، و لا تكتمل القمم الثلاثية حتى يتم كسر مستوى الدعم الذي يقع بين أدنى المستويات لهذا النموذج و يصاحب هذا الكسر حجم تداول كثيف. أما بالنسبة لنموذج القيعان الثلاثية فهو يشبه نموذج الرأس و الكتفين المنعكس فيما عدا أن القيعان الثلاثة تقع على مستوى واحد، كما يعتبر هذا النموذج مرآة للقمة الثلاثية فيما عدا أن حجم التداول يزداد أهمية عند قيام السعر بالكسر للأعلى (الشكل رقم 3-49).³

الشكل رقم (3-49): نموذج القيعان الثلاثية

الشكل رقم (3-48): نموذج القمم الثلاثية



Source: John .J. Murphy . op.cit, p 110.

3.1.3.3 القمم و القيعان المزدوجة Double Tops and Bottoms

يأخذ نموذج القمة المزدوجة شكل حرف M بحيث يتكون بداية من ارتفاع الأسعار لتصل إلى قمة معينة ثم تنخفض الأسعار ثم تعاود الارتفاع مرة أخرى إلى مستوى يقترب من القمة السابقة (أحيانا لا تصل

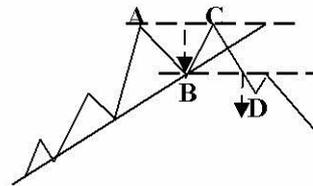
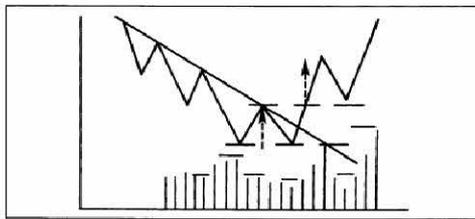
³ Béchu Thierry et Al .op cit, p 114.

القمة الثانية إلى نفس مستوى الأولى)، ثم تنخفض مرة أخرى وتكسر الحاجز الأفقي الممثل للحد الأدنى وتأخذ الأسعار اتجاهها نزوليا في الأسعار⁴. وكما يظهر في (الشكل رقم 3-50) يبدأ الاتجاه الصاعد عند أعلى مستوى (القمة A) ويصاحبه تزايد في حجم التداول، ثم ينخفض السعر إلى النقطة B مع تناقص في حجم التداول ثم يأخذ السعر اتجاهها تصاعديا ويستمر إلى أن يصل إلى النقطة C ولكنه لا يتمكن من كسر النقطة السابقة عند A ويبدأ في الانخفاض، ولا يكتمل هذا النموذج إلا عندما يقوم السعر بكسر القاع (نقطة الدعم B). ويميل حجم التداول في هذا النموذج إلى أن يكون أكثر كثافة خلال تكون القمة الأولى وأقل كثافة عند تكون القمة الثانية وهو ما يعني إشارة جيدة لانعكاس هبوطي، بينما يزداد كثافة عند قيام السعر بالكسر عند النقطة D ويكون هذا إشارة على انعكاس الاتجاه إلى الاتجاه التنازلي⁵.

أما نموذج القيعان المزدوجة فيتخذ شكل حرف W يتكون أثناء اتجاه هابط وهو عكس نموذج القمم المزدوجة، ويشير هذا النموذج إلى حدوث انعكاس إيجابي لسعر السهم، ويتطلب تكونه قاعين متساويين تقريبا بينهما قمة (الشكل رقم 3-51)، فبالنسبة للقاع الأول ينبغي أن تكون أدنى نقطة يصل إليها الاتجاه الهابط، وبعد تكون القاع الأول تدخل قوة شرائية لترفع سعر السهم، ويصاحبه ازدياد طفيف في حجم التداول يشير إلى حدوث تصريف، وبعد أن تتكون القمة سيعود السعر للهبوط مجددا ليكون بذلك قاعا آخر حيث يلاحظ انخفاض في حجم التداول عند الهبوط لتكوين هذا القاع. وقد تمتد المدة الفاصلة بين القاعين من أسابيع إلى عدة أشهر وفي العادة تكون بين شهر وثلاثة أشهر. وبعد تكون القاع الثاني يعود السعر للارتفاع مصحوبا بارتفاع في حجم التداول، ولا يكتمل النموذج إلا إذا تم اختراق مستوى القمة الموجودة بين القاعين⁶.

الشكل رقم (3-51): نموذج القيعان المزدوجة

الشكل رقم (3-50): نموذج القمم المزدوجة



Source: John .J. Murphy . op.cit, p 118

4.1.3.3 نموذجي الصحن (Rounding Bottom) و Saucers(Cub) و المسمار Spikes(Handle)

تتكون هذه النماذج خلال اتجاه صاعد و تمثل فترة استراحة للسهم يحدث بعدها اختراق للأعلى، وقد تم اكتشاف هذا النموذج من طرف ويليام جيمس أنيل الذي قدمه في كتابه How to make money في سنة 1988. يتكون الشكل من حفرتين دائريتين الأولى أكبر عمقا وأكبر اتساعا و هي تمثل الصحن والذي يتكون

⁴ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص 55.

⁵ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p123.

- Gounant Hervé . op.cit, p 92.

- John .J. Murphy . op.cit, pp 117 – 121.

⁶ حسين عصام ، مرجع سابق، ص ص 145-146.

بعد ارتفاع السهم فهذا الشكل يبين مدى التباطؤ و التدرج الشديدين لتحول الاتجاه من التنازلي إلى الحائلي إلى التصاعدي، أما الحفرة الثانية فهي أقل اتساعا و أقل عمقا وهي تمثل المسمار (أو نموذج حرف V) و الذي يتكون بعد إنشاء الصحن ويكون في الجهة اليمنى للصحن ويحدث هذا النموذج سريعا خلال فترة زمنية قصيرة وفي سوق يبالغ في الاستمرار في اتجاه واحد، ويرجع سبب تكونه إلى صدور أخبار مفاجئة تتسبب في انعكاس الاتجاه بشكل غير متوقع. إن حواف كل من الصحن و العروة عموما ما تكون على نفس المستوى والذي يسمى بخط الرقبة و إذا ما تم كسر هذا الخط فإنه يسمح بالخروج من هذا النموذج -الشكل رقم 3-52-7.

و يحتوي نموذج الصحن على قمتين يسرى و يئجى- و بعد الطرف الأيمن يتكون المسمار- فالطرف الأيسر يمثل بداية النموذج و يتكون بسبب ارتفاع سعر السهم بغرض التصريف بعد حصول مرحلة من التجميع على السهم التي يبدأ السهم بعدها بالانخفاض كتصحيح بنسبة تقارب 50% من الارتفاع الحاصل، ويلاحظ تقلص حجم التداول كلما اقترب السعر من القاع حتى يستقر عند القاع لفترة، و تتم هنا عملية تجميع ثم يبدأ السهم بعدها بالارتفاع حتى يتكون الطرف الأيمن للصحن و يكون مساويا للطرف الأيسر أو أعلى منه، ويصاحب هذا الارتفاع ارتفاع مستوى كمية الأسهم المتداولة، و بعد تكون الطرف الأيمن يكون الصحن قد اكتمل. أما فيما يتعلق بالمسمار والذي يكون أيضا تصحيحا للارتفاع الذي حصل لتكون الطرف الأيمن من الصحن. أما المدة اللازمة لتكون الصحن فتمتد من شهر إلى ستة أشهر تقريبا وأحيانا تكون أطول، أما بالنسبة للمسمار فيستغرق تكونه من أسبوع إلى عدة أسابيع وفي العادة تمتد من أسبوع إلى أربعة أسابيع تقريبا⁸.

الشكل رقم (3-52): نموذج الصحن و المسمار



5.1.3.3 Wedge نموذج الوتد

و هو نموذج انعكاسي و يكون على نوعين هابط و هو ايجابي و صاعد و هو سلبي و يكونان على شكل مثلث حاد الزاوية، و فيما يلي وصف للنموذجين⁹:

⁷ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse »op .cit , p452.

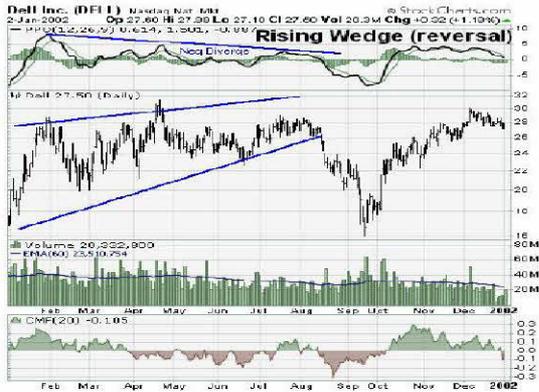
- John .J. Murphy . op.cit , p 125.

⁸ حسين عصام، مرجع سابق، ص ص 139-140.

⁹ المرجع السابق، ص ص 147-148.

- **الوتد التنازلي:** وهو نموذج ايجابي يبدأ واسعا في البداية ثم يضيق مع انخفاض السعر، و يمكن وصف هذا النوع على أنه مخروط مائل للأسفل، و قد يكون هذا النوع إضافة إلى كونه نموذجا انعكاسيا نموذجا استمراريا. ويتكون في هذا النموذج مستويان أحدهما دعم في الأسفل والآخر مقاومة في الأعلى وكلاهما مائل للأسفل، و يحتاج تكون هذا النموذج من ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر، كما أن اختراق مستوى المقاومة يجب أن يكون مصحوبا بارتفاع في حجم التداول ليثبت نجاحه (الشكل رقم 3-53).
- **الوتد التصاعدي:** يبدأ النموذج واسعا في القاع ثم يضيق في الأعلى مع استمرار ارتفاع السعر ولهذا فإن شكله يشبه شكل المخروط المائل للأعلى، كما يمكن تصنيف هذا النموذج على أنه نموذجا استمراري ويشير إلى حدوث انخفاض. وبالنسبة لحجم التداول فإنه يقل كلما ارتفع السعر للأعلى ويزداد لحظة الكسر والتي تكون بمثابة تأكيد لهذا الكسر (الشكل رقم 3-54).

الشكل رقم (3-54): نموذج الوتد التصاعدي



الشكل رقم (3-53): نموذج الوتد التنازلي

Source : www.Stockcharts.com

2.3.3 نماذج السعر الاستمرارية Continuation

تشير هذه النماذج إلى أن السوق في فترة توقف مؤقتة و أنه من المحتمل أن يصحح أوضاع الشراء المكثفة أو البيع المكثف على المدى القصير و التي يستأنف الاتجاه بعدها مساره الأصلي، و تستغرق هذه النماذج فترة زمنية أقصر في تكوينها و يمكن تصنيفها على أنها نماذج قصيرة أو متوسطة المدى. و تتضمن نماذج السعر الاستمرارية عدة أنواع منها: المثلثات، و الأعلام، و الرايات المستطيلة و المستطيلات.

1.2.3.3 نماذج المثلثات Triangles

تتضمن نماذج المثلثات ثلاثة أنواع و هي: المثلث المتطابق الساقين، و المثلث التصاعدي و المثلث التنازلي.

أ. **المثلث المتطابق الساقين The Symmetrical Triangles:** قدمه Schabacker في سنة 1930 وهو نموذجا استمراري محايد بمعنى أن توجه الخروج لمثلث مطابق للحركة السابقة لبداية المثلث فإذا دخل المستثمر السوق في المثلث من الأسفل يجب عليه أن يخرج من الأعلى والعكس، و قد يحدث بعد هذا النموذج صعود أو هبوط حسب المتغيرات التي ستحصل مستقبلا، أي يجب انتظار الانعكاس لمعرفة توجه الحركة في المستقبل، فالمثلث التماثل الساقين يشير إلى توقف الاتجاه الموجود بشكل مؤقت والذي

يستأنف السعر بعده اتجاهه الأصلي. ويتكون المثلث المتطابق السابقين عن طريق التقاء خطي الاتجاه في نقطة واحدة بحيث يكون الخط العلوي في الاتجاه التنازلي والخط السفلي في الاتجاه الصاعد (الشكل رقم 3-55)¹⁰. ويتضمن نموذج المثلث المتماثل السابقين نوعين إيجابي Bullish في حالة تكونه خلال اتجاه صاعد وسلي Bearish في حالة تكونه خلال اتجاه هابط.

وحتى يتكون هذا النموذج بشكل صحيح لا بد وأن تكون هناك أربع نقاط انعكاسية على الأقل لرسم خطين متلاقين من خطوط الاتجاه، ففي الشكل رقم (3-55) يبدأ عند النقطة 2 تماسك السعر في الاتجاه الصاعد، ثم تتراجع الأسعار إلى النقطة 3 ثم ترتفع إلى النقطة 4 والتي تقع عند مستوى أقل من النقطة 2، ولا يمكن رسم خط الاتجاه الذي يقع بالأعلى إلا بعد انخفاض السعر من النقطة 2. إن النقطة 5 تقع أعلى من النقطة 3 و لا يمكن رسم الخط السفلي إلا مع ارتفاع الأسعار من النقطة 5 والتي يمكن للمحلل البدء في توقع أن يكون هذا النموذج هو المثلث المتطابق السابقين وبذلك تكونت أربع نقاط انعكاسية (5، 4، 3، 2) وخطين متلاقين. و تحتاج العديد من نماذج المثلثات إلى ست نقاط انعكاسية الأمر الذي يعني بأن يكون هناك ثلاث قمم وثلاث قيعان لتكوين خمس موجات سعرية داخل المثلث قبل أن يستأنف السعر اتجاهه التصاعدي. ويكون الكسر الحاسم لأي من خطي الاتجاه إشارة إلى اكتمال الاتجاه الأصلي. وأحيانا يكون السعر للحركة المرتدة عائدا إلى خط الاتجاه الذي تم اختراقه بعد أن تتم عملية الاختراق، فإذا كان الاتجاه تصاعدي يتحول الخط المخترق إلى خط دعم، أما في حالة الاتجاه التنازلي يتحول الخط السفلي إلى مستوى مقاومة. وعندما تصبح تذبذبات السعر محصورة داخل النموذج لا بد وأن تقل كثافة التداول، وعند كسر خط الاتجاه الذي يكتمل به النموذج لا بد و أن يتزايد حجم التداول بشكل ملحوظ، أما الحركة المرتدة للسعر بعد الكسر فيصاحبها كثافة ضعيفة من حجم التداول ثم تزداد هذه الكثافة مرة أخرى عند استئناف السعر لاتجاهه. ولكن خلال تكون النموذج في الاتجاه التصاعدي يميل حجم التداول أن يكون أكثر كثافة خلال ارتداد السعر للأعلى وأقل كثافة عند ارتداد السعر للأسفل¹¹. و يكون نموذج المثلث المتطابق السابقين كفترة استراحة أو ترويح و يخبر هذا الشكل عن حالة التساوي بين العرض و الطلب؛ و يمتد تكون نموذج المثلث المتماثل السابقين من عدة أسابيع إلى عدة أشهر، وفي حالة كانت مدة تكون النموذج أقل من ثلاثة أسابيع فإن هذا النموذج يمكن اعتباره نموذج علم وعادة تكون مدة تكون هذا النموذج ثلاثة أشهر¹².

¹⁰ Béchu Thierry et Al op.cit, p p 121- 122..

- John .J. Murphy ". op.cit ,pp 132 –135.

¹² حسين عصام ، مرجع سابق، ص ص132-133، 135.

الشكل رقم (3-55): نموذج المثلث المتماثل السابقين (المحايد)



Source: www.Stockcharts.com

ب. المثلث التصاعدي **The Ascending Triangles** : نموذج يشير إلى التجميع، ويتكون هذا النموذج نتيجة التقاء خط الاتجاه بالأسفل (خط دعم) مع خط مستقيم في اتجاه أفقي (خط مقاومة) حيث تتذبذب الأسعار بين هاذين الخطين، ويمكن لهذا المثلث أن يكون مثل مثلث قائم الزاوية؛ ويشير هذا النموذج إلى أن المشترين أكثر كثافة من البائعين، كما يشير تكون المثلث التصاعدي إلى استمرار الاتجاه صعوداً، ويكتمل تكون النموذج عندما يتمكن السعر من كسر الخط العلوي، ويصاحب هذا الكسر حجم تداول كثيف كما يعمل الخط العلوي كمستوى دعم بعد الكسر، ويتناقص حجم التداول في مرحلة تكون النموذج ويزيد في مرحلة كسر السعر خارج النموذج، وتتراوح مدة تكون النموذج ما بين عدة أسابيع إلى عدة أشهر، والمدة المتوسطة لتكون هذا النموذج تمتد من شهر إلى ثلاثة أشهر (الشكل رقم 3-56)¹³.

ج. المثلث التنازلي **The Descending Triangles** : يعتبر صورة عكسية للمثلث التصاعدي ويتكون عن طريق التقاء خط المقاومة مع خط الدعم. وهو نموذج سلمي يشير إلى التصريف وإلى استمرار الاتجاه نزولاً، ويتأكد اكتمال النموذج عندما يكسر السعر الخط السفلي ويغلق تحته وسط حجم تداول كثيف. ويشير هذا النموذج إلى أن البائعين أكثر كثافة من المشترين، ويمتد تكون هذا النموذج من عدة أسابيع إلى عدة أشهر وعادة يكون متوسط المدة اللازمة لتكونه من شهر إلى ثلاثة أشهر. أما حجم التداول فإنه يتناقص في مرحلة تكون النموذج ويزيد في مرحلة كسر السعر خارج النموذج (الشكل رقم 3-57)¹⁴.

¹³ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p 253-254.

- John .J. Murphy . op.cit, pp 136-137.

- حسين عصام، مرجع سابق، ص ص130-131 .

¹⁴ Baron François « chartisme: méthodes et stratégies pour gagner en bourse » op .cit , p270.

- John .J. Murphy . op.cit, p p 138,140.

الشكل رقم (3-57): نموذج المثلث التنازلي



الشكل رقم (3-56): نموذج المثلث التصاعدي



Source: www.Stockcharts.com

2.2.3.3 نموذج الأعلام Flags و الرايات (رايات السفن) Pennants

يمثل النموذجين فترة استراحة (توقف) قصيرة للسهم؛ وقبل تكون النموذجين يحدث ارتفاع حاد (أو انخفاض) للسعر وسط تداول كثيف ليتناقص هذا الأخير بشكل ملحوظ أثناء تماسك السعر داخل النموذجين، ثم يزيد نشاط التداول بشكل حاد ومفاجئ بعد تمكن السعر من كسر الحد العلوي من النموذج للأعلى. فنموذج العلم Flags يكون على شكل مستطيل أو متوازي الأضلاع صغير يكون اتجاهه عكس الاتجاه السابق للسهم، فإذا كان الاتجاه صاعداً فإن اتجاه العلم يكون للأسفل ويمثل توقف مؤقت للسعر قبل الاستمرار في اتجاهه الأصلي وتقل كثافة التداول في هذا النموذج و تزداد عند قيام السعر بالكسر خروجا عن النموذج، وعادة ما يتكون هذا النموذج في منتصف حركة السوق، و إن كان الاتجاه هابطاً فإن اتجاه العلم يكون للأعلى (الشكل رقم 3-58). أما نموذج الراية Pennant فيكون على شكل مثلث متماثل صغير يبدأ في بدايته عريضاً ثم يضيق مع مرور تكون النموذج وحين اكتمال النموذج يكون شكله مشابهاً لشكل المخروط، ويكون حجم التداول أقل كثافة عند تكون النموذج كما أن حركة السعر بعد تكون النموذج هي ضعف الحركة التي تسبق تكونه (الشكل رقم 3-59)¹⁵. ويتكون النموذجين على المدى القصير حيث يكتمل تكوئهما في فترة تتراوح بين الأسبوع والثلاث أسابيع إذا كان الاتجاه تصاعدياً، بينما يستغرق تكوئهما فترة أقل - أسبوع أو أسبوعين- عندما يكون الاتجاه العام تنازلياً، أما إشارة اكتمال النموذجين تكون بكسر السعر للحد العلوي من النموذج إذا كان الاتجاه تصاعدياً، أما كسر الحد السفلي من النموذج فيشير إلى استئناف الاتجاه التنازلي إذا كان الاتجاه تنازلياً، و يستلزم اكتمال النموذجين أن يتم الكسر وسط حجم تداول كثيف. وتشابه طريقة قياس مقدار حركة السعر بعد اكتمال النموذج في كلا من نموذج العلم والراية فالنموذجين يتشكلان في منتصف حركة السعر¹⁶.

¹⁵ Ibid, p 142.

- حسين عصام، مرجع سابق، ص 141.

¹⁶ John .J. Murphy . op.cit, pp 143- 144.

الشكل رقم (3-59): نموذج الرايات Pennants



الشكل رقم (3-58): نموذج العلم Flags



Source : www.Stockcharts.com

3.2.3.3 نموذج المستطيل The Rectangle Formation

تتواجد المستطيلات في منطقة تماسك جانبية حيث تتحرك الأسعار خلال فترة تكون محصورة بين خطين أفقيين متوازيين أحدهما مقاومة والآخر دعم، ويمثل فترة توقف (استراحة) في الاتجاه الأساسي¹⁷، فالسعر لا يغير اتجاهه بعد الخروج عنه، ويشير إغلاق السعر بعد اختراقه الحد العلوي أو السفلي من النموذج إلى اكتماله، ويستغرق تكونه فترة تتراوح بين الشهر والثلاثة أشهر. ويعتبر حجم التداول إشارة هامة عند تكون النموذج حيث تكون هناك تذبذبات واسعة النطاق للسعر داخل النموذج، لذا يجب على المحلل أن يتتبع تذبذبات السعر التي تصاحبها كثافة في التداول، فإذا تزايد حجم التداول أثناء ارتفاع السعر وتناقص أثناء انخفاضه قد يزيد من احتمالية استمرار السعر في الاتجاه الصاعد، أما إذا ازداد حجم التداول عند انخفاض السعر داخل النموذج فقد تكون هذه دلالة على انعكاس الاتجاه، كما يزيد حجم التداول عند كسر السعر خروجاً عن هذا النموذج (الشكل رقم 3-60)¹⁸.

الشكل رقم (3-60): نموذج المستطيلات



Source: www.Stockcharts.com

¹⁷ Gounant Hervé . op.cit, p 82.¹⁸ John .J. Murphy . op.cit, p p 150-151.

4.3 فجوات السعر Price Gaps

يمكن تعريف فجوات السعر على أنها مناطق في رسم الأعمدة البياني¹⁹ تخلو من التداول، وتشير الفجوات إلى عدم استمرارية التسعيرة ما بين جلستين حيث لا توجد أي مبادلات في حدود الأسعار المحصورة بالفجوة، وتمثل الفجوات في المنحنى بمجال فارغ ما بين عمودين متتاليين و يمكن أن تكون الفجوة تصاعدية بحيث تحدث عندما تفتتح الأسعار اليوم بمستوى فوق أعلى سعر سجله اليوم السابق، أو أن تكون فجوة تنازلية وتحدث عندما يكون أعلى سعر يومي أقل من أدنى سعر سجله التداول في اليوم السابق، وتشير فجوات السعر في الجانب التصاعدي إلى قوة السوق بينما تشير هذه الفجوات في الجانب التنازلي عادة إلى ضعف السوق، ومن الممكن أن تظهر هذه الفجوات على المدى الطويل في الرسم البياني الأسبوعي أو الشهري و حينها تصح أكثر أهمية إلا أن تكونها في رسم الأعمدة البياني اليومي يعتبر الأكثر شيوعاً²⁰.

وهناك عدة أنواع من فجوات السعر و هي كالتالي²¹:

- **الفجوات المنجمعة Gaps Communes** : تتكون عادة عندما يتحرك السوق في مدى سعري محصور، وذلك بسبب غياب عمليات مهمة نتيجة لقلّة السيولة و التي تنعكس على الأحجام.
- **فجوة الانحراف عن الاتجاه العام (Breakaway gap)** : عادة ما تحدث فجوة الانحراف عن الاتجاه العام عند اكتمال نموذج سعري أساسي وتكون إشارة ببداية حركة هامة في السوق، فعندما ينتهي نموذج سعري أساسي في السوق يتم كسر خط المقاومة وسط فجوة انحراف عام عن الاتجاه، أي أن الاختراقات الأساسية لمناطق القمة أو القاع هي منشأ هذا النوع من الفجوات، و من الممكن أن يتسبب كسر خط الاتجاه الرئيسي و الذي يشير إلى انعكاس الاتجاه في حدوث فجوة الانحراف عن الاتجاه العام. وعادة ما تحدث هذه الفجوة وسط حجم تداول كثيف و غالباً لا يتم ملاءمها، فمن الممكن أن تعود الأسعار إلى الحد العلوي من الفجوة (في حالة كسر الاتجاه التصاعدي)، و من الممكن أن تغلق جزء من الفجوة لكن غالباً ما يبقى جزء من الفجوة فارغاً. وكقاعدة عامة يصبح حجم التداول أكثر كثافة بعد ظهور مثل هذه الفجوة و عادة ما يعمل الحد العلوي لهذه الفجوات كمناطق دعم عند حركات السوق التصحيحية التي تحدث بعد ذلك. ومن المهم ألا تنخفض الأسعار تحت هذه الفجوات خلال الاتجاه التصاعدي لأن إغلاق السعر في جميع الحالات تحت هذه الفجوة يعتبر إشارة بالضعف (الشكل رقم 3-61).
- **فجوة الحركة السعرية Runaway gap** : و تسمى أيضاً بالفجوة القياسية أو بفجوة الميزان وذلك لأنها تحدث غالباً في منطقة المنتصف تقريباً في الاتجاه وعن طريق قياس المسافة التي يتعد بها الاتجاه من نقطة كسر الاتجاه الأصلي (بداية حدوث الاتجاه). و تتكون هذه الفجوة بعد أن يتحرك السعر في طريقه لفترة

¹⁹ هذه الفجوات لا يمكن ملاحظتها في المنحنيات المتواصلة.

²⁰ Ceaux-Dutheil Stéphane . op .cit , pp 53-54.

- John .J. Murphy . op.cit, p 94 .

²¹ Ceaux-Dutheil Stéphane . op.cit, pp 54-55.

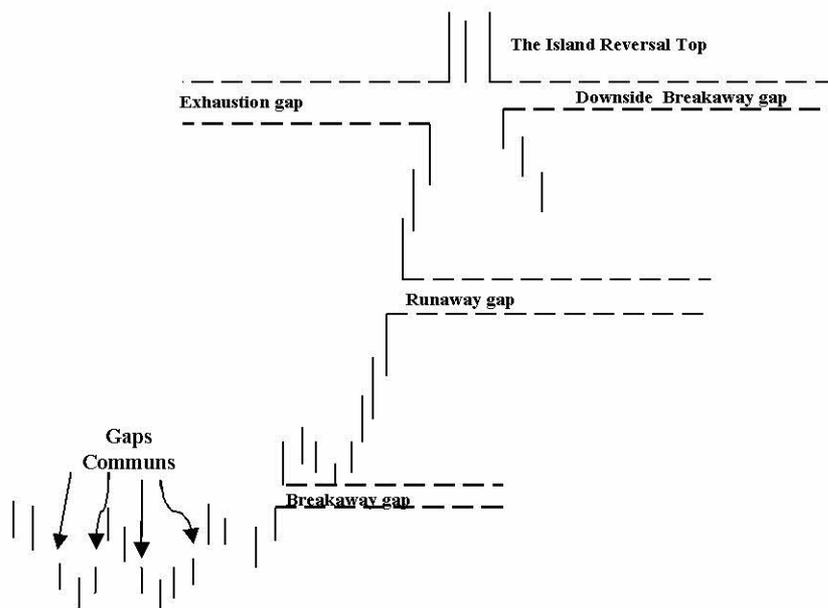
- Béchu Thiery et Al . op.cit, pp 152-155.

- Baron François « le chartisme : méthodes et stratégies pour gagner en bourse» op.cit, pp51, 54.

ما ويقفز هذا السعر للأعلى في مكان ما وسط الحركة ليكون بذلك نوع ثاني من الفجوات تسمى بفجوة الحركة السعرية، وتكشف هذه الفجوة عن الوضع الذي يكون عليه السوق عندما يتحرك بجهد ضعيل وبحجم تداول معتدل، وتدل هذه الفجوة على قوة السوق إذا كان الاتجاه صاعدا ويشير إلى الضعف إذا كان الاتجاه تنازليا، ويعمل هذا النوع من الفجوات كدعم تحت السوق للحركات التصحيحية التالية ولا يتم ملأها غالبا، ويعتبر الإغلاق تحت فجوة الحركة السعرية إشارة على الاتجاه الصاعد.

- **فجوة نهاية الاتجاه Exhaustion gap** : يظهر هذا النوع من الفجوات بالقرب من نهاية حركة السوق فبعد أن يحقق السوق هدفه و يتم التعرف على النوعين الآخرين من الفجوات (فجوات الانحراف عن الاتجاه العام و فجوة الحركة السعرية) يبدأ المحلل الفني في توقع ظهور نهاية الاتجاه، و بالقرب من نهاية الاتجاه التصاعدي يكون تقدم الأسعار للأعلى في نهايته بعد ذلك يتلاشى هذا التقدم سريعا و تبدأ الأسعار في تغيير حركتها إلى الأسفل خلال يومين أو خلال أسبوع، و عندما تغلق الأسعار تحت هذه الفجوة الأخيرة في الاتجاه التصاعدي يكون ذلك إشارة قوية بتحول الاتجاه التنازلي.
- **الانعكاس الجزري (The Island Reversal)**: و يشير إلى توليفة من فجوتين واحدة للأعلى وأخرى للأسفل أو العكس. ففي بعض الأحيان عندما تتكون فجوة نهاية الاتجاه التصاعدي يصبح تداول الأسعار في نطاق ضيق لمدة يومين أو أسبوعين قبل أن تتحول الفجوة إلى الاتجاه التنازلي ومثل هذا الوضع يجعل حركة السعر و كأنها مثل " جزيرة" محاطة بالمياه، و عند اتجاه فجوة نهاية الاتجاه إلى الأعلى بعد اتجاه فجوة الانحراف عن الاتجاه العام إلى الأسفل يكتمل نموذج الانعكاس الجزري، و يشير هذا عادة إلى انعكاس الاتجاه، و يبين الشكل التالي أنواع فجوات السعر:

الشكل رقم (3-61): أنواع فجوات السعر



Source : Béchu Thierry et Al « L'analyse Technique » OP. CIT, p 153.

المبحث الرابع: المؤشرات الفنية

يعرف المؤشر الفني بسلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها انطلاقاً من البيانات التاريخية للأسعار و/أو الأحجام، حيث تتم معالجة تلك البيانات في صيغ رياضية و ذلك بهدف الحصول على سلسلة جديدة من النتائج يتم إعادة تقديمها على منحنيات الأسعار. و يكمن الهدف من استخدام المؤشرات الفنية في تحديد قوة تغيرات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين المجردة من إدراكه على الخرائط الفنية، بالإضافة إلى تحقيق أحد أو بعض أو جميع الأهداف التالية: التنبيه، التأكيد²²، التعزيز و للتنبؤ²³. و يجب أن لا ينصب تركيز المحلل الفني على تحركات المؤشر الفني فقط دون ربط مساره مع تحركات السعر، كما يجذب أن لا يتم اتخاذ القرار بناءً على دلالة مؤشر واحد بل يفضل انتقاء عدد من المؤشرات تساعد على عملية التنبؤ و التعزيز والتنبيه ضمن إطار منظم من التحليل. و توجد العديد من المؤشرات و نجد منها: مؤشرات تعتمد على قياس الاتجاه كأساس، ومؤشرات تعتمد زخم التداول كأساس، ومؤشرات تعتمد على حجم التنفيذ كأساس....

1.4 مؤشرات تعتمد على الاتجاه كأساس

1.1.4 المتوسط المتحرك Moving Average

تعتبر المتوسطات المتحركة من المؤشرات الفنية الأكثر استخداماً حيث تؤثر في التداول ويمكن الاعتماد على نتائجها، فبدلاً من استخدام أسعار الإقفال وأعلى وأدنى الأسعار في يوم تداول معين يلجأ المحللون الفنيون إلى استخدام ما يعرف بالمتوسطات المتحركة وهي عبارة عن²⁴ تمثيل بياني للأسعار باستخدام المتوسطات الحسابية لتلك الأسعار والمحسوبة خلال فترات زمنية محددة قد تطول أو تقصر، أما مصطلح " المتحرك " فيتم استخدامه نظراً لأن حساب المتوسط يرتكز على آخر أيام الفترة الزمنية للمتوسط، وبالتالي يتغير حساب هذا المؤشر يومياً مع كل يوم تداول جديد فمثلاً المتوسط المتحرك لـ 20 يوم للأسعار تتم مراجعته يومياً إذ يرتكز حسابه على أسعار آخر عشرين يوم²⁵. و باعتبار أن أسعار الإغلاق²⁶ هي أكثر الأسعار أهمية خلال يوم التداول فهي الأكثر استخداماً عند حساب قيمة المتوسط المتحرك .

و يستعمل المتوسط المتحرك في العديد من أنظمة تتبع اتجاه السعر الآلية، كما أنه يضمن تحديد إشارات محددة بالبيع أو الشراء و التي تتميز بدقتها.

²² ويشير مفهوم التأكيد Confirmation إلى مقارنة جميع الإشارات و المؤشرات الفنية للتأكد من أنها تشير جميعها إلى نفس الاتجاه وأنها تؤكد بعضها البعض، أما مفهوم التباعد Divergence فهو عكس التأكيد حيث يشير إلى اختلاف المؤشرات الفنية و فشلها في تأكيد بعضها البعض، على الرغم من الإحساس السلبي الذي قد ينتج عن هذا المفهوم إلا أنه يعتبر مفهوم ذو قيمة في الأسواق المالية و أحد الإشارات التي تحذر مبكراً من انعكاس اتجاه السعر.
²³ Gouant Hervé . op.cit, p 109.

²⁴ علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 287.

²⁵ Tvede Lars « La psychologie des marchés financiers » op.cit, p191.

²⁶ يفضل بعض المحللين الفنيين استخدام النقطة الوسطى خلال التداول اليومي و التي يمكن الحصول عليها عن طريق جمع حدي نطاق التداول اليومي وقسمته على 2، بينما تستخدم فئة أخرى طريقة جمع أدنى سعر مع أعلى سعر و سعر الإغلاق و القسمة على 3، و تميل فئة ثالثة إلى استخدام نوعين من الأسعار (أدنى سعر و أعلى سعر) و حساب متوسط كلا منهما على حدا و تكوين متوسطين متحركين و يكون عملهما من خلال المنطقة المحايدة التي تقع بينهما، و على الرغم من هذه الطرق المختلفة إلا أن سعر الإغلاق لا يزال الأكثر استخداماً عند حساب المتوسط المتحرك .

و تستخدم المتوسطات لـ²⁷:

- قياس حالة السوق و تقييم الاتجاه الأساسي.
- للتخلص من الذبذبات الحادة للأسعار بسبب التغيرات العارضة والتقلبات الدورية أو الموسمية و ذلك حتى يتبين اتجاهها العام صعودا أو هبوطا، حيث يكون السوق صعوديا إذا كان المتوسط المتحرك في صعود و قيمة المؤشر الفعلية أعلى من المتوسط المتحرك، و على العكس من ذلك يكون السوق نزوليا إذا كان منحنى المتوسط المتحرك يتجه إلى الهبوط والقيمة الفعلية للمؤشر أقل من المتوسط المتحرك.
- يعتبر كأداة لتتبع الاتجاه الغرض منها التعرف على بداية اتجاه جديد أو انتهاء اتجاه قديم أو انعكاسه، حيث يتتبع هذا المؤشر اتجاه السعر و يظهر على شكل منحنى لخط الاتجاه .
- تحدد المتوسطات إشارات التداول عند عبور السعر لخط المتوسط إلى أعلى أو إلى أسفل، حيث تطلق إشارات الشراء عند عبور السعر فوق خط المتوسط المتحرك و هو ما يعرف بالعبور الذهبي Golden Cross²⁸ كناية عن ارتفاع الأسعار، أما العبور القاتل Dead Cross فيشير إلى البيع وذلك عندما يسقط السعر تحت خط المتوسط المتحرك.
- لاكتشاف ما إذا كان التذبذب في السعر مؤقتا أم أنه يسير مع الاتجاه العام الذي يفصح عنه المتوسط. و ينتج عن حساب متوسط بيانات السعر رسم خط انسيابي يسهل من عملية تتبع اتجاه السعر الأساسي. و نظرا لطبيعة عمل هذا المؤشر التي تعتمد على التتبع يكون هذا المؤشر متأخرا عن حركة السعر (إن المتوسط يتبع السهم و ليس السهم هو الذي يتبعه). و لدراسة اتجاه السوق يمكن حساب المتوسط المتحرك لفترة زمنية معينة ترتبط بأفق الاستثمار إذ يتم حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم على المدى القصير لأغراض المضاربة خلال فترة 10 أيام و 20 يوم، أما على المدى المتوسط فيتم حسابه لمدة 50 يوم أو 10 أسابيع، أما على المدى الطويل يمكن حساب المتوسط المتحرك خلال فترة 100 يوم و 200 يوم أو 30 أسبوع²⁹. و يكون المتوسط المتحرك الأقصر أكثر حساسية لحركة السوق من المتوسط الأطول، إلا أن استخدام المتوسط المتحرك القصير قد يكون أكثر خطورة في بعض الأسواق وقد يكون استخدام المتوسط المتحرك الأطول مفيدا في بعض الحالات و خاصة إذا كان السهم كثير التذبذب .
- و نظرا لأن مؤشر المتوسط المتحرك يعتمد على تتبع اتجاه السعر فإن أداءه يكون أفضل عندما يكون السوق في فترة السير في اتجاه محدد، بينما يكون أداءه ضعيفا عندما يكون السعر محصورا في نطاق ضيق متخذ اتجاه جانبي خلال فترة زمنية قد تصل من نصف إلى ثلث الوقت.

²⁷ Gounant Hervé . op.cit, pp 112-113.

- الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق، ص 448.

- علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 287.

²⁸ C'est le chartiste Anglais **Brian Marber** qui a donné naissance aux terme Croix dorée (Golden Cross) et Croix de la mort (Dead Cross)

²⁹ Gounant Hervé . op.cit, p 112.

1.1.1.4 أنواع المتوسطات المتحركة

توجد أنواع عديدة من المتوسطات المتحركة و نجد منها³⁰:

أ. المتوسط المتحرك البسيط (The Simple Moving Average (SMA): يعتبر من أكثر أنواع المتوسطات المتحركة استخداماً، حيث يتحدد مسار الأسعار بمعادلة رياضية سهلة ودقيقة و هي³¹ أن يضاف آخر سعر إقفال و طرح (إسقاط) أول سعر إقفال في السلسلة الزمنية التي يتم حساب متوسطها المتحرك البسيط ثم قسمة الحاصل على عدد الأيام " حيث تستخدم المعادلة التالية:

$$\frac{\text{مجموع أسعار الإقفال} + \text{أحدث سعر إقفال} - \text{أقدم سعر إقفال}}{\text{عدد الفترات الزمنية}} = \text{المتوسط المتحرك البسيط}$$

ومن الانتقادات التي توجه إلى هذه الطريقة لحساب المتوسط المتحرك أنها تعطي أوزاناً متساوية للفترات الداخلة في حساب المتوسط (أي أهمية واحدة) لكل الأسعار بغض النظر عن حداثة السعر أو قدمه رغم أنه يفضل إعطاء أوزان أكثر للفترات الحديثة لأنها قد تعبر عن اتجاهات الأسعار المستقبلية بدرجة أكبر³². و تعتبر طريقة حساب متوسط أسعار الإغلاق لأجل عشرة أيام من التداول هي أكثر الطرق شيوعاً لحساب قيمة هذا المؤشر كل يوم و في كل يوم جديد يتم إضافة سعر الإغلاق على إجمالي قيمة هذا المؤشر في اليوم السابق ثم طرح قيمة إغلاق اليوم الأول من العشرة أيام ثم قسمة الحاصل على عدد الأيام العشرة. و الشكل رقم (3-62) يبين المتوسط المتحرك البسيط (الخط الأزرق) لفترة عشرة أيام .

ب. المتوسط المتحرك الأسّي (The Exponentially Moving Average (EMA): يعطي هذا النوع من المتوسطات أهمية أكبر للبيانات الأخيرة و يقلل من أهمية البيانات الأقدم، وبإمكان المستخدم أن يقلل أو يزيد من أهمية البيانات الأخيرة وذلك عن طريق تخصيص قيمة نسبية لآخر سعر يومي وإضافة هذه القيمة إلى القيمة النسبية الخاصة باليوم الذي سبقه بحيث يكون حاصل المجموع هو 100، فمثلاً يمكن تخصيص 10% (0.10) كقيمة نسبية لليوم الأخير، و 90% (0.90) كقيمة نسبية للأيام التي تسبقه، فمعنى تحديد 10% كقيمة نسبية لليوم الأخير أن نسبة أهمية اليوم الأخير هي 10% بالنسبة للأيام الأخرى، أما إذا تم تحديد نسبة 5% (0.05) كقيمة نسبية لليوم الأخير معنى ذلك إعطاء أهمية أقل لليوم الأخير³³. كما أن المتوسط المتحرك الأسّي لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة بخلاف المتوسط البسيط ولهذا فإنه يعتبر مؤشراً سريعاً. ونظراً لهذه الميزة فإن بعض المضاربين يعتمدون عليه في تصميمهم لنظم تداول مبنية على الاستخدام الآلي لمؤشرات البيع أو الشراء الناجمة عن تقاطع المتوسطات المتحركة فيقومون بانتقاء زوجين من المتوسطات المتحركة (أو أكثر) واختبار نتائجهما على الأسعار الشكل رقم (3-62) الخط

³⁰ المهيلمي عبد المجيد " التحليل الفني للأسواق المالية" البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، الطبعة الخامسة 2006، ص ص 161-167.

³¹ Amat Oriet et Puig Xavier . op.cit, p96.

³² غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق ، مرجع سابق، ص 69.

³³ John .J. Murphy . op.cit, pp 199-200.

الأحمر³⁴. ويعتبر المتوسط المتحرك الأسّي أكثر حساسية لحركة السهم من المتوسط الحسابي البسيط ولذلك يستخدم بكثرة في حساب المؤشرات مثل الماكد MACD.

الشكل رقم (3-62): المتوسط المتحرك البسيط والمتوسط المتحرك الأسّي



Source : www.Stockcharts.com

ج. المتوسط المتحرك الخطي المرجح **The Linearly Weighted Moving Average**: يستخدم المحللون المتوسط المتحرك الخطي المرجح في محاولة لحل مشكلة ترجيح أهمية البيانات المستخدمة لحساب المتوسط المتحرك، و تلخص طريقة حساب هذا النوع من المتوسطات المتحركة في مضاعفة سعر إغلاق اليوم العاشر إلى عشرة أضعاف (إذا كان المتوسط المتحرك لعشرة أيام) ومضاعفة اليوم التاسع إلى تسعة أضعاف و اليوم الثامن إلى ثمانية أضعاف وهكذا، و بالتالي تكون الأهمية الأكبر للأسعار الإغلاق الأخيرة و بعد ذلك تتم قسمة الحاصل على المضاعفات (رقم 55 في حالة المتوسط المتحرك لعشرة أيام وهو مجموع $1+2+3+4+5+6+7+8+9+10$)³⁵. و يحسب المتوسط المتحرك الخطي من خلال المعادلة التالية³⁶:

$$MMP = \frac{\sum_{i=1}^n P_i C_{t-i-1}}{\sum_{i=1}^n P_i} \dots \dots \dots (3-1)$$

حيث أن: C_t تمثل سعر الأصل في الزمن t ، و P_i تمثل الوزن.

2.1.1.4 كيفية استخدام المتوسطات المتحركة

يمكن للمحلل الفني استخدام عدة طرق لتحديد نقاط الشراء و البيع عن طريق استعمال المتوسطات المتحركة، فقد يلجأ إلى استعمال متوسط متحرك واحد، أو اثنين من المتوسطات أو حتى ثلاثة من أجل تحديد تلك النقاط، و يمكن تبيان كيفية استعمال تلك الطرق كما يلي³⁷:

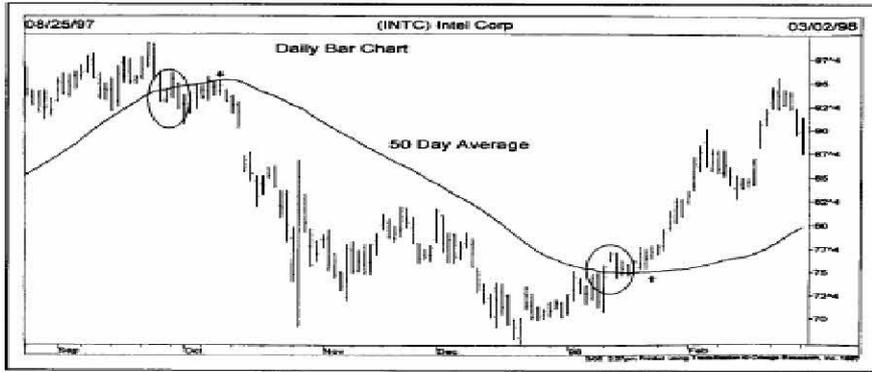
³⁴ علوان قاسم نايف ، مرجع سابق، ص 289.

³⁵ John .J. Murphy . op.cit, p 199 .

³⁶ Béchu Thierry et Al . op.cit, p199.

³⁷ John .J. Murphy . op.cit, pp 202-206.

- أ. استخدام متوسط متحرك واحد: يستخدم بعض المحللين الفنيين متوسط متحرك واحد للحصول على إشارات البيع أو الشراء (يعد أكثر الأنواع استخداماً)، إذ توجد العديد من النقاط التي تقع على الخطين (خط المتوسط وخط مؤشر السوق) توضح القرارات المناسبة للشراء أو البيع وفقاً للقاعدة التالية³⁸:
- عندما يخترق 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، و ينخفض السعر الفعلي للسهم إلى مستوى أدنى من المتوسط المتحرك.
 - عندما يخترق 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 و يرتفع السعر الفعلي إلى أعلى من منحنى المتوسط المتحرك.
- الشكل رقم (3-63): استخدام متوسط متحرك واحد لتحديد إشارات البيع والشراء



Source :John .J. Murphy . op.cit, p 201.

يلاحظ من خلال الشكل السابق انخفاض السعر عن منحنى المتوسط المتحرك لخمسين يوم (الدائرة على الجهة اليسرى) وأصبحت إشارة للبيع أقوى عندما تحول منحنى المتوسط المتحرك إلى الاتجاه التنازلي، أما بارتفاع السعر عن منحنى المتوسط المتحرك (الدائرة على الجهة اليمنى) ظهرت إشارة الشراء و تأكدت عند تحول اتجاه المتوسط المتحرك إلى الاتجاه التصاعدي مع السعر.

إن استخدام المحلل الفني المتوسط المتحرك الذي يغطي فترة قصيرة جداً (5 أو 10 أيام) تجعل منحنى المتوسط المتحرك قريباً جداً من السعر و قد يتسبب ذلك في تقاطعهما عدة مرات و قد يكون هذا الأمر جيد إذ يساعد على الدخول في المزيد من الصفقات، أو سيء بسبب ظهور العديد من الإشارات الخاطئة نتيجة الحركة العشوائية للسعر التي تظهر على المدى القصير. وعلى الرغم من أن المتوسط المتحرك قصير المدى ينتج عنه إشارات خاطئة أكثر إلا أنه يعطي إشارات في وقت مبكر من حركة السعر. أما بالنسبة للمتوسط المتحرك الطويل المدى فيكون أداؤه أفضل أثناء تحرك السعر في اتجاهه إلا أن هذا الأداء يتراجع عند انعكاس الاتجاه، فالمتوسط المتحرك طويل المدى يعمل أفضل في حالة استمرار السعر في اتجاهه أما المتوسط المتحرك قصير المدى يعمل أفضل عند انعكاس السعر.

³⁸ حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" مرجع سابق، ص 237.

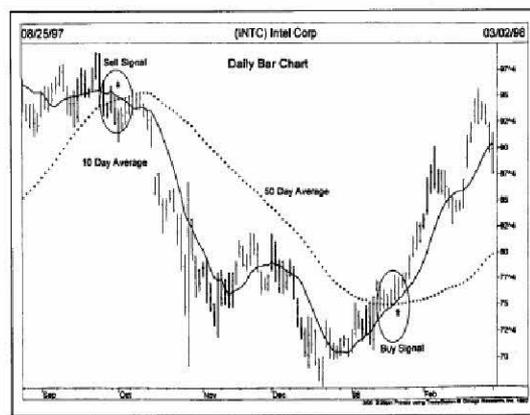
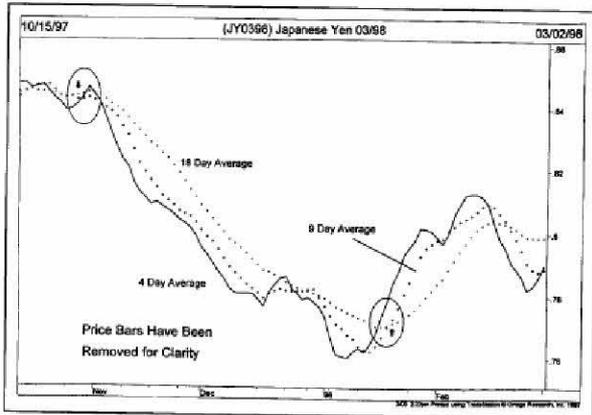
ب. استخدام اثنين من المتوسطات المتحركة: تسمى هذه الطريقة بطريقة التقاطع المزدوج حيث تظهر إشارة الشراء عندما يتقاطع المتوسط المتحرك قصير المدى عابرا فوق المتوسط المتحرك طويل المدى، بينما تظهر إشارة البيع عند تقاطع المتوسط المتحرك القصير المدى تحت المتوسط المتحرك طويل المدى، فمن خلال (الشكل رقم 3-64) يلاحظ انخفاض المتوسط المتحرك لعشرة أيام أسفل المتوسط المتحرك لخمسين يوم مما أعطى إشارة بيع في أكتوبر (الدائرة الموجودة على اليسار)، أما عندما ارتفع المتوسط المتحرك لعشرة أيام فوق المتوسط المتحرك لخمسين يوم أعطى إشارة شراء (الدائرة الموجودة على اليمين).

وعلى الرغم من أن استخدام اثنين من المتوسطات المتحركة يعطي إشارات أبطأ من استخدام متوسط متحرك واحد إلا أنها تقلل من احتمالات ظهور الإشارات الخاطئة.

ج . استخدام ثلاثة متوسطات متحركة: تسمى هذه الطريقة بطريقة التقاطع الثلاثية حيث تستعمل المتوسطات المتحركة للأربعة و تسعة وثمانية عشر يوما، وكان أول من ذكر هذا المفهوم هو **R.C. Allen** في كتابه "كيف تجني ثروة في سوق السلع عام 1972" ثم ذكره مرة أخرى في عمل بعنوان "المتوسطات المتحركة لأربعة وتسعة وثمانية عشر يوما لجني الأرباح في سوق السلع" في عام 1974. وباعتبار أن المتوسط البسيط يتتبع اتجاه السعر عن قرب يكون المتوسط المتحرك لـ 4 أيام هو الأقرب من السعر ويليه المتوسط المتحرك لـ 9 أيام ثم المتوسط المتحرك لـ 18 يوما. وتظهر إشارة الشراء عندما يصبح المتوسط المتحرك لـ 4 أيام فوق المتوسط المتحرك لـ 9 أيام و 18 يوما، وتتأكد إشارة الشراء عندما يتقاطع المتوسط المتحرك لـ 9 أيام مع المتوسط لـ 18 يوما ويصبح فوقه، وبذلك يصبح المتوسط المتحرك لـ 4 أيام فوق المتوسط المتحرك لـ 9 أيام و الذي يقع بدوره فوق المتوسط لـ 18 يوم. وعندما يتحول السعر من الاتجاه الصاعد إلى الهابط لا بد أن يصبح المتوسط المتحرك لـ 4 أيام أسفل المتوسطين المتحركين، وبالتالي تكون هذه إشارة بيع، وقد يعتبر بعض المتداولين هذا التقاطع إشارة كافية للخروج من صفقات الشراء وإذا انخفض المتوسط المتحرك لـ 9 أيام تحت المتوسط لـ 18 يوما تتأكد حينها إشارة البيع (الشكل 3-65).

الشكل رقم (3-64): استخدام متوسطين متحركين
من أجل تحديد إشارات البيع و الشراء

الشكل رقم (3-65): استخدام المتوسطات المتحركة
لـ 4 و 9 و 18 يوما لأجل تحديد إشارات البيع و الشراء



Source :John .J. Murphy . op.cit, p 201.

2.1.4 المنحنيات الغلافية للمتوسط المتحرك Moving Average Envelopes

تتكون المنحنيات الغلافية عندما توضع فوق أو تحت مؤشر السوق منحنيات تتعد عنه بنسبة معينة، وباستعمال هذه المنحنيات يتم الشراء عندما يلامس منحنى السعر الغلاف العلوي، أما إشارة البيع فتظهر عندما يلامس منحنى السعر الغلاف السفلي؛ فمثلا يستعمل المتعاملون على المدى القصير المنحنيات الغلافية التي تتعد بنسبة 2.5% عن المتوسط المتحرك البسيط لواحد وعشرين يوم، و عندما يلامس السعر أحد المنحنيات الغلافية (التي تتعد عن المتوسط المتحرك بنسبة 2.5%) تكون هذه إشارة على أن اتجاه السعر على المدى القصير قد وصل إلى أقصاه، أما بالنسبة لمحلي المدى الطويل فيمكنهم استخدام المنحنيات الغلافية التي تتعد بنسبة 5% عن المتوسط المتحرك لعشرة أسابيع أو التي تتعد بنسبة 10% عن المتوسط المتحرك لأربعين أسبوعاً³⁹. كما يساعد خروج السعر عن أحد المنحنيات الغلافية على تحديد الوقت الذي يصل فيه اتجاه السوق إلى أقصاه، و يتم تمثيل المنحنيات الغلافية بيانياً كما يلي:

الشكل رقم (3-66): المنحنيات الغلافية للمتوسط المتحرك



Source : www.Stockcharts.com

3.1.4 مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands

قام **John Bollinger** بتطوير هذا المؤشر والذي يتكون من حدين على جانبي المتوسط المتحرك البسيط يشبهان المنحنيات الغلافية باستثناء أن Bollinger Bands يضع اثنين من الانحرافات المعيارية⁴⁰ فوق وتحت منحنى المتوسط المتحرك والذي يكون عادة لعشرين يوماً. ويصل السعر إلى منطقة الشراء المكثف إذا تلامس منحنى السعر مع الحد العلوي من مؤشر البولنجر باوند، بينما يصل إلى منطقة البيع المكثف إذا تلامس منحنى السعر مع الحد السفلي من المؤشر. و يتم بناء هذا المؤشر كما يلي⁴¹:

أولاً: حساب متوسط الأسعار لـ 20 يوم من خلال المعادلة التالية:

³⁹ Vizzavona Patrice « Marchés financiers » édition ATOL , Paris, 3 édition 2002, pp 463-464.

⁴⁰ يعتبر " الانحراف المعياري " مفهوم إحصائي يصف كيفية توزيع الأسعار حول قيمة المتوسط المتحرك، و يتضمن استخدام اثنين من الانحرافات المعيارية بأن 95% من ثنائيات السعر سوف تستمر داخل حدي مؤشر Bollinger Bands .

⁴¹ Ceaux-Dutheil Stéphane . op.cit, p148.

$$CM = \frac{High + Low + Close}{3} \dots\dots\dots(3-2)$$

و بعدها يتم حساب الانحراف المعياري لـ 20 يوم لمتوسط الأسعار σ_{CM}

ثانيا: حساب المتوسط المتحرك لـ 20 يوم و الذي يمثل الخط المنقط في الوسط (الشكل رقم 3-73).

و بعدها يتم الحصول على الغلاف العلوي و السفلي كما يلي :

- الغلاف العلوي (الباوند العلوي)= المتوسط المتحرك لـ 20 يوم + $2 \times \sigma_{CM}$

- الغلاف السفلي (الباوند السفلي)= المتوسط المتحرك لـ 20 يوم - $2 \times \sigma_{CM}$

و يمتد الاتساع العرضي بين حدي Bollinger وفقا لسرعة تغير السعر خلال العشرين يوما الأخيرة، حيث يزداد الاتساع العرضي بين حدي Bollinger في حالة تزايد التغير في السعر، بينما يتقلص هذا الاتساع عندما تتناقص سرعة التغير في السعر، وبالتالي تتذبذب المسافة بين حدي Bollinger حيث تتقلص أحيانا وتزيد أحيانا أخرى، وعندما تزايد المسافة بين حدي Bollinger ويتعدان عن منحنى المتوسط المتحرك تكون هذه إشارة باحتمالية انتهاء اتجاه السعر الحالي، أما إذا تناقصت المسافة بين حدي هذا المؤشر وتزايد اقترابها من منحنى المتوسط المتحرك فتكون هذه إشارة بدء السعر في اتجاه جديد.

الشكل رقم (3-67): مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands



Source : www.Stockcharts.com

و من أسهل الطرق لاستخدام Bollinger Bands هو استخدام كلا من الحد العلوي والسفلي كأهداف للسعر فإذا ارتد السعر عن الحد السفلي من Bollinger Bands و تقاطع مع منحنى المتوسط المتحرك لعشرين يوم يكون المستوى الذي يستهدف السعر الوصول إليه حينها هو الحد العلوي من المؤشر، أما إذا تقاطع السعر من المتوسط المتحرك للأسفل فيكون الحد السفلي هو المستوى المستهدف لانخفاض السعر، أما إذا كان السعر في اتجاه تصاعدي قوي فسوف يتذبذب السعر بين منحنى المتوسط المتحرك و الحد العلوي من Bollinger Bands و في هذه الحالة إذا تقاطع السعر مع منحنى المتوسط المتحرك للأسفل هذه إشارة تحذيرية بتحول اتجاه السعر إلى الاتجاه التنازلي. كما يعمل هذا المؤشر بشكل أفضل إذا تم استخدامه مع مؤشر التذبذب Oscillateurs و الذي يقيس مناطق الشراء المكثف والبيع المكثف⁴².

⁴² John .J. Murphy . op.cit, PP 210- 211.

2.4 مؤشرات تعتمد على العزم كأساس (زخم التداول)

1.2.4 مؤشر التذبذب Oscillators

يعتبر مؤشر التذبذب Oscillators كطريقة بديلة لتتبع الاتجاه خاصة في الفترة التي لا يوجد فيها اتجاه للسعر، فهو يستخدم أساسا بالنسبة للأسهم التي لا تأخذ أسعارها اتجاهها عاما سواء للصعود أو الهبوط وإنما تتذبذب أسعارها أفقيا حول رقم متوسط و في نطاق معين يصعب معه الاستفادة من مؤشرات الاتجاه العام. ويستخدم هذا المؤشر لتحذير المستثمر من وصول السوق إلى الذروة على المدى القصير وهو الوضع الذي يسمى بذروة البيع Oversold أو ذروة الشراء Overbought ، كما يمكن لمؤشر التذبذب من تحذير المستثمر من تناقص زخم التداول Momentum لاتجاه السعر قبل أن يظهر ذلك في حركة السعر نفسها، بالإضافة إلى ذلك يعطي هذا المؤشر أيضا إشارة باكتمال اتجاه السعر. وتظهر جميع مؤشرات التذبذب أسفل الرسم البياني للسعر و تتمثل في مجموعة خطوط متشابهة أفقيا و تتزامن قمم و قيعان منحني السعر البياني مع تلك القمم والقيعان في المؤشر، وتوجد في بعض مؤشرات التذبذب نقطة تقع في المنتصف تقسم نطاق المؤشر إلى قسمين أفقيين واحد علوي والآخر سفلي، و عادة ما تكون هذه النقطة الوسيطة هي الخط الصفري كما توجد في بعض مؤشرات التذبذب حواجز علوية و أفقية تتدرج من الصفر إلى المائة. ويصل مؤشر التذبذب إلى ذروته عندما يلامس الطرف العلوي أو السفلي و هو ما يعني بأن السعر قد تحرك كثيرا وبشكل سريع وأنه يتوجب حدوث حركة تصحيحية أو سير السوق في اتجاه جانبي بعد هذه الحركة العنيفة، وبالتالي يفضل دائما الشراء عندما يقترب المؤشر من الحد السفلي، على العكس يفضل دائما البيع عندما يقترب المؤشر من الحد العلوي. ولذلك يتم استخدام تقاطع المؤشر مع النقطة الوسيطة منه كإشارة بيع أو شراء⁴³.

- و توجد ثلاث حالات يمر بها السوق و يصبح استخدام مؤشر التذبذب أكثر فائدة خلالها و هي:
- عندما تصل قيمته إلى الذروة بالقرب من الحد العلوي أو الحد السفلي منه و حينها يطلق على السوق بأنه في ذروة الشراء عندما يلامس هذا المؤشر الحد العلوي منه، بينما يطلق عليه بأنه في ذروة البيع عندما يلامس الحد السفلي منه و في نهاية الحالة يصبح اتجاه السعر أكثر عرضة للتغير.
- يعتبر انحراف مؤشر التذبذب مبتعدا عن حركة السعر عند وصوله إلى ذروة الحد العلوي أو السفلي إشارة تحذيرية هامة.
- قد يعطي تقاطع المؤشر مع الحد الصفري (النقطة الوسيطة) إشارات بالبيع أو الشراء في اتجاه السعر. و تصبح مؤشرات التذبذب أكثر قيمة عند تطبيق تحليل التباعد وتحليل اتجاه السعر العام، و الدليل على أهمية تحليل الاتجاه العام عند استخدام مؤشرات التذبذب هو أن إشارات الشراء التي تعطيها تعمل بشكل أفضل في حالة اتجاه السوق نحو الصعود، بينما تعمل إشارات البيع بشكل أفضل عندما تكون السوق في اتجاه تنازلي، لذلك لا بد من البدء بتحديد الاتجاه العام للسوق، فإذا كان تصاعديا يكون من الأفضل تطبيق

⁴³ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص ص 48-82.

إستراتيجية الشراء في الوقت الذي يكون من الأفضل تطبيق إستراتيجية البيع عندما يكون السوق تنازليا، ويمكن لمؤشرات التذبذب أن تساعد في تحديد نقاط الدخول في كلا من الحالتين إذ ينصح بالشراء عندما يتقاطع خط زخم التداول للأعلى مع الخط الصفري عندما يكون اتجاه السعر هو الاتجاه التصاعدي والبيع عندما يتقاطع خط زخم التداول للأسفل مع الخط العلوي عندما يكون اتجاه السعر هو الاتجاه التنازلي⁴⁴.
و تتعدد أنواع مؤشرات التذبذب و نجد منها:

1.1.2.4 مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum Oscillators

يعتمد تحليل مؤشر التذبذب على مفهوم قوة الدفع Momentum حيث يقيس هذا الأخير سرعة تغير السعر، فهو يقيس مقدار الزيادة أو النقص في الأسعار دون قياس الأسعار نفسها، ويتم حسابه بأخذ الفرق بين سعر السهم الحالي السعر عن فترة زمنية سابقة⁴⁵. فمثلا لرسم خط زخم التداول لعشرة أيام يتم أخذ حاصل الفرق بين سعر الإغلاق لعشرة أيام و بين سعر إغلاق اليوم الأخير و بعد ذلك تحدد القيمة الناتجة سواء كانت بالسلب أو الإيجاب حول الخط الصفري لمؤشر التذبذب، وتكون المعادلة لحساب زخم التداول كالآتي⁴⁶:

$$Mt(xjours) = C_t - C_{t-x} \dots \dots \dots (3-3)$$

حيث أن:

Mt : قوة الدفع (زخم التداول).

C_t : آخر سعر إغلاق (السعر في الزمن t).

C_{t-x} : سعر الإغلاق للأيام x الماضية.

فإذا ارتفعت قيمة Momentum فهي إشارة شراء، أما إذا انخفضت قيمته فهي إشارة بالبيع، أما إذا بقيت قيمة Momentum ثابتة فمعناها أن الاتجاه فقد قوته و لا بد من حدوث تغيير في الاتجاه. كما أنه إذا كان سعر إغلاق اليوم الأخير أكبر من سعر الإغلاق للعشرة أيام الماضية (الأسعار تتجه للأعلى) تكون القيمة الناتجة بالموجب و يتم تحديدها فوق الخط الصفري، أما إذا كان سعر إغلاق اليوم الأخير أقل من سعر الإغلاق للعشرة أيام الماضية (الأسعار تتجه للأسفل) تكون القيمة الناتجة بالسالب و يتم تحديدها تحت الخط الصفري. ويعتبر ابتعاد خط زخم التداول كثيرا عن الخط الصفري للأعلى دلالة على وصول السوق لذروة الشراء، وعندما يكون ابتعاده كبيرا عن هذا الخط للأسفل دلالة على وصول السوق لذروة البيع (الشكل رقم 3-68). وتعد مدة العشرة أيام 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 (الشكل رقم 3-69)⁴⁷.

⁴⁴ John .J. Murphy . op.cit, p251.

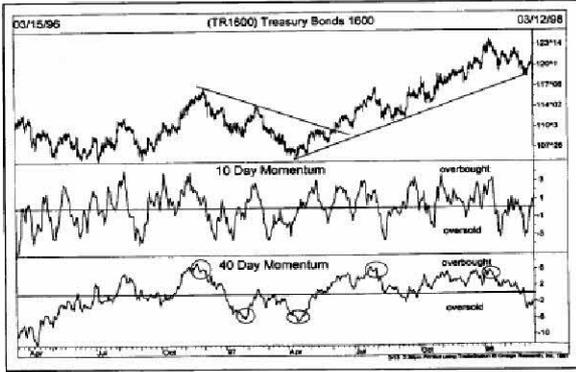
⁴⁵ غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق، مرجع سابق، ص 84.

⁴⁶ Ceaux-Dutheil Stéphane . op.cit, p109.

⁴⁷ John .J. Murphy . op.cit, p229.

الشكل رقم (3-69): مقارنة بين خط زخم التداول لأربعين يوم وخط زخم التداول لعشرة أيام

الشكل رقم (3-68): خط زخم التداول لعشرة أيام



المصدر: John .J. Murphy . op.cit, pp 228-229

كما يجب أن يكون الاتجاه الأساسي محط تركيز المحلل الفني أي أنه لا يمكنه الدخول في الاتجاه المعاكس لاتجاه السعر، فإذا كان الاتجاه تصاعدياً فإن إشارات الشراء تظهر حين يتقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري للأعلى وهي التي يجب الأخذ بها، أما إذا كان الاتجاه تنازلياً فلا يجب الأخذ إلا بإشارات البيع التي تظهر حين تقاطع زخم التداول مع الخط الصفري للأسفل (الشكل رقم 3-70). وتكون مؤشرات التذبذب قادرة على تحديد الأوقات التي يصل فيها السوق إلى ذروة البيع أو ذروة الشراء عن طريق وضع حدين ثابتين بالأعلى والأسفل في الرسم البياني لزخم التداول، و الطريقة الوحيدة لتحديد أعلى وأدنى نقطة يصل إليها خط زخم التداول ومعرفة الوقت الذي يصل فيه السوق إلى الذروة هي الفحص عن طريق النظر المجرد إذ يمكن التعرف على أقصى المناطق العليا والسفلى في الرسم البياني لزخم التداول (الشكل رقم 3-71) ⁴⁸.

الشكل رقم (3-71): كيفية تحديد مناطق الذروة لخط زخم التداول

الشكل رقم (3-70): تحديد إشارات البيع و الشراء من خلال تقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري



Source: John .J. Murphy .op.cit, pp 232-233

⁴⁸ Ibid, pp231 -232.

ويبين الشكل رقم (3-71) زخم التداول لـ 13 أسبوع للرسم البياني الأسبوعي لسندات الخزينة. و تحدد الأسهم الصغيرة نقاط التحول في الرسم البياني للسعر وذلك بداية من وصول السوق إلى مناطق الذروة حيث يتغير الاتجاه في خط زخم التداول في كل مرة قبل تغير الاتجاه في الرسم البياني للسعر (النقاط 1 و 2 و 3).

2.1.2.4 مؤشر التذبذب الذي يعكس معدل التغير -ROC- Rate of change Oscillators

يعتبر مؤشر معدل التغير (نسبة مئوية) و يقوم هذا المؤشر على قياس نسبة التغير المئوية في سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة⁴⁹، فهو يقيس معدل الزيادة أو النقصان في الأسعار، ولقياس معدل التغير نقوم بحساب نسبة آخر سعر للإغلاق لعدد من معين من الأيام السابقة فمثلا لحساب معدل تغير التذبذب خلال عشرة أيام تتم قسمة آخر سعر إغلاق على سعر إغلاق الأيام العشرة الأخيرة، و تكون المعادلة كالتالي⁵⁰:

$$Rate\ of\ change(ROC) = 100 \left[\frac{C_t}{C_{t-x}} \right] \dots\dots\dots(3-4)$$

حيث أن:

C_t : سعر إغلاق اليوم الأخير(السعر في الزمن t).

C_{t-x} : مجموع أسعار إغلاق الأيام الأخيرة للفترة الزمنية المحددة.

و يتم احتساب نقاط المؤشر مع مرور الزمن و تؤول هذه العملية إلى تشكيل خط يومي حول خط الصفر. و يتم تحليل المؤشر من خلال مراقبة تحركاته و مدى الانفراج عن سعر السهم وقيمة المؤشر إضافة إلى تقاطعه مع الخط الصفري سواء باتجاه منطقة الموجب أو باتجاه منطقة السالب، و يشير انخفاض المؤشر من منطقة الموجب إلى منطقة السالب على بدأ ضغوطات البيع و الميول نحو الهبوط، بينما يدل اختراق المؤشر لخط الصفر باتجاه المنطقة الموجبة على بدأ سيطرة عمليات الشراء و التوجه نحو الصعود⁵¹.

الشكل رقم (3-72): مؤشر معدل التغير -ROC- Rate of change



Source : www.abcbourse.com

⁴⁹ www.tickerchart.com.

⁵⁰ Béchu Thierry et Al « L'analyse Technique: Théories et méthodes » op.cit, p233.

⁵¹ www.tickerchart.com.

3.1.2.4 المتوسط المتحرك لمؤشر التذبذب Moving Average Oscillators

يستخدم اثنين من المتوسطات المتحركة لبناء مؤشر التذبذب بهدف الحصول على إشارات بيع وشراء، حيث يكون تقاطع المتوسط المتحرك الأقصر مدى من أعلى أو أسفل المتوسط المتحرك الأطول مدى إشارة شراء أو بيع، و يمكن تطبيق ذلك عن طريق تحديد الفرق بين المتوسطين المتحركين على رسم بياني مؤلف من مستطيلات، و يظهر في هذا الشكل قيم سالبة و موجبة حول الخط الصفري؛ و لحساب المتوسط المتحرك لمؤشر التذبذب يتم استخدام المعادلة التالية⁵²:

$$MAO = \frac{MMt(xjour)}{MMt(yjour)} \dots \dots \dots (3-5)$$

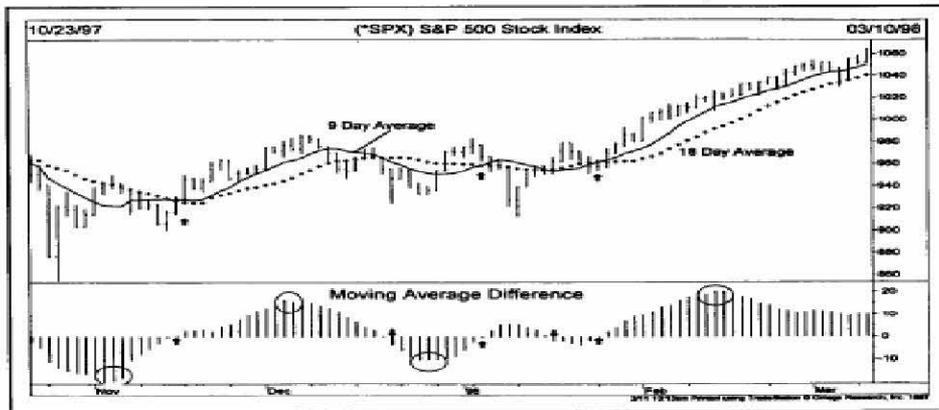
حيث أن:

MMt : المتوسط المتحرك.

x و y : عدد الأيام حيث أن $x < y$.

و يتم استخدام هذا النوع من مؤشرات التذبذب في تحديد الأماكن التي ينحرف فيها السعر، و تحديد الفرق بين اتجاه السعر الطويل المدى والقصر المدى وذلك عندما يتعد المتوسط المتحرك الأقصر مدى كثيرا فوق أو تحت المتوسط المتحرك الأطول مدى، بالإضافة إلى تحديد الأماكن التي يتقاطع فيها المتوسطين المتحركين عندما يتقاطع مؤشر التذبذب مع الخط الصفري له. و سواء تقاطع منحنى المتوسط المتحرك الأقصر مدى من أعلى أو أسفل مع منحنى المتحرك الأطول مدى فإن الأول يتذبذب حول الأخير، وبالتالي يعمل المتوسط المتحرك الأطول مدى عمل الخط الصفري في مؤشر التذبذب، أي أنه إذا كان منحنى المتوسط المتحرك الأقصر يقع أعلى المتوسط المتحرك الأطول مدى تكون هذه إشارة إيجابية وبالعكس⁵³.

الشكل رقم (3-73): مؤشر تذبذب يتكون من متوسطين متحركين



Source: John .J. Murphy . op.cit, p 235

و عندما يتعد منحنى المتوسط المتحرك كثيرا عن بعضهما البعض يكون السوق قد وصل إلى مرحلة الذروة الأمر الذي يعني بأنه قد حانت فترة التوقف المؤقتة في الاتجاه، وغالبا ما يبقى اتجاه السعر مستقرا حيث يعود

⁵² Béchu Thiery et Al . op.cit, p235.

⁵³ John .J. Murphy . op.cit, pp 234 – 235.

منحنى المتوسط المتحرك الأقصر مرة أخرى متجهًا إلى منحنى المتوسط المتحرك الأطول، وعندما يقترب منه يكون السوق قد وصل إلى نقطة حاسمة، فإذا كان الاتجاه تصاعديًا يقترب منحنى المتوسط المتحرك الأقصر من المنحنى الأطول ولكنه يرتد عنه مرة أخرى ممتعنا عن التقاطع معه، وبالتالي تكون هذه منطقة شراء مثالية، حيث يكون التوقع الأغلب هو مواصلة السعر للاتجاه التصاعدي، أما إذا تقاطع منحنى المتوسط المتحرك الأقصر للأسفل مع المنحنى الآخر تكون هذه إشارة بانعكاس اتجاه السعر. وفي الاتجاه التنازلي عادة ما يكون ارتفاع منحنى المتوسط المتحرك الأقصر تجاه المنحنى الآخر للأعلى منطقة مثالية للبيع إلا إذا تقاطع معه، حيث يكون التقاطع إشارة بانعكاس اتجاه السعر وعليه يمكن استخدام اثنين من المتوسطات المتحركة - ليس لتتبع اتجاه السعر - لتحديد مناطق ذروة البيع والشراء على المدى القصير⁵⁴.

2.2.4 مؤشر القناة للسلع (CCI) Commodity Channel Index

يعتبر مؤشر قناة السلع من أخطر المؤشرات وأكثرها دقة؛ و عدا عن كونه مؤشرا يستخدم في أسواق السلع فإنه يستعمل أيضا في أسواق الأسهم، حيث يتم استخدامه لتحديد نقاط الدخول والخروج من أي سهم، فهو مؤشر يؤكد فيما إذا كان سعر السهم مغالي فيه (مقيم بأكبر من قيمته) أو مقيم بأقل من قيمته. ويعود الفضل إلى **Donald R.Lambert** في اكتشاف هذا المؤشر حيث قام بمقارنة السعر الحالي بالمتوسط المتحرك خلال فترة زمنية محددة (عادة ما تكون 20 يوم) ثم قام بجعل قيم مؤشر التذبذب طبيعية أكثر وذلك عن طريق استخدام مقسوم عليه معتمدا على انحراف بسيط في المؤشر، و نتيجة لذلك يكون تذبذب مؤشر التذبذب محصورا ما بين 100+ بالأعلى و -100 بالأسفل. و قد أوصى **Lambert** بالدخول شراء عند ارتفاع قيمة المؤشر إلى ما فوق 100+ (ذروة الشراء) و الدخول بائعا عند انخفاضه إلى ما دون -100 (ذروة بيع)⁵⁵. ويمكن حساب مؤشر القناة للسلع بالمعادلة التالية⁵⁶:

$$CCI = \frac{M - \bar{M}}{0.015D} \dots\dots\dots(3 - 6)$$

avec :

$$M = \frac{H + L + C}{3}$$

$$D = \frac{1}{n} \times \sum_{i=1}^n |M_i - M|$$

حيث أن:

H : أعلى سعر خلال الفترة.

L : أدنى سعر خلال الفترة.

C : سعر الإغلاق خلال الفترة.

M : المتوسط المتحرك لـ يوم.

⁵⁴ Ibid, pp 235 -236.

⁵⁵ Vizzavona Patrice . op.cit, p465.

⁵⁶ Béchou Thierry et Al . op.cit, p240.

D : الانحراف المعياري مقارنة بالمتوسط.

أما التمثيل البياني لمؤشر قناة السلع فيظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-74): مؤشر القناة للسلع



Source : www.Stockcharts.com

3.2.4 مؤشر القوة النسبية (RSI) The relative Strength index

تفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب في أسعارها فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط، و يطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم التي تتسم بأسعارها بقوة نسبية و هي أسهم عادة ما يتولد عنها عائد متميز⁵⁷. و قد قام **J.Welles Wilder** بتطوير مؤشر (RSI) و قدمه في كتابه الصادر عام 1978 بعنوان المفاهيم الجديدة في أنظمة التداول الفني. ويتم استخدام مؤشر (RSI) لكي يكشف عن حالة السوق أو السهم وما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها **Overbought** أو مرحلة بيع مغالي فيها **Oversold**، فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالي فيها فإن ذلك يشير إلى امتلاك عدد كبير من المستثمرين لحصص من الأسهم ومن ثم من المتوقع أن ينخفض السوق عندما يقوم بعض المستثمرين ببيع ما لديهم من أسهم بغرض تحقيق ربح. أما إذا كان السوق يمر بمرحلة بيع مغالي فيها فمعنى ذلك أن عدد قليل من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم ومن ثم من المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين لشراء أسهم و هو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم مستقبلاً. و يتم حساب مؤشر القوة النسبية للسوق أو للسهم وفق المعادلة التالية⁵⁸:

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS} \dots \dots \dots (3-7)$$

avec :

$$RS = \frac{\text{Average of } x \text{ day's up closes}}{\text{Average of } x \text{ day's down closes}} \dots \dots \dots (3-8)$$

و يتم استخدام 14 يوم في المعادلة رقم (3-7) و 14 أسبوع للرسم البياني؛ و للحصول على القيمة المتوسطة لارتفاع السعر يتم إضافة عدد النقاط الإجمالية التي ارتفع بها السعر خلال 14 يوما السابقة و قسمتها على رقم

⁵⁷ الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" مرجع سابق، ص 444.

⁵⁸ Béchu Thierry et Al . op.cit, p 241.

14 يوما السابقة. وللحصول على القيمة المتوسطة للانخفاض تتم إضافة عدد النقاط الإجمالية التي انخفض بها السعر خلال 14 يوما السابقة وقسمتها على الرقم 14، و بعد ذلك يتم تحديد قيمة القوة النسبية عن طريق قسمة القيمة المتوسطة للارتفاع على القيمة المتوسطة للانخفاض ثم يتم إدخال قيمة القوة النسبية عن طريق قسمة القيمة المتوسطة للارتفاع على القيمة المتوسطة للانخفاض ثم يتم إدخال القوة النسبية في المعادلة الخاصة بمؤشر القوة النسبية و يمكن تغيير عدد الأيام عن طريق تغيير العدد x في المعادلة رقم (3-8)⁵⁹.

و يتم تحديد قيم مؤشر القوة النسبية في رسم بياني مدها ما بين الصفر والمائة (الشكل رقم 3-75) فعند وصول هذه النسبة إلى ما فوق مستوى 70 يكون السوق قد وصل إلى ذروة الشراء، بينما يصل إلى ذروة البيع عند انخفاضه إلى ما دون مستوى 30، و نظرا للتغير الذي يحدث في السوق الصاعد و الهابط عادة ما يكون مستوى 80 دلالة على وصول السوق إلى ذروة الشراء في السوق الصاعد، بينما يكون مستوى 20 دلالة على وصول السوق إلى ذروة البيع في السوق الهابط، كما يمكن تحديد إشارات البيع والشراء من خلال ملاحظة مدى الانفراج أو التباعد بين مؤشر القوة النسبية و السهم ففي حالة ارتفاع مؤشر القوة النسبية أثناء انخفاض سعر السهم فيشير ذلك إلى احتمال اتخاذ سعر السهم اتجاهها معاكسا و التوجه نحو الارتفاع . و يعتبر المستوى 50 هو النقطة الوسطى في مؤشر القوة النسبية ويعمل كمستوى دعم عند التراجع و مستوى مقاومة عند الارتداد، و يتعامل بعض المستثمرين مع تقاطع مؤشر القوة النسبية مع المستوى 50 للأعلى والأسفل كإشارات للشراء و البيع على التوالي. وتحدث التذبذبات الخاطئة كما سماها " ويلدر" عندما يكون هذا المؤشر فوق 70 و أقل من 30 و تحدث القمة الخاطئة عندما تفشل القمة في مؤشر القمة النسبية (فوق مستوى 70) في أن تكون أعلى من القمة السابقة في الاتجاه الصاعد و يلي ذلك كسر الاتجاه التنازلي للقاع السابق، ويحدث القاع الخاطئ عندما يكون مؤشر القوة النسبية في اتجاه تنازلي (تحت مستوى 30) ويفشل في الوصول إلى مستوى منخفض جديد و تتكون بعدها قمة أعلى من القمة السابقة⁶⁰.

الشكل رقم (3-75): مؤشر القوة النسبية لـ 14 يوم



Source : www.Stockcharts.com

⁵⁹ Gounant Hervé . op.cit, p146.

⁶⁰ John .J. Murphy . op.cit, pp 242 -245 .

وإذا كان المستثمر يرغب في الحصول على تذبذبات أوضح من مؤشر التذبذب فيمكنه تقليل الفترة الزمنية (المدى القصير) التي يحسب بها قيمة مؤشر القوة النسبية، كما يمكن استخدام فترة زمنية أطول لحساب قيمة مؤشر القوة النسبية لتصبح أكثر سلاسة و لتجنب الإشارات الخاطئة.

4.2.4 مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic – OSC-% D, % K

قام **George Lane** بتبسيط وتطوير مؤشر Stochastic وهو مؤشر محصور ما بين الصفر والمائة، ويعتمد على فكرة ملاحظة أن سعر الإغلاق يقترب من الحد العلوي لنطاق التداول كلما ارتفع السعر للأعلى وعلى العكس من ذلك تقترب أسعار الإغلاق من الحد السفلي من نطاق السعر كلما انخفضت الأسعار للأسفل⁶¹. كما يعرف هذا المؤشر على أنه⁶² "مؤشر حركي يوضع لقياس حالة التشبع في البيع وحالة التشبع في الشراء ومقارنة سعر الإغلاق للسهم مع أعلى أو أدنى مستويات للسعر خلال فترة زمنية معينة، وعندما يقترب سعر الإغلاق من أعلى سعر يكون دليل على وجود ضغط شراء وعندما يقترب من أقل قيمة يكون دليل على وجود بيع". و في هذا المؤشر يتم استخدام خطين يسميان بـ%D و %K ويعتبر الخط الثاني هو الأكثر أهمية فهو يعطي إشارات أساسية للتحويل في السوق. و الهدف من استخدام هذا المؤشر هو تحديد الأماكن التي تكون فيها العلاقة بين أسعار الإغلاق وبين نطاق تداول السعر لفترة زمنية محددة، و تعتبر الفترة الزمنية الأكثر شيوعا في حساب هذا المؤشر هي 14 (يوم أو أسبوع أو شهر) ولتحديد الخط %K والذي يعتبر الأكثر حساسية بين الخطين يتم استخدام المعادلة التالية⁶³:

$$\%K_{(x\text{jours})} = 100 \times \frac{[(C - L_{14})]}{[(H_{14} - L_{14})]} \dots \dots \dots (3-9)$$

حيث أن:

C: آخر إغلاق للسعر.

L₁₄: أدنى سعر سجله السعر خلال 14 وحدة زمنية.

H₁₄: أعلى سعر سجله السعر خلال نفس الفترة الزمنية (يمكن أن تكون يوما أو أسبوعا أو شهرا) .

و تقيس هذه المعادلة (على أساس نسبة مئوية تتراوح بين 0 و 100) الأماكن التي تكون فيها العلاقة بين أسعار الإغلاق و بين نطاق تداول السعر خلال فترة زمنية محددة، إذا جاءت نتيجة هذه المعادلة مرتفعة جدا (فوق مستوى 80) ستدل على أن سعر الإغلاق قريب من الحد العلوي لنطاق التداول، أما إذا جاءت منخفضة جدا (تحت مستوى 20) ستدل على أن سعر الإغلاق أقرب إلى الحد السفلي من نطاق التداول.

أما الخط الثاني %D فيمثل المتوسط المتحرك للخط %K و ذلك في فترة زمنية مقدارها 3

وحدات (أيام، أسابيع أو أشهر)، و ينتج عن هذه المعادلة نسخة تسمى بـ الأستوكاستيك السريع، وعن طريق حساب المتوسط المتحرك للخط %D في فترة مقدارها 3 وحدات ينتج حساب نسخة أخرى تسمى

⁶¹ Gounant Hervé . op.cit, p154.

⁶² www.arabstockinfo.com.

⁶³ John .J. Murphy . op.cit, p246.

بـ "الأسطوكاستيك" البطيء، و يستخدم أغلب المستثمرين الأسطوكاستيك البطيء لأنه يعطي إشارات يمكن الاعتماد عليها أكثر، و ينتج عن هاتين المعادلتين منحنيين خطيين يتذبذبان بين الصفر والمائة، حيث يعتبر الخط %K هو الأسرع بينما يعتبر الخط %D هو الأكثر بطئا، و تتمثل الإشارة التي لا بد من ترقبها في تباعد الخط %D عن السعر الحالي للسوق في حالة إذا كان هذا الخط في منطقة ذروة البيع أو ذروة الشراء وتتمثل مستويات الذروة التي تصل إليها السوق على كلا من الجانبين عند مستوى 80 ومستوى 20⁶⁴.

الشكل رقم (3-76): مؤشرات الأسطوكاستيك Stochastic – OSC-% D,% K



Source : www.Stockcharts.com

من خلال الشكل رقم (3-76) تظهر إشارات الشراء عندما يتقاطع المنحنى K الأسرع مع المنحنى D الأبطأ وذلك فوق مستوى 80 ، أما إشارات البيع فتظهر عندما يتقاطع منحنى K مع منحنى D وذلك تحت مستوى 20. ويحدث التباعد ذو الدلالة التنافسية للسعر عندما يكون الخط %D فوق مستوى 80 أما التباعد ذو الدلالة التصاعدية للسعر فيحدث عندما يكون الخط %D دون مستوى 20 .

5.2.4 مؤشر لاري وويليامز %R Larry Williams

يعتمد مؤشر Larry Williams على نفس مبدأ قياس العلاقة بين أسعار الإغلاق ونطاق تداول السعر خلال عدد محدد من الأيام؛ لتطبيق ذلك يتم طرح سعر إغلاق اليوم من الحد العلوي لنطاق تداول السعر خلال عدد محدد من الأيام ثم يتم قسمة الحاصل على نطاق السعر الإجمالي لنفس الفترة الزمنية، ويمكن تطبيق نفس المفاهيم الأساسية على %R والتي تطبق على مؤشر Oscillateurs. و يتم حساب معامل %R كما يلي⁶⁵:

$$\text{مؤشر لاري وويليامز \%R} = \frac{\text{أعلى سعر مسجل خلال الفترة الزمنية} - \text{سعر إقفال اليوم}}{\text{أعلى سعر} - \text{أدنى سعر مسجل خلال نفس الفترة الزمنية}} \times 100$$

و يمكن إظهار مؤشر لاري وليمز بيانيا كما يلي:

⁶⁴ Béchu Thierry et Al . op.cit, p p 249-251.

- Ceaux-Duthéil Stéphane . op.cit, p 159.

⁶⁵ Amat Oriol et Puig Xavier . op.cit, p108.

الشكل رقم (3-77): مؤشر لاري ويليامز Larry Williams R%



Source : www.Stockcharts.com

ويتم استخدام مؤشر التذبذب لاري ويليامز بنفس الطريقة التي يتم بها استخدام مؤشرات التذبذب الأخرى حيث تظهر إشارة الشراء عندما تفوق قيمة المؤشر مستوى 80، بينما تظهر إشارة البيع عندما تكون قيمة المؤشر أقل من مستوى 20⁶⁶.

6.2.4 تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (MACD)

قام Gerald Appel بتطوير المؤشر والذي يتكون من خطين فقط، و لكن يتم استخدام ثلاثة خطوط لحساب هذا المؤشر و يرجع سبب ذلك إلى أن خط " الماكد" نفسه (و الذي يعتبر الخط الأسرع) ما هو إلا نتيجة الفرق بين اثنين من المتوسطات المتحركة لأسعار الإغلاق (الخاصة بآخر 12 أو 26 يوم)، أما الخط الثاني وهو الأبطأ (يسمى بالخط الفردي) فيستخدم متوسط " الماكد" لـ 9 أيام⁶⁷.

الشكل رقم (3-78): تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) (MACD)



Source : www.Stockcharts.com

وتظهر إشارات البيع أو الشراء عندما يتقاطع خطي الماكد، فإذا تقاطع الخط الأسرع من الأسفل للأعلى مع الخط البطيء تكون هذه إشارة شراء، و بالعكس إذا تقاطع الخط الأسرع من الأعلى للأسفل مع الخط البطيء تكون هذه إشارة بيع، كما تتذبذب قيم " الماكد" على جانبي الخط الصفري له، ويشير هذا

⁶⁶ Ibid, p108.

⁶⁷ www.Stockcharts.com.

المؤشر إلى ذروة الشراء عندما يكون أعلى المستوى الصفري بمسافة كبيرة، بينما يشير إلى ذروة البيع عندما يكون أدنى المستوى الصفري بمسافة كبيرة، كما يعتبر تقاطع هذا المؤشر مع الخط الصفري للأعلى والأسفل طريقة أخرى للحصول على إشارات الشراء و البيع على التوالي (الشكل رقم 79-3) ⁶⁸.

الشكل رقم (79-3): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال الماكد



Source : www.Stockcharts.com

7.2.4 الرسم البياني النسيجي للماكد MACD Histogram

قدمه Thomas Aspray في سنة 1986 حيث قام بتحويل خطوط الماكد إلى رسم أنسجة بيانية بنفس الطريقة التي يتم بها تحويل الفرق بين المتوسطات المتحركة إلى رسم بياني نسيجي (أو ما يسمى برسم المستطيلات البياني)، و يتكون الرسم النسيجي للماكد من عدد من الأعمدة التي تظهر الفرق بين خطوط مؤشر الماكد و يحتوي هذا الرسم على خط صفري خاص به. فعندما تتجاوز خطوط الماكد إلى المنطقة الإيجابية يكون الرسم النسيجي فوق المستوى الصفري و يتزامن تقاطع الرسم البياني إلى الأعلى وإلى الأسفل مع الخط الصفري مع ظهور إشارات الشراء و البيع، ويتم تحديد القيمة الحقيقية للرسم النسيجي عندما يتسع أو يضيق الفرق بين خطي المؤشر، و عندما تكون هذه القيمة أعلى من الخط الصفري و متجهة للأسفل تكون هذه إشارة بضعف الاتجاه التصاعدي، وعلى العكس تظهر إشارة ضعف الاتجاه التنازلي عندما تكون القيمة تحت المستوى الصفري متجهة للأعلى. وعلى الرغم من أن إشارة البيع أو الشراء الحقيقية لا تظهر إلا بتقاطع الرسم البياني النسيجي مع الخط الصفري إلا أن تحول اتجاهه قبل التقاطع مع الخط الصفري يكون دلالة على فقدان اتجاه السعر لزخم التداول. و عادة ما يكون اتجاه الرسم البياني تجاه الخط الصفري إشارة تحذيرية تسبق إشارة البيع أو الشراء الحقيقية. و تستخدم إشارة تحول اتجاه الرسم البياني تجاه الخط الصفري إشارة تحذيرية تسبق إشارة الموجودة و من الخطر جدا استخدام هذا التحول في اتجاه السعر البياني كإشارة للدخول في صفقات جديدة تعاكس الاتجاه العام للسوق (الشكل رقم 78-3 و الشكل رقم 80-3) ⁶⁹.

⁶⁸ John .J. Murphy . op.cit, p253.

⁶⁹ Ibid, p255.

الشكل رقم (3-80): الرسم البياني النسيجي للماكد MACD Histogram

Source : www.Stockcharts.com

3.4 مؤشرات تعتمد على حجم التنفيذ

تعدد المؤشرات التي تعتمد على حجم التنفيذ و نجد منها:

1.3.4 مؤشر تدفق الأموال (MFI) Money Flow Index

قدم هذا المؤشر كل من Gene Quong و Avrum Soudack ، و يطابق هذا المؤشر مؤشر القوة النسبية في كل من أسلوب التفسير و التحليل و طريقة الاحساب إلا أنه يتميز بكونه يعطي وزنا مرجحا لتدفقات الأموال أو قيمة التداول، و لهذا يعتبر مؤشر جيد لقياس قوة تدفق الأموال الداخلة والخارجة على الورقة المالية. ويعمل هذا المؤشر على مقارنة تدفقات الأموال الموجبة (قيمة التداول على الأسعار المرتفعة) مع تدفقات الأموال السالبة (قيمة التداول على الأسعار المنخفضة) و هذا بدوره يعطي المؤشر القدرة على بيان مدى قوة أو ضعف الاتجاه السائد للسعر، وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين الصفر و المائة (0 و 100) ، كما يتم الاعتماد على استخدام الفترة الزمنية المقدرة بـ 14 يوم لاحتساب هذا المؤشر.

و عادة ما يكون مستوى 80 دلالة على وصول السوق إلى ذروة الشراء في السوق الصاعد، بينما يكون مستوى 20 دلالة على وصول السوق إلى ذروة البيع في السوق الهابط، وكلما ارتفعت نسبة الأموال - نسبة تدفقات الأموال الموجبة إلى الأموال السالبة- ارتفعت قيمة مؤشر تدفق الأموال والعكس صحيح. ويعتبر ارتفاع أو ارتداد المؤشر عن مستوى 20 إشارة على اتجاه صعودي محتمل، في حين يدل انخفاض أو ارتداد المؤشر عن مستوى 80 على إشارة مبكرة لاتجاه نزولي محتمل. كما يمكن تحديد إشارات البيع والشراء من خلال ملاحظة وتبع مدى الانفراج أو التباعد بين مؤشر تدفق الأموال و سعر السهم⁷⁰.

⁷⁰ www.tickerchart.com.

الشكل رقم (3-81): مؤشر تدفق الأموال (MFI) Money Flow Index

Source : www.Stockcharts.com

2.3.4 مؤشر توازن الحجم (OBV) On Balance Volume

يعتبر مؤشر توازن الحجم أحد أول و أشهر المؤشرات الفنية القيادية المستخدمة لقياس تدفق أحجام التداول الموجبة و السالبة و قد قدمه Joe Granville في كتابه الصادر عام 1963 بعنوان "Granville's New Key to Stock Market Profits"⁷¹ ، و يقوم مفهوم هذا المؤشر على افتراض أن التغير في حجم التداول يسبق عادة التغير في اتجاه سعر الورقة المالية، كما يتسم هذا المؤشر في بساطته حيث يتم احتسابه من خلال إضافة مجموع حجم التداول للفترات التي ارتفع سعر الورقة المالية ضمن نطاق زمني معين وطرح مجموع حجم التداول للفترات التي انخفض خلالها سعر الورقة المالية ضمن نفس النطاق الزمني و عليه فإن القيمة التراكمية لرصيد الإضافات (+) و الاقتطاعات (-) بشكل ما يعرف بخط توازن الحجم OBV Line والذي يتم مقارنته مع سعر الورقة المالية بهدف التوصل إلى قراءة فنية معينة.

و تكمن أهمية هذا المؤشر في قدرته على التنبؤ بتحركات سعر السهم استنادا على تحركات أو اتجاه خط توازن الحجم، حيث يدل اتخاذ هذا المؤشر منحى الارتفاع على تصاعد أحجام التداول خلال الأيام التي ارتفع فيها سعر السهم و بالتالي اشتداد حجم الطلب عليها و في حالة حدوث ذلك بالتزامن مع توجه سعر الورقة المالية نحو الارتفاع فيمكن اعتماد دور المؤشر كدليل تعزيز أو تأكيد للاتجاه الصعودي، أما في حالة ارتفاع سعر الورقة المالية أثناء توجه هذا المؤشر نحو الانخفاض فيدل ذلك على اتساع مدى الانفراج بين سعر السهم وخط توازن الحجم، و عليه يشير ذلك إلى ضعف الاتجاه التصاعدي (انخفاض حدة الطلب) واحتمال تعرض الورقة المالية إلى موجة من ضغوطات البيع (أي تعتبر إشارة تحذيرية)⁷².

⁷¹ www.Stockcharts.com.⁷² Idem.

الشكل رقم (3-82): مؤشر توازن الحجم (OBV)



Source : www.Stockcharts.com

3.3.4 مؤشر التوقف و الانعكاس (Parabolic SAR)

طور هذا المؤشر **Welles Wilder** وهو يستعمل لتتبع سعر السهم وتحديد نقاط التوقف والانعكاس سواء للمراكز الطويلة (شراء) أو المراكز القصيرة (بيع)، حيث يتم استخدام هذا المؤشر عادة في تحديد نقاط التوقف أكثر منه استخداما في تحديد المسار أو اتجاه السعر⁷³. وينصح Wilder أولا بتأسيس المسار (الاتجاه) ثم المضاربة باستخدام هذا المؤشر باتجاه المسار. فمثلا إذا كان الاتجاه صاعدا فينصح بالشراء إذا تحرك المؤشر أسفل السعر، أما إذا كان الاتجاه هابطا فإن البيع يتأكد عندما يتحرك المؤشر فوق السعر. باختصار عندما يقطع مؤشر SAR أعلى السعر نزولا فعندها تكون إشارة شراء والعكس يحدث عندما يقطع مؤشر SAR أسفل السعر صعودا فإن إشارة البيع هي التي تظهر. وتتأكد إشارات هذا المؤشر في فترة الاتجاه القوي (سواء صاعد أو هابط) ويتم استخدام هذا المؤشر مع مؤشر ADX للتأكد من قوة الميلان يعطي نتائج جيدة⁷⁴.

الشكل رقم (3-83): مؤشر التوقف و الانعكاس (Parabolic SAR)



Source : www.Stockcharts.com

⁷³ Ceaux-Dutheil Stéphane . op.cit, p p 149-150.

⁷⁴ مقال بعنوان "شرح المؤشرات الفنية" الجزء الثاني، على موقع الإنترنت www.sall.com

4.3.4 مؤشر المتوسط الإتجاهي (ADX) Average Directional Index

لهذا المؤشر استخدامه الخاص فهو مفيد جدا في تأكيد صلاحية استخدام المتوسطات المتحركة واعتماد إشارتها للبيع أو الشراء في وقت معين أو تأكيد عدم صلاحيتها، ابتكر هذا المؤشر Welles Wilder و هو نفسه مطور مؤشر القوة النسبية و مؤشر التوقف و الانعكاس⁷⁵. و تكمن الوظيفة الرئيسية لمؤشر المتوسط الإتجاهي في تحديد ما إذا كانت المضاربة ينبغي أن تعتمد على أدوات تابعة للإتجاه أو أدوات غير معتمدة على الإتجاه . ويتكون هذا المؤشر من ثلاثة خطوط، خط AD+ و خط AD، وخط المؤشر ADX نفسه -عادة أسود-، فعندما يكون خط ADX أقل من 20 فهو يشير إلى الافتقار إلى إتجاه واضح و من ثم ينبغي استخدام الأدوات المعتمدة على الإتجاه -كالمتوسطات المتحركة- حيث أنها سوف تعطي إشارات بيع و شراء خاطئة، أما عندما يرتفع خط ADX فوق مستوى 20 فإن الوقت قد حان لاستخدام أدوات و أنظمة التحليل المعتمدة على الإتجاه كالمتوسطات المتحركة، و عندما يصل مؤشر ADX إلى 40 فهي إشارة تحذير على أن السهم أصبح في حالة تجميع أو شراء زائدة، و عندما يحقق ADX قمة أعلى من مستوى 40 فإنه الوقت الأمثل لجني الأرباح. و تتحقق إشارة الشراء عندما يقطع خط AD+ صعودا مع خط AD-، و يستحسن تجاهل تقاطع خط AD+ للخط AD- إذا كان التقاطع لأعلى ولأسفل بشكل متتابع و سريع، بعد عملية التقاطع بين الخطين يتم تتبع خط ADX فإذا قطع القيمة 20 فإنها إشارة قوية جدا على إتجاه جديد، أما إشارة البيع فهي العكس من ذلك⁷⁶.

الشكل رقم (3-84): مؤشر المتوسط الإتجاهي Average Directional Index



Source: www.tickerchart.com

⁷⁵ Vizzavona Patrice . op.cit, p 470.

⁷⁶ شرح المؤشرات الفنية الجزء الثاني على موقع الأنترنت www.sall.com

المبحث الخامس: نظرية الموجات⁷⁷ لايوت

اكتسبت مبادئ موجات اليوت منذ أن وضعت على يد Ralph Nelson Elliott عام 1930 قبولاً واسعاً بوصفها أداة تنبؤ من جهة و أداة تحليل سوقية من جهة أخرى، و تعد النظرية بمثابة وصف دقيق لآلية تشكل السلوك الجماعي أي سلوك المضاربين (البائعين والمشتريين)، وتظهر كيفية انتقال سيكولوجيا الجمهور (المضاربين) من حالة التشاؤم إلى حالة التفاؤل ثم العودة، أي الانتقال من حالة التفاؤل إلى حالة التشاؤم و ذلك في سياق دورة طبيعية تخلق نماذج حركة محددة قابلة للقياس، فمن خلال هذه النظرية يتم رصد التغير في سلوك المضاربين من خلال التغير في أشكال الحركة السعرية على الرسم البياني، و وفقاً لبيانات أسعار الأسهم التاريخية تمكن إايوت من تمييز مجموعة من النماذج للحركة أو للموجات السعرية المتكررة في السوق المالي.

و يؤمن مبدأ الموجات بأن كل حركة في السوق تكون ناتجة عن معلومات لها معنى مهم و في نفس الوقت تنتج معلومات مهمة؛ فكل عملية تدخل في صناعة السوق و تنتقل معلوماتها للمستثمرين الآخرين مما يجعلها جزءاً من السلسلة التي تؤثر في سلوك المستثمرين الآخرين، هذه الحلقة من المعلومات تحكمها الطبيعة الإنسانية، وبما أن هناك طبيعة إنسانية محددة فإن هذه العملية ستصدر أنماطاً مميزة، وبما أن هذه الأنماط تتكرر فإن معرفتها قيمة كبيرة في التوقع المستقبلي⁷⁸.

كما قام إايوت بتسمية و تعريف و شرح موجات الحركة السعرية و كيفية ارتباط الموجات مع بعضها البعض لتكون موجة أكبر في نفس الهيكل الذي تنتمي إليه ثم كيفية ارتباط تلك الموجات الأكبر حجماً مع بعضها لتكون موجة أكبر حجماً وهكذا، و مرة بعدة مرة يتكرر تكوين نماذج الموجات الأكبر حجماً من حاصل تجميع نماذج الموجات الأصغر حجماً. و عليه يمكن وصف مبادئ موجات اليوت على أنها دليل لنماذج موجات الحركة السعرية يحدد أين يمكن أن تتشكل تلك الأمواج و كيفية تشكلها في المسار الكلي لحركة الأسواق⁷⁹.

و في عام 1938 نشر " تشارلز كوليتز" أول دراسة بعنوان wave principle أو قاعدة الموجات أو قاعدة الموجة السعرية و ذلك اعتماداً على البحث الأصلي الذي قدمه مؤسس هذه القاعدة Ralph Nelson Elliott (1871-1948)، وكان Elliott شديد التأثير بنظرية Dow و التي تشترك خصائصها مع تلك الخصائص بـ " قاعدة الموجة السعرية" ، و في عام 1946 و قبل وفاته بعامين فقط كتب إايوت كتاباً عن قاعدة الموجة السعرية بعنوان " قانون الطبيعة - سر العالم " Natures Law-The Secret of the Universe .

و كان من الممكن لأفكار Elliott أن تتلاشى من الذاكرة إن لم يقرر Hamilton Bolton في عام 1953 نشر ملحق موجة اليوت السعرية مع محلل الائتمان البنكي والذي استمر في إصدارها سنوياً لمدة 14 عام حتى وفاته عام 1967.

⁷⁷ تعرف الموجات على أنها أنماط ذات حركات اتجاهية، وبتحديد أكثر الموجة هي أي من تلك الحركات النمطية التي تحدث بشكل طبيعي تحت نظرية الموجات .

⁷⁸ <http://www.forexpros.ae/forums/forum59/thread6377.html>

⁷⁹ www.forex.com.sa

و في عام 1978 تعاون كل من A.J.Frost و Robert Prechter في تأليف كتاب The Elliott Waves Principle ، و في عام 1980 نشر " بريشتر كتاب بعنوان " جامع أعمال اليوت"⁸⁰ .
و لبناء نظرية الموجات اعتمد اليوت على أعمال كل من Leonardo Fibonacci و شارل داو فكل واحد منهما كان له تأثير بالغ على مبادئ نظريات الموجات لـ Elliott ، فقد قدم له داو سيكولوجيات حدوث التغيرات السعرية في البورصة، أما فابوناتشي فقد قدم له سلسلة أرقام فابوناتشي والنسبة الذهبية⁸¹ .

1.5 أساسيات موجة اليوت السعرية

تتضمن نظرية Elliott ثلاثة أوجه متفاوتة الأهمية وهي: تكون الموجة، النسب الموجودة بين مختلف التغيرات، والزمن الفاصل بين التحركات. و يعتبر تكون موجة السعر أهم عنصر في هذه النظرية أما تحليل النسبة فتكمن أهميته في تحديد النقاط التصحيحية و أهداف السعر و ذلك عن طريق قياس العلاقة بين موجات السعر المختلفة، أما العلاقات الزمنية فيمكن استخدامها للتأكد من صحة نماذج الموجات السعرية و نسبها. ولقد بدأ Elliott بحوثه في سلوك و أنماط الخرائط من إيمانه أنه ليس للعشوائية مكان في هذا العالم فحسبه أن سوق الأسهم يسير على إيقاع تكراري وفق موجات ذات نسق معين و بشكل متكرر، حيث يخضع السوق إلى دورات و يتطور طبقاً لموجات فإذا اتجه السوق إلى الارتفاع فمراحل الارتفاع المتتالية تعقبها مراحل تصحيحية منخفضة، فمختلف التغيرات من ارتفاع و انخفاض يمكن جمعها في شكل موجات (تأثير داو). فمن الواضح اقتناع Elliott بمواصلته في السير على خطى نظرية Dow ، كما يلاحظ تأثير البحر على كلا من Elliott و Dow في تكوين نظريتهما حيث يتضح ذلك من تشبيه Dow لاتجاهات السعر الأساسية والمتوسطة و الصغيرة بتيار المحيط و موجاته و تموجاته الصغيرة و في الوقت ذاته أشار Elliott في كتاباته إلى ظاهرة " المد و الجزر" وسمى نظريته بـ " قاعدة الموجة السعرية".

1.1.5 نماذج موجات اليوت

تقوم نظرية الموجات لـ Elliott على قانون الفعل و رد الفعل و هو قانون فيزيائي شهير (للعالم نيوتن) ينص على أن لكل فعل رد فعل له معاكس له في الاتجاه . فموجات اليوت تخدم إحدى وظيفتين : فعل (Action) أو رد فعل (Reaction) ، فالموجة إما أن تكون سبباً في تقدم الموجة الأكبر منها، أو سبباً في مقاطعة هذا التقدم. إن وظيفة كل موجة تحدد باتجاهها النسبي، فالموجات المندفعة هي التي تتحرك بنفس اتجاه الموجة الأكبر منها (بدرجة واحدة)، أما الموجات التصحيحية فهي تلك التي تتحرك في عكس هذا الاتجاه. وبالنسبة لـ Elliott فإن كل دورة السوق الكاملة تتكون من ثماني موجات رئيسية -عدد الموجات $3+5=8$ (أرقام فابوناتشي)- خمس موجات سعرية دافعة Impulsive تتبعها ثلاث موجات سعرية تصحيحية Corrective و تصحح بمقدار معين من هذه الموجة.

⁸⁰ Béchu Thiery et Al .op.cit, p276.

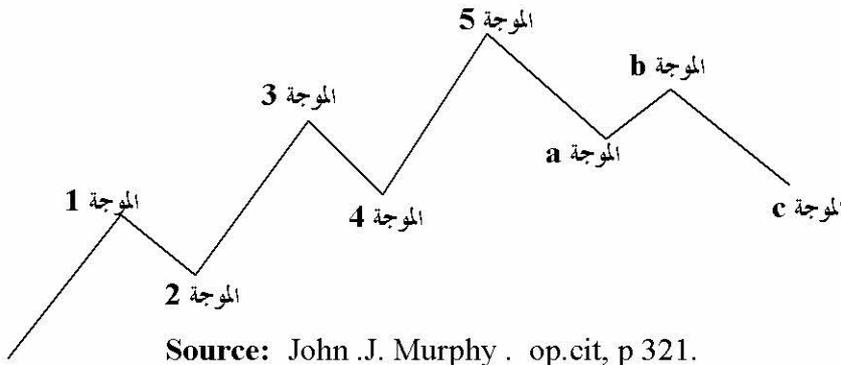
- John J. Murphy . op.cit, pp 319- 320.

⁸¹ Béchu Thiery et Al .op.cit., p283.

أ. **الموجات الدافعة:** و أطلق عليها هذا الاسم لأنها تقوم بتحفيز حركة النموذج و الدفع (تحدث فعل الدفع) في نفس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجما التي تحتويها أي الدرجة التالية الأكبر، وتتضمن الموجات الدافعة خمس موجات، وتعطى الترقيم 1، 2، 3، 4، 5، و هي التي تحدد الاتجاه العام للسوق سواء صعودا أو هبوطا، وتتضمن 3 موجات محفزة (الموجات الدافعة القاعدية) و هي الموجات رقم 1، 3، 5 و هي موجات تصاعدية تتوسطها موجتين تصحيحيتين و هما رقم 2 و 4 و اللتين تعاكسان الاتجاه التصاعدي وتسمى هاتين الموجتين بالموجات التصحيحية وذلك لأنهما مصححتان للموجتين 1 و 3، وبعد اكتمال الخمس موجات الأولى تبدأ الموجات التصحيحية الثلاثة في التكون (الشكل رقم 3-85) ⁸².

ب. **الموجات التصحيحية:** و أطلق عليها هذا الاسم لأنها تقوم بتصحيح حركة النموذج بعكس الاتجاه الذي تسير فيه الموجة الأكبر حجما التي تحتويها (فهي موجات ارتدادية وظيفتها رد فعل الدفع)، و تتكون من ثلاث موجات وتعرف بالأحرف a، b، c (الشكل رقم 3-85) ⁸³.

الشكل رقم (3-85): النموذج الأصلي لدورة حركة السعر



Source: John .J. Murphy . op.cit, p 321.

2.1.5 درجات الموجات

بالإضافة إلى النموذج الثابت الذي وضعه Elliott لموجات السعر المتنوعة فقد وجه اهتمامه أيضا إلى درجات اتجاه السعر المختلفة والتي تختلف درجات الموجات على حسب عامل الزمن، فالموجات التي تتكون خلال دقائق تجتمع لتكون موجة أكبر على مدى ساعات و التي تجتمع بدورها لتكون موجة أكبر على مدى أيام حتى يتم الوصول إلى الموجات التي تتكون على مدى عقود من الزمن. كما قام بتصنيف الموجات إلى تسع درجات مختلفة (حسب الأهمية) تتفاوت ما بين ما يسمى بـ Grand Supercycle و الذي يمتد لمائتي عام وما يسمى بـ Subminuette و الذي يغطي ساعات قليلة فقط.

و الجدول التالي يبين درجة كل موجة بناء على الزمن اللازم لتشكيلها.

⁸² Béchu Thiery et Al . op.cit, pp 282 – 284.

⁸³ Ibid, pp 282 – 284.

الجدول رقم (3-1): درجة الموجة بناء على الزمن اللازم لتشكيلها

| الدرجة | الإطار الزمني |
|------------------|--------------------------------------|
| Subminuette | من ساعات إلى أيام |
| Minuette | من أيام إلى أشهر |
| Minute | من أسابيع إلى أشهر |
| Minor | من أسابيع إلى أرباع (ربع سنة 3 أشهر) |
| Intermediate | من أشهر إلى أرباع |
| Primary | من أشهر إلى سنوات |
| Cycle | من أرباع إلى سنوات |
| Supercycle | سنوات |
| Grand Supercycle | عقود أو أكثر |

المصدر: العايدي نايف بن عبد الله "مقدمة في التحليل الموجي و موجات اليوت" مرجع سابق، ص 5.

وعند نهاية الدورة الكاملة وموجاتها الثمانية فإن دورة جديدة مشاهمة ستولد، وسيكون لها نفس التركيب الداخلي، خمسة ثم ثلاثة، ثم دورة ثالثة، تبدأ بخمسة، ومعها تكتمل الموجات الخمس من الحجم الكبير. والنتيجة هي كما يظهر في الشكل رقم (3-86)، منذ بداية الحركة وحتى القمة التي سميت (5). وعند القمة التي تشكلها الموجة الخامسة يبدأ الهبوط الذي يتكون الآن من الموجات الأكبر حجما، والذي سيتكون أيضا من 3 موجات. وهذه الموجات الثلاث الكبيرة (تصحح) كامل الحركة التصاعدية للموجات التي قبلها. والنتيجة ستكون أيضا دورة كاملة تتكون من 8 موجات، ولكنها أكبر من الدورة الكاملة التي كانت تتكون سابقا في مرحلة الصعود، وبالتالي تكون كل موجة مندفعة + الموجة التصحيحية التي تتبعها هي عبارة عن دورة كاملة من حجم أصغر. و عليه تنقسم كل موجة سعرية إلى عدد من الموجات السعرية التي تنتمي إلى درجة أقل و التي بدورها يمكن أن تنقسم إلى عدد من الموجات السعرية التي تنتمي إلى درجة أقل حتى من الثانية، و بالتالي يمكن القول أن كل موجة سعرية تعتبر جزءا من موجة أخرى تنتمي إلى درجة أعلى. و يوضح الشكل رقم (3-86) هذه العلاقات بين الدرجات المختلفة للموجات السعرية، حيث تم تقسيم الموجتين رقم [1]⁸⁴ و [2] إلى ثمان موجات سعرية أقل في الدرجة، ثم تم تقسيم الموجات الثمانية إلى 34 موجة أخرى أقل في الدرجة، و تعتبر الموجتين رقم [1] و [2] هما أكبر موجتين فقط بين أول خمس موجات أساسية أما الموجة الكبيرة التالية والتي تحمل الرقم [3] فلا تزال في طور التكوين و في الشكل رقم (3-87) تم تقسيم 34 موجة صغيرة التي تم رسمها في الشكل رقم (3-86) ونتج عن ذلك التقسيم 144 موجة سعرية⁸⁵.

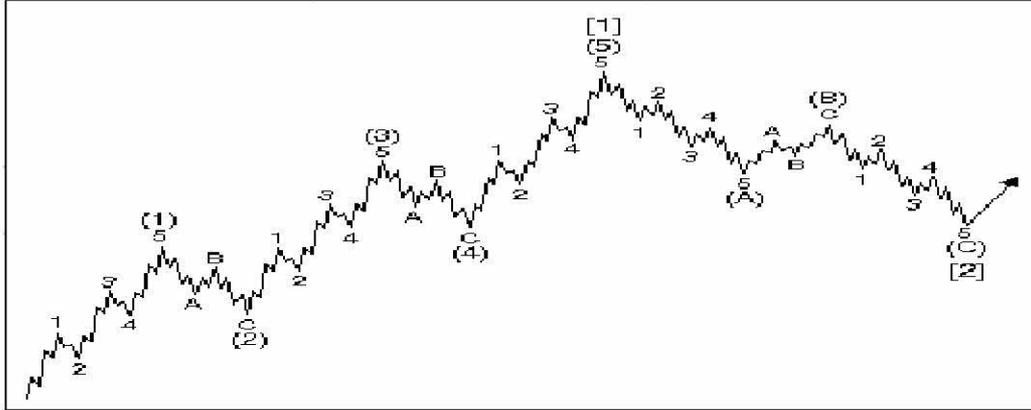
⁸⁴ - []: قوسي الفترة المغلقة و تشير إلى موجة من درجة أعلى مثلا: [1]، [2]....

- () : قوسي الفترة المفتوحة و تشير إلى موجة من درجة أدنى من الموجة الأكبر حجما و أعلى من الموجة القاعدية

- عندما لا يشار إلى الموجة بأقواس الفترة نطلق عليها اسم النموذج القاعدي.

⁸⁵ John .J. Murphy . op.cit, p321.

الشكل رقم (3-86): الدرجات المختلفة للموجات السعرية



المصدر: العابدي نايف بن عبد الله "مقدمة في التحليل الموجي و موجات اليوت" مرجع سابق، ص 3.

- فمن خلال الشكل السابق يمكن ملاحظة كيف ترتبط النماذج القاعدية لكل من الموجة الدافعة والتصحيحية لتشكيل نموذج موجة أكبر أو أعلى في الدرجة وفقاً لتقسيم إليوت، كما يمكن ملاحظة ما يلي⁸⁶:
- الموجة الأولى (1): هي في نفس الاتجاه وتتكون من 5 موجات تصاعدية وهي متبوعة بـ 3 موجات تنازلية.
 - تكون الموجات الثلاثية التنازلية A, B, C الموجة رقم (2) والتي تصحح الحركة المعطاة من قبل الموجة (1).
 - الموجة (3): وهي أيضاً تتكون من 5 موجات متبوعة بـ 3 موجات هذه الأخيرة تكون الموجة (4) وهي موجة تصحيحية .
 - الموجة (5): والتي تختم التغيير الكبير في الاتجاه كما أنها تتكون من 3 موجات.
- تتكون موجات الاتجاه من 3 موجات و عندما نقول موجة تصحيحية فهي تتشكل من 3 موجات A, B, C فالالاتجاه هو تنازلي (تصحیح دورة ارتفاع) و هما الموجات a, c و التي توجد ضمن هذا الاتجاه يمكن اعتبارها كموجات دافعة و بالمقابل فالموجة B يمكن ترجمتها كموجة تصحيحية ارتفاعية بجانب الاتجاه التنازلي (فهي تصحح الموجة A .
- ومن خلال الشكل رقم (3-87) يمكن ملاحظة أن الدورة تتكون من 8 موجات (رقم فايوناتشي) ويمكن تقسيمها إلى 34 موجة داخلية (رقم فايوناتشي) و إذا ما تم تقسيم الموجات 34 نجد 144 موجة صغيرة (رقم آخر من أرقام فايوناتشي) و كل تقسيم سيعطي رقم جديد من سلسلة فايوناتشي، إذن فالأرقام 1، 1، 2، 3، 5، 8، 13، 21، 34، 55، 89، 144 ليست مجرد أرقام عشوائية بل إنها جزء من سلسلة أرقام "فايوناتشي" الشهيرة و التي تكون الأساس الرياضي لنظرية "موجة اليوت السعرية"⁸⁷.
- وتتميز كل موجة سعرية بالقدرة على تحديد اتجاه الموجة الأكبر التي تليها سواء تم تقسيمها إلى خمس موجات أو ثلاث موجات، ففي الشكل رقم (3-86) تم تقسيم الموجات رقم (1)، (3)، (5) إلى خمس موجات وذلك لأن الموجة الكبيرة التالية للموجة الكبيرة الأولى التي ينتمون إليها (الموجة رقم [1]) تعتبر موجة متقدمة

⁸⁶ Béchu Thierry et Al . op.cit, p284.

⁸⁷ Ibid, p284.

أساسية و نظرا لأن الموجتين رقم (2) و (4) تتحركان عكس اتجاه السعر فقد تم تقسيمهم إلى ثلاث موجات سعرية فقط، كما أن الموجات السعرية التصحيحية (C), (B), (A) و التي تعتبر أجزاء من الموجة التصحيحية رقم [2] حيث أن الموجتين (A) و (C) على حدة تنقسم إلى خمس موجات سعرية ويرجع سبب ذلك إلى حركتهم بنفس اتجاه الموجة الأكبر التالية و هي الموجة رقم [2] و في المقابل توجد ثلاث موجات سعرية فقط في الموجة (B) و ذلك لأنها تتحرك في الاتجاه المعاكس لحركة الموجة الأكبر التالية وهي الموجة [2]⁸⁸.

وعند تطبيق طريقة تقسيم الموجات يجب أن تتوافر للمحلل الفني القدرة على تحديد الفرق بين الموجات الثلاثة والموجات الخمسة، حيث تستطيع هذه المعلومة إخباره بالحركة التالية المتوقعة، فمثلا إذا اكتمل تكون خمس موجات سعرية على الرسم البياني فهذا يعني أنه من المتوقع أن يكون هناك المزيد من الموجات التي لا بد من ظهورها (إلا إذا كانت هذه الموجات الخمسة هي عبارة عن أجزاء فرعية من الموجة الخامسة الأساسية للدورة السعرية) حيث لا يمكن حدوث حركة تصحيحية قبل تكون الموجات الخمس الأولى، فمثلا إذا كان السوق في الاتجاه التصاعدي، و تم تكون خمس موجات سعرية في الاتجاه التنازلي فهذا يعني بأن هذه الموجات الخمس ما هي إلا عبارة عن أجزاء لأول موجة كبيرة بين الموجات الثلاثة التصحيحية الرئيسية (C), (B), (A) و أنه يوجد المزيد من الموجات السعرية التنازلية المقرر تكونها، أما إذا كان السوق في الاتجاه التنازلي فيجب أن يستأنف الاتجاه التنازلي بعد تكون ثلاث موجات سعرية متقدمة في الاتجاه التصاعدي، و في حالة ظهور موجة سعرية متقدمة رابعة فقد تكون هذه إشارة إلى تكون المزيد من الموجات السعرية في هذا الاتجاه و قد تكون هذه الموجة الرابعة هي أول موجة في الاتجاه التصاعدي الجديد للسوق⁸⁹.

❖ دورة السوق الكاملة⁹⁰:

الموجات الدافعة + الموجات التصحيحية = دورة كاملة

ففي أكبر درجة ستجد أن الموجات الدافعة عددها 1، والتصحيحية عددها 1 والدورة كاملة تتكون من موجتين: $1+1=2$

والتقسيم الأصغر بدرجة واحدة سيحوي: $3+5=8$

والتقسيم الذي يليه بدرجة واحدة: $21+13=34$

والتقسيم الذي يليه بدرجة واحدة: $89+55=144$

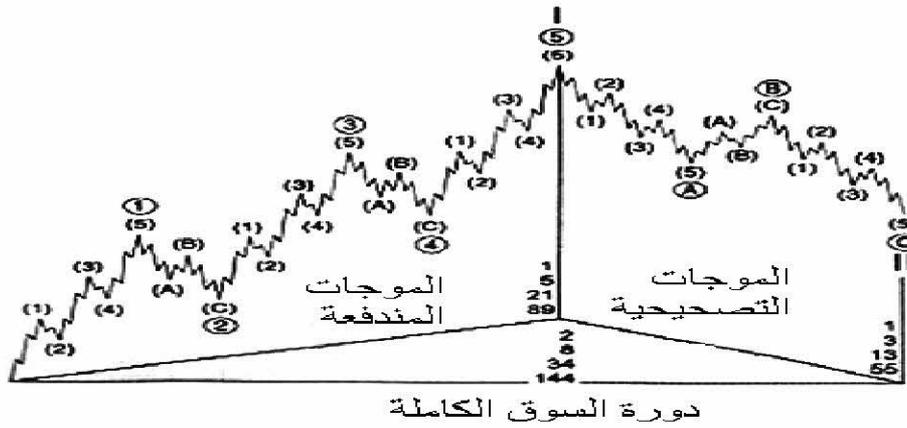
وطالما التقدم يستمر فإن عملية البناء إلى الدرجات (الأحجام) الأكبر في السوق ستستمر، وكذلك أيضا عملية بناء الموجات التصحيحية المعاكسة في الاتجاه للموجات التي تبني الاتجاه العام تستمر وبدون نهاية. وبقدر ما يمكن تحديد كل موجة هي جزء من موجة أكبر منها وفي نفس الوقت هي ذاتها مكونة من موجات أصغر.

⁸⁸ John .J. Murphy . op.cit, pp 322-323.

⁸⁹ Ibid, p323.

⁹⁰ <http://www.forexpros.ae/forums/forum59/thread6377.html>

الشكل رقم (3-87): دورة السوق الكاملة



Source : <http://www.forexpros.ae/forums/forum59/thread6377.html>

3.1.5 خواص موجات إليوت

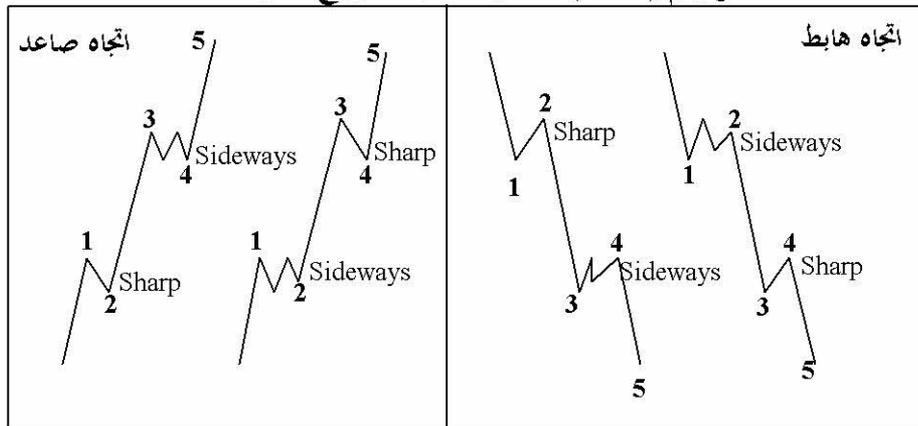
تميز موجات إليوت سواء الدافعة أو التصحيحية بمجموعة من الخصائص و يمكن إيضاح تلك الخصائص كما يلي:

1.3.1.5 خواص الموجات الدافعة

تميز الموجات الدافعة بالخواص التالية⁹¹:

1. **تعاقب النموذج Alternation**: تعني خاصية التعاقب في الموجة الدافعة تعاقب كل من الموجتين التصحيحيتين 2 و 4 بين نمط الموجة التصحيحية الحادة Sharp Correction Wave و الموجة التصحيحية Sideways Correction Wave⁹². فإذا كانت الموجة 2 تصحيحية حادة فإن الموجة 4 على الأغلب ستكون تصحيحية منحرفة، و إذا كانت الموجة 2 تصحيحية منحرفة فإن الموجة 4 على الأغلب ستكون تصحيحية حادة - غالباً ما تكون الموجة التصحيحية الحادة من نوع الموجة التصحيحية المتعرجة، بينما تكون الموجة التصحيحية المنحرفة من نوع الموجة التصحيحية المسطحة-.

الشكل رقم (3-88): خاصية تعاقب النموذج للموجة الدافعة



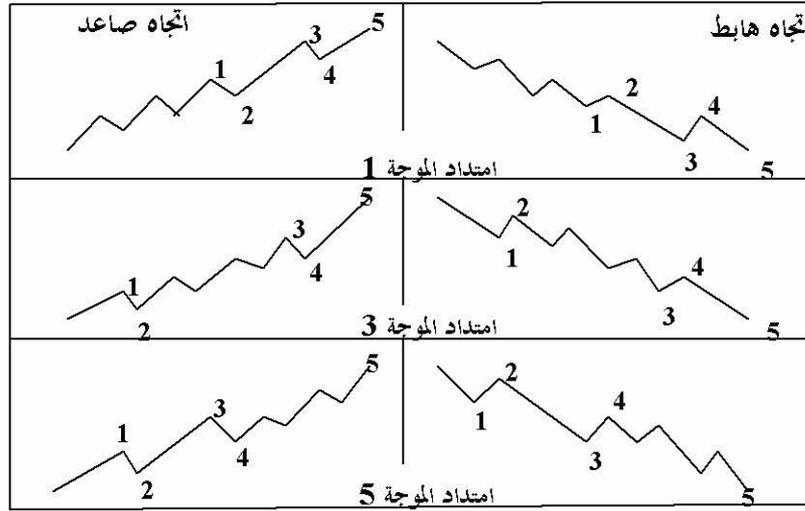
Source: www.forex.com.sa

⁹¹ الطاهات قاهر ناصر "قواعد نماذج إليوت الأحد عشر" النسخة الأولى 2005، ص 31-32، على موقع الأنترنت www.firex.com.sa.

⁹² هناك نمطين للموجة التصحيحية: حيث توصف عملية التصحيح بالحدة عندما تتمثل بشكل زاوية حادة و نقول عنها موجة تصحيحية حادة Sharp Correction Wave أو توصف بالانحراف الجانبي عندما تتمثل بشكل زاويتين حادتين و نقول عنها أنها موجة تصحيحية منحرفة Sideways Correction Wave.

2. امتداد النموذج Extension: تحتوي معظم الموجات الدافعة على خاصية التعاقب في واحدة (واحدة فقط) من الثلاث موجات الحافزة الموجة لها أي الموجة 1 أو الموجة 3 أو الموجة 5. و عوضاً عن نموذج الشكل الخماسي المؤلف لموجة الدافعة سيتكون نموذج من تسع موجات حيث أن التوسعة أي الامتداد هو بحد ذاته موجة دافعة حماسية تستغرق نفس الوقت و النطاق لتكون الموجة الأم.

الشكل رقم (3-89): خاصية الامتداد للموجة الدافعة



Source: www.forex.com.sa

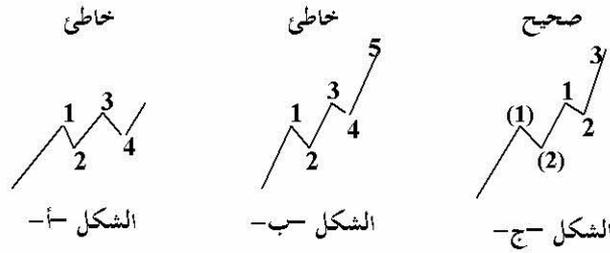
ويعتبر الامتداد الذي يحدث في واحدة من الثلاث موجات الحافزة الفرعية دليل إرشادي لطول الموجات القادمة، فإذا كانت الموجتين 1 و3 متساويتين في الطول فمن المتوقع أن تكون الموجة 5 موجة ممتدة، وإذا كانت الموجة 3 ممتدة فإن الموجة 5 ستكون موجبة بسيطة و تشبه في الطول الموجة 1، و في الأسواق العالية السيولة كسوق الأسهم و العملات فإن الموجة الأكثر قابلية للامتداد هي الموجة الثالثة. و يجب توافر ثلاثة أمور لاعتبار أن الخمس موجات دافعة هي موجات إلبوت و هي⁹³:

- الموجة الثانية لا تنتهي أبداً بعد نقطة بداية الموجة الأولى.
- الموجة الرابعة لا تتداخل أبداً مع الموجة الأولى.
- الموجة الثالثة لا تكون أقصر أبداً و غالباً ما تكون الأطول.

و وفقاً للقواعد السابقة فإن الشكل أ- في الشكل رقم (3-90) يعتبر خاطئاً لأن الموجة 4 تداخلت مع نطاق الموجة 2 و بالتالي تداخلت مع نطاق الموجة 1، و الشكل ب- أيضاً خاطئاً لأن الموجة 3 لا يمكن أن تكون موجة أقصر من الموجة رقم 1 و الموجة رقم 5. أما الشكل ج- يعتبر صحيحاً لأنه ينطبق على خاصية الامتداد على الموجة رقم 3.

⁹³ الطاهات قاهر ناصر، مرجع سابق، ص 33.

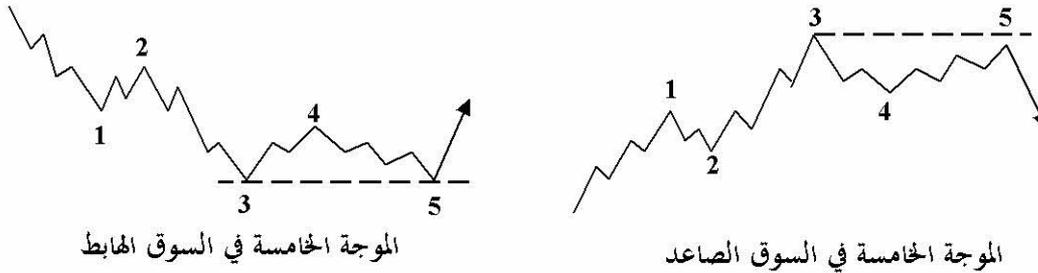
الشكل رقم (3-90): الامتداد الصحيح



Source: www.forex.com.sa

3. انقطاع النموذج Truncation: استخدم إليوت كلمة Failure أي الإخفاق أو القصور لوصف الوضع الذي تعجز فيه الموجة 5 من بلوغ نهاية الموجة 3، بينما اقترح روبرت برختر استخدام مصطلح أقل حدة و هو الانقطاع Truncation -انقطاع الموجة 5- لوصف هذه الحالة و يتأكد حدوث الانقطاع عند اكتمال الخمس موجات الفرعية اللازمة في الموجة 5 المفترضة دون استطاعتها تجاوز مستوى الموجة الثالثة.

الشكل رقم (3-91): خاصية الانقطاع في الموجة الدافعة



Source: www.forex.com.sa

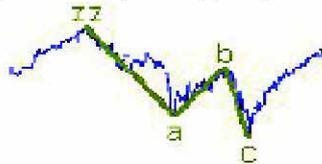
2.3.1.5 أنواع موجات السعر التصحيحية

من الصعب التعرف على الموجات السعرية التصحيحية و التنبؤ بتكوها، فالموجة السعرية التصحيحية لا يمكنها الظهور مطلقا بين الموجات السعرية الرئيسية الأولى، و تتألف هذه الموجات التصحيحية من ثلاث موجات فقط ولا يمكن أن تكون خمس موجات (باستثناء المثلثات). و توجد ثلاثة تصنيفات خاصة بالموجات السعرية التصحيحية، وهي النموذج المتعرج والنماذج المستوية ونماذج المثلثات. وفيما يلي عرض لتلك التصنيفات⁹⁴:

1. النموذج المتعرج (الموجة المتعرجة) Zigzag: تعد من أشهر نماذج الموجات التصحيحية و تسير

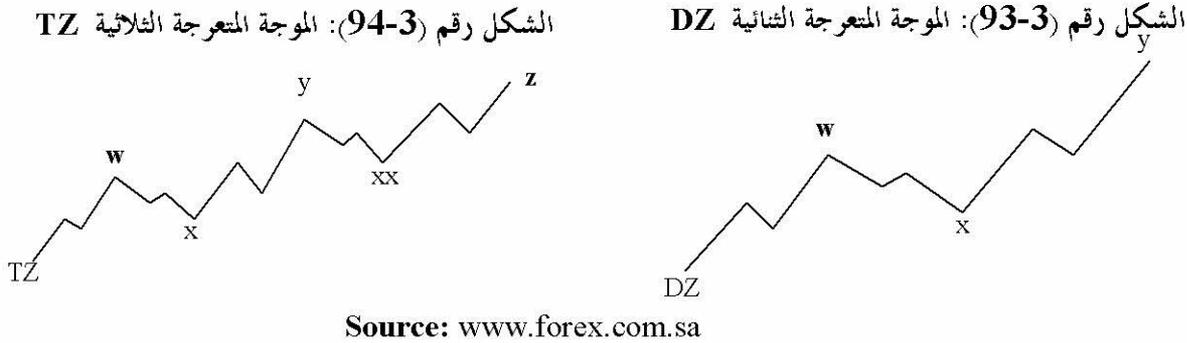
الموجة المتعرجة في عكس اتجاه الموجة التالية الأكبر التي تحتويها و تتكون من ثلاث موجات و تعطى الرموز a, b, c. و يمكن أن تظهر الموجة المتعرجة في اتجاه تصاعدي أو في اتجاه تنازلي.

الشكل رقم (3-92): موجة متعرجة

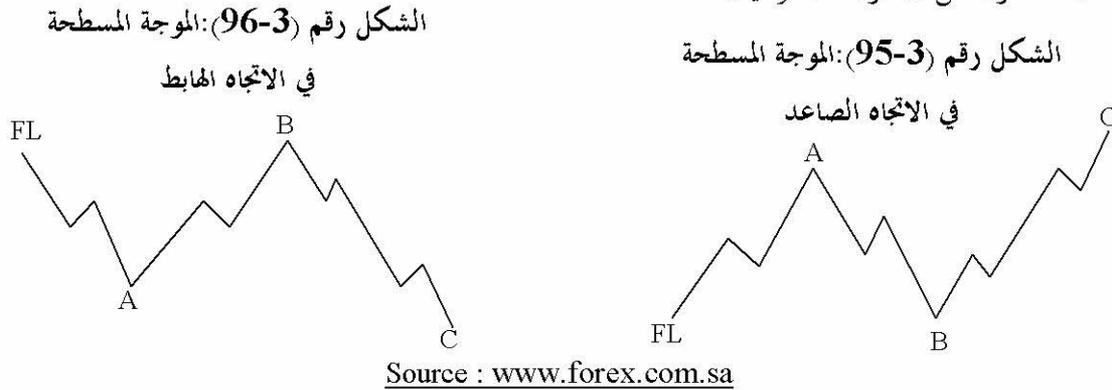


⁹⁴ الطاهات قاهر ناصر ، مرجع سابق، ص ص 38-39.

2. **الموجة المتعرجة المضاعفة الثنائية والموجة المضاعفة الثلاثية (DZ and TZ)** : تتكون الموجة المتعرجة الثنائية و الموجة الثلاثية المتعرجة من حاصل دمج موجتين أو ثلاث موجات متعرجة تشكل مجموعها موجة واحدة يطلق عليها اسم Wave "x" و هي موجة تصحيحية بطبيعتها. وتعطى الموجات الفرعية الداخلة في تكوين الموجة المتعرجة الثنائية الرموز التالية: w-x-y (الشكل رقم 3-93)، بينما تعطى الموجات الفرعية الداخلة في تكوين الموجة المتعرجة الثلاثية الرموز التالية: w-x-y-xx-z (الشكل رقم 3-94)⁹⁵.



3. **الموجة المسطحة Flat** : تسير الموجة المسطحة في عكس اتجاه الموجة التالية الأكبر التي تحتويها وتتكون من ثلاث موجات تعطى الترميز بالأحرف A, B, C. و الموجة التصحيحية A يجب أن تكون بالضرورة موجة تصحيحية من أي نوع. و هذا النوع هو الفرق بينها و بين الموجة المتعرجة وتعد أيضا من أشهر نماذج الموجات التصحيحية. كما أن النمط العام لتشكل الموجة المسطحة أي بنيتها الداخلية هو (3, 3, 5) حيث أن الموجة A تتكون من 3 موجات فرعية، و الموجة B تتكون أيضا من ثلاث موجات فرعية، أما الموجة C فتتكون من 5 موجات فرعية.



2.5 نسب الفايوناتشي

ذكر اليوت في كتابه " قانون الطبيعة" أن الأساس الحسابي لقاعدة الموجة السعرية كانت عبارة عن سلسلة من الأرقام اكتشفها " ليوناردو فيبوناتشي"⁹⁶ في القرن الثالث عشر و أصبحت هذه الأرقام معروفة

⁹⁵ العايدى نايف بن عبد الله " مقدمة في التحليل الموجي و موجات اليوت" مرجع سابق، ص 3.

⁹⁶ Leonardo Pisano Bogollo ou Fibonacci, né à Pise vers 1170 et mort après 1250, est considéré comme le plus grand mathématicien de tout le moyen Age chrétien.

باسم مكتشفها حيث يشار إليها بأرقام فيبوناتشي هذه السلسلة الرقمية عبارة عن 1، 1، 2، 3، 5، 8، 13، 21، 34، 55، 89، 144... وهكذا إلى ما لا نهاية. و تمتاز هذه السلسلة من الأرقام بخاصية هامة وهي العلاقة الثابتة فيما بينها⁹⁷.

1.2.5 سلسلة فايوناتشي

تعتبر سلسلة أرقام فايوناتشي أهما متالية رياضية حيث أن أي رقم في المتتالية يساوي حاصل جمع الرقمين السابقين بالترتيب من أكبر إلى أصغر ، ويمكن توضيح تلك المتتالية كما يلي:

الرقم الأول في السلسلة هو 1 معطى ثابت .

الرقم الثاني في السلسلة هو 1 معطى ثابت .

الرقم الثالث في السلسلة هو 2 و يساوي 1+1 .

الرقم الرابع في السلسلة هو 3 و يساوي 1+2 .

الرقم الخامس في السلسلة هو 5 و يساوي 2+3 .

الرقم السادس في السلسلة هو 8 و يساوي 3+5 .

و قد وضعت العلاقة بين موجات اليوت و سلسلة الفايوناتشي على يد العالم كارليس كوليتز حيث لم يكن اليوت قد وضع العلاقة بنفسه، و بين كوليتز أن كل رقم في سلسلة فايوناتشي يمثل واحدة من موجات اليوت و أن حساب موجات اليوت في دلالة تطوره الحسابي يرتبط بصورة نمطية مع سلسلة الفايوناتشي و يخضع لقوانين تم اشتقاقها بشكل مثالي.

و تكمن أهمية تطبيق دراسات الفايوناتشي في تحليل نماذج الحركة السعرية وفقا لقواعد موجات اليوت فإذا ما تم إيجاد العلاقة (النسبية) بين كل رقم و آخر في سلسلة أرقام فايوناتشي يسهل فهم طبيعة موجات اليوت و تحديد أهدافها المتوقعة.

2.2.5 نسب الفايوناتشي و مفهوم النسبة الذهبية The Golden Ratio

تحدد العلاقة (النسبية) بين كل رقم و آخر في سلسلة فايوناتشي بقسمة كل رقم على الرقم الذي يسبقه و التي تساوي تقريبا 1.168 (لكافة أرقام السلسلة من بعد أول ثمان أرقام) و هذا ما نسميه بالنسبة الذهبية و معكوسها هي النسبة 0.618 أي قسمة رقم الفايوناتشي على الرقم التالي له في الترتيب 618 وذلك بعد أو أربعة أرقام من السلسلة، فمثلا نسبة $\{1/1\}$ هي 1.00 (100%) - نسبة التصحيح 100% لحركة الارتفاع أو الانخفاض السابقة منطقة دعم أو مقاومة هامة -، و نسبة $1/2$ هي 0.50 (50%)، و نسبة $3/2$ هي 0.67، و نسبة $5/3$ هي 0.60 و نسبة $8/5$ هي 0.625 و نسبة $13/8$ هي 0.615 و نسبة $21/13$ هي 0.619 و هكذا فهذه النسب تتذبذب فوق و تحت مستوى 0.618 في نطاق ضيق⁹⁸.

⁹⁷ John .J. Murphy . op.cit, p334.

⁹⁸ John .J. Murphy . op.cit, pp 334-335.

- تقترب نسبة أي رقم مع الرقم الأصغر الذي يجاوره من نسبة 1.615 و نسبة 21/34 هي 1.619 وكلما كان الرقم كبيرا كلما اقترب من القيمتين 0.816 و 1.618.
 - تقترب نسب الأرقام المتتالية (نسبة أي رقم من الرقم التالي له) من 2.618 أو عكسه 0.382 على سبيل المثال نسبة 34/13 هي 0.382 و نسبة 13/34 هي 2.615 .
- و لتبيان كيفية استخدام و استخراج النسب نأخذ الرقم 55 و 89 من أرقام فايوناشي كمثال حيث يمكن إيضاح ذلك كما يلي⁹⁹:

السلسلة: 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144, 233, 377.....

أولا الرقم 55: النسبة الذهبية تساوي $1.6176 = 34/55$ أي 1.6180 بالتقريب

معكوس النسبة الذهبية تساوي $0.6180 = 55/89$

نتابع قسمة الرقم 55:

على الرقم التالي الأكبر $0.3820 = 144/55$

على الرقم التالي الأكبر $0.2361 = 233/55$

ثانيا للرقم 89: النسبة الذهبية تساوي $0.6182 = 55/89$ أي 0.6180 بالتقريب

معكوس النسبة الذهبية تساوي $0.6180 = 144/89$

نتابع قسمة الرقم 89

على الرقم التالي الأكبر $0.3819 = 233/89$

على الرقم التالي الأكبر $0.2361 = 377/89$

إن كل رقم في سلسلة فايوناشي يمثل واحدة من موجات اليوت و أن حساب موجات اليوت يخضع رياضيا بصورة نمطية لقوانين اشتقاق سلسلة فايوناشي، و بالتالي فإن العلاقة (النسبية) بين كل رقم و آخر في سلسلة أرقام فايوناشي يمكن لها أن تحكم نماذج حركة موجات اليوت.

3.2.5 تصحيحات نسب فيوناشي

تساعد النسب المئوية على تحديد أهداف السعر في كلا من موجات السعر المحفزة و التصحيحية، كما يمثل استخدام التصحيحات النسبية طريقة أخرى لتحديد أهداف السعر، و من أكثر الأرقام شيوعا في تحليل تصحيحات السعر هي 61.8% (و التي عادة ما يتم تقريبها إلى نسبة 62%)، و 38% و 50%. و بمعلومية أن السعر في الأسواق المالية عادة ما يصحح حركة السعر السابقة بمقدار نسب مئوية محددة يمكن التنبؤ بها وهذه من أكثر هذه النسب استخداما 33% و 50% و 67% و عند استخدام سلسلة أرقام فيوناشي يلاحظ أن هذه الأرقام تصبح أكثر تحديدا، ففي الاتجاه القوي للسوق عادة ما يكون تصحيح السعر بنسبة 38% كحد أدنى أما في اتجاه السوق الضعيف عادة ما يكون التصحيح بنسبة 62% كحد أقصى.

⁹⁹ الطاهات قاهر ناصر " التنبؤ الدقيق بالسوق " مرجع سابق، ص 67.

خاتمة:

قام التحليل الفني على ركيزة أساسية تمثلت في نظرية داو و التي وضعت أسسه وأرست قواعده. ومن بين المفاهيم التي أوجدها نظرية داو نجد مفهوم اتجاه حركة السعر، فقبل Dow كان الاعتقاد السائد هو أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، لكن داو رأى أن معظم الأسهم تسبح معاً، وأن أسعارها في المتوسط تتأرجح معاً بين الصعود أو الهبوط. فالإتجاه يعتبر أداة تساعد على قياس اتجاه السوق بغرض الاستثمار والمضاربة. كما يستند التحليل الفني على مبدأ أن سعر الورقة المالية يتحدد بفعل عوامل العرض والطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل أو اتجاه سهم منفرد، و التعرف على المتغيرات المسببة لتحركات الأسعار السوقية؛ و لذلك وحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم لذلك عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في الأسعار في السوق بصفة عامة بعد ذلك يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر سهم معين، و هنا يعتقد الفنيون بأن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل. كما أن هناك معتقدات أخرى لا تقل أهمية عن اتجاه حركة الأسعار وتمثل في العلاقة بين حجم التعامل و اتجاه الأسعار.

ويعتمد الفنيون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم إذ يقومون بدراسة نمط تغير سعر السهم، ويسجلون بيانات الأسهم على خرائط بيانية سواء كانت خرائط خطية أو خرائط أعمدة، أو خرائط النقطة والشكل أو خرائط للشموع اليابانية - والتي تجسد تصويراً سيكولوجياً لعقلية المتعاملين في السوق المالي-، وتستخدم الرسوم البيانية للتعرف على الاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة الأسعار وحجم التداول، كما أنها تمثل وسيلة من وسائل توقيت اتخاذ قرارات الشراء والبيع للأسهم.

ولتتبع الأسهم و التنبؤ باتجاهاتها المستقبلية يعتمد المحلل الفني على ما يسمى بنماذج السعر، و التي تشير إلى صور أو تكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر الخاصة بالأسهم، إذ يوجد نوعين من نماذج السعر و هي النماذج الانعكاسية والنماذج الاستمرارية، حيث تشير النماذج الانعكاسية إلى وجود انعكاس هام في الإتجاه وهو ما يسمح بإبراز الأوقات التي تعد نقطة انطلاق تغير آراء المستثمرين عن السوق أو عن السهم بتجاوز سيكولوجيا مرتفعة إلى أخرى منخفضة أو العكس، وتتضمن نماذج السعر الانعكاسية نموذج الرأس والكتفين، القمم والقيعان الثلاثية، القمم والقيعان المزدوجة، المسمار والنموذج الصحن. أما نماذج السعر الاستمرارية فتشير إلى أن السوق في فترة توقف مؤقتة و أنه من المحتمل أن يستأنف اتجاهه الأصلي بعدها، وتتضمن النماذج الاستمرارية عدة أنواع منها: المثلثات، و الأعلام، و الرايات والمستطيلات.

كما كانت نظرية داو الأساس للعديد من المؤشرات الفنية و التي تمثل سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها انطلاقاً من البيانات التاريخية للأسعار و/أو الأحجام حيث تتم معالجة تلك البيانات في صيغ رياضية بهدف الحصول على سلسلة جديدة من النتائج يتم إعادة تقديمها على منحنيات الأسعار. و يكمن الهدف من استخدام المؤشرات الفنية في تحديد قوة تحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين من إدراكه على الخرائط

الفنية، بالإضافة إلى تحقيق الأهداف التالية: التنبؤ، التعزيز و للتنبؤ. و توجد العديد من المؤشرات ونجد منها: مؤشرات تعتمد على قياس الاتجاه كأساس ومنها المتوسطات المتحركة، ومؤشر البولنجر باوند، ...، ومؤشرات تعتمد زخم التداول كأساس ومنها نجد: Oscillators، و Mommentum، معدل التغير، مؤشر القوة النسبية، ومؤشر لاري وليمز...، وكذا مؤشرات تعتمد على حجم التنفيذ كأساس ومنها مؤشر التدفق النقدي، مؤشر توازن الحجم OBV، ومؤشر التوقف والانعكاس، و مؤشر المتوسط الاتجاهي ADX و مؤشر الطلب، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المؤشرات. و يتعين على المستثمر التعرف على القواعد الفنية التي يمكن تطبيقها على الأوراق المالية الفردية بغرض إعطاء إشارة بالوقت الذي يمكن القيام فيه بالشراء أو البيع أو التوقيت الذي يحافظ فيه المستثمر على موقفه الحالي في ورقة مالية معينة.

بالإضافة إلى نظرية داو ظهرت في الثلاثينات من القرن الماضي نظرية أخرى لاقت قبولا واسعا بوصفها أداة تنبؤ و أداة تحليل سوقية، تساعد المحللين في معرفة دورات السوق، و سميت بنظرية الموجات لاليوت. وتعد النظرية بمثابة وصف دقيق لآلية تشكل السلوك الجماعي للمتعاملين (البائعين و المشترين)، وانتقال لسيكولوجيا المتعاملين من حالة التشاؤم إلى حالة التفاؤل ثم العكس و ذلك في سياق دورة طبيعية تخلق نماذج حركة محددة قابلة للقياس. و تمكن إليوت من تمييز مجموعة من النماذج للحركة أو للموجات السعرية المتكررة في السوق المالي، فحسبه فإن كل حركة في السوق تكون ناتجة عن معلومات لها معنى مهم وفي نفس الوقت تنتج معلومات مهمة. هذه المعلومات تحكمها الطبيعة الإنسانية والتي تصدر أنماطا مميزة، وبما أن هذه الأنماط تتكرر فإن معرفتها يمكن بالأسعار مستقبلا. و قد قام إليوت بتسمية وتعريف و شرح موجات الحركة السعرية و كيفية ارتباط الموجات مع بعضها البعض لتكون موجة أكبر في نفس الهيكل الذي تنتمي إليه ثم كيفية ارتباط تلك الموجات الأكبر حجما مع بعضها لتكون موجة أكبر حجما وهكذا. و تخدم موجات اليوت إحدى وظيفتين : فعل أو رد فعل، فالموجة إما أن تكون سببا في تقدم الموجة الأكبر منها، أو سببا في مقاطعة هذا التقدم. إن وظيفة كل موجة تحدد باتجاهها النسبي، فالموجات المندفعة هي التي تتحرك بنفس اتجاه الموجة الأكبر منها ، أما الموجات التصحيحية فهي تلك التي تتحرك عكس الاتجاه. و بالنسبة لـ Elliott فإن دورة السوق الكاملة تتكون من ثماني موجات رئيسية، خمسة منها موجات سريعة دافعة وتتبعها ثلاث موجات تصحيحية .

وتتضمن نظرية Elliott ثلاثة أوجه متفاوتة الأهمية وهي تكون الموجة، النسب الموجودة بين مختلف التغيرات، والزمن الفاصل بين التحركات. ولقد بدأ Elliott بحوثه في سلوك و أنماط الخرائط من إيمانه أنه ليس للعشوائية مكان في هذا العالم فحسبه أن سوق الأسهم يسير على إيقاع تكراري وفق موجات ذات نسق معين و بشكل متكرر يمكن من خلالها التنبؤ بما سيكون عليه السوق في المستقبل.

إذا كان هذا الجانب النظري للتحليل الفني فكيف يكمن تطبيقه على الأسواق المالية أو على الأسهم من أجل التنبؤ باتجاهاتها و أسعارها؟ و هو ما سيتم التطرق له في الفصل القادم من خلال تطبيق التحليل الفني على أحد الأسواق الخليجية ألا و هو سوق الأسهم السعودي.

الفصل الرابع : تطبيق مبادئ التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي

مقدمة

المبحث الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي.

المبحث الثاني: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالتوجهات المستقبلية لسوق الأسهم
السعودي.

المبحث الثالث: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأسهم بعض
الشركات السعودية.

المبحث الرابع: التطورات التي شهدتها السوق وسهمي سابق والراجحي بعد
شهر ماي 2012.

خاتمة

مقدمة:

ترتبط هذه الدراسة بنشاط سوق الأسهم السعودي، والذي يعتبر من الأسواق الجديدة الناشئة في العالم على الرغم من أنه يعتبر من أكبر أسواق الأسهم العربية من حيث القيمة السوقية و من حيث حجم التداول. و لا تزال المملكة العربية السعودية تواصل تطوير سوقها المالي و جعله أكثر حداثة و منافسة للأسواق الإقليمية والدولية على الرغم من حداثة التعامل بالأوراق المالية، حيث كان إنشاء سوق الأوراق المالية استجابة لمجموعة من الأهداف تعلقت بـ:

- التطورات والتحولت الكبيرة التي شهدتها العالم في السنوات الأخيرة تحت موجة التحرر الاقتصادي ولاسيما في مجال الانفتاح المالي و تعاظم دور الأسواق المالية و أهميتها الاقتصادية بوصفها إحدى مصادر التمويل الأساسية للمشروعات الاستثمارية.
- أهمية أسواق الأوراق المالية باعتبارها ركنا مهما في تعبئة الموارد و توطئتها و إعادة تخصيصها بشكل فعال.
- تحفيز عملية التنمية و التنوع الاقتصادي .
- تسهيل و تسريع برامج إعادة هيكلة القطاع العام.

كما قامت السلطات المختصة بتطوير سوق الأوراق المالية و ذلك من خلال وضع الأطر القانونية والتنظيمية التي تنظم عمليات التداول و بشكل فاعل، حيث قامت بتطبيق مجموعة من الإجراءات في مجال الإصلاح المالي، كل هذا أدى إلى تميز سوق الأسهم السعودية عن باقي الأسواق الخليجية و حتى العربية، وأصبحت تنافس حتى بعض الأسواق الناشئة الأخرى في آسيا.

و من خلال هذا الفصل سيتم تطبيق مبادئ و نظريات التحليل الفني و كذا النماذج و المؤشرات الفنية على سوق الأسهم السعودية و بعض الأسهم المدرجة فيه لتبيان مدى قدرة تلك الأدوات على التنبؤ باتجاهات السوق و بأسعار الأسهم، بحيث سيتم التطرق أولا إلى نشأة و تطور سوق الأسهم السعودي و أهم مميزاته وكذا أهم التطورات و الأحداث التي شهدتها السوق منذ نشأته وحتى نهاية الربع الأول من سنة 2012، بعدها سيتم تطبيق التحليل الفني على مؤشر السوق بهدف الوصول إلى الاتجاهات المتوقعة للسوق و المستويات المستهدفة للمؤشر خلال الفترات المقبلة، يلي ذلك عرض لكيفية تطبيق أدوات التحليل الفني على كل من سهمي سابك و الراجحي بهدف توقع اتجاهاتهما المستقبلية و كذا المستويات المستهدفة لسعريهما. و في الأخير نختم الفصل من خلال متابعة التطورات التي شهدتها مؤشر السوق و سهمي سابك و الراجحي خلال الفترة الممتدة من بداية شهر جوان 2012 إلى غاية بداية شهر ديسمبر 2012.

المبحث الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

أنشأت سوق الأسهم السعودية استجابة لمجموعة من الأهداف تعلقت بالتطورات والتحويلات الكبيرة التي شهدتها العالم في السنوات الأخيرة تحت موجة التحرر الاقتصادي و لاسيما في مجال الانفتاح المالي وتعظيم دور الأسواق المالية، وقد شهد سوق الأسهم السعودي عدة تطورات و تحولات و ذلك منذ نشأته.

1.1 نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي

تعود بداية تاريخ شركات المساهمة في المملكة العربية السعودية إلى الثلاثينيات من القرن الماضي، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934 وهي الشركة العربية للسيارات، ثم تم تأسيس شركة الأسمنت العربية في سنة 1954 ثم تبعتها تخصيص الحكومة السعودية ثلاث شركات كهرباء، وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة¹⁰⁰. وكان التعامل على الأسهم يباع و شراء يتم بشكل محدود نظرا لقلّة شركات المساهمة، كما أن تلك التعاملات كانت لا تخضع لأي رقابة أو إشراف حكومي، وكان البيع والشراء يتم عن طريق العرض والطلب بين البائع والمشتري واتفقهم على السعر مباشرة أو بواسطة مكاتب العقار، أما نقل ملكية الأسهم فتم عن طريق إدارة شؤون المساهمين في الشركة أو كتابة مبيعة مصادق عليها من أحد البنوك أو الغرفة التجارية. و بتزايد عدد شركات المساهمة خاصة بعد قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة بالإضافة إلى قيامها بتأميم البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام، وزيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم، وأصبح من الضروري وجود إشراف حكومي على عمليات البيع والشراء؛ ففي عام 1983 حدث أول تنظيم لتعاملات الأسهم في السعودية حيث صدر مرسوم ملكي ينص على إيجاد لجنة مشتركة تضم وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي، بحيث تصبح تلك اللجنة مسؤولة عن تداول الأسهم بالاشتراك مع قسم مراقبة الأسهم بإدارة مراقبة البنوك بمؤسسة النقد¹⁰¹.

و بعد حدوث كل هذه التطورات صدر الأمر رقم 1230/8 في 1403/1/17هـ الموافق 23 نوفمبر 1984 و بذلك تأسس سوق الأسهم السعودي حيث تم إنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C) من قبل البنوك المحلية برأسمال يبلغ 11 مليون ريال، حيث تتمثل مهمة تلك الشركة في تسجيل الأسهم ونقل ملكيتها وإصدار الوثائق المطلوبة.

و قد شهد سوق الأسهم السعودي عدة تطورات منذ نشأته تمثلت أهمها فيما يلي¹⁰²:

¹⁰⁰ مقال بعنوان " نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي" على موقع

الإنترنت <http://www.sahmy.com/external.php?type=RSS2&forumids=134>

¹⁰¹ مقال بعنوان " دراسة تاريخية لسوق الأسهم السعودي" على موقع الإنترنت

<http://www.tdwl.net/vb/external.php?type=RSS2&forumids=28>

¹⁰² حسن كريم حمزة " العولمة المالية و النمو الاقتصادي" دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2011، ص 252.

- مقال بعنوان " نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي" مرجع سابق.

- مقال بعنوان " دراسة تاريخية لسوق الأسهم السعودي" مرجع سابق.

- مقال بعنوان دراسة: 8 أسباب تضعف العلاقة بين الاقتصاد السعودي وسوق الأسهم على موقع الإنترنت [new-action_show](http://www.action_show)

id33.fichuers/shares.json

- إصدار مؤسسة النقد القواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول الأسهم وبدأ تطبيقها اعتباراً من 23 ديسمبر 1984.
- في عام 1985 أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي¹⁰³ وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب غير المرخصة لتداول الأسهم، وأصبحت المؤسسة تقوم بالمراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على عمليات تداول الأسهم، كما قامت المؤسسة بإنشاء نظام إلكتروني للتداول يعتمد على وحدة مركزية في مقر مؤسسة النقد في الرياض مرتبطة بالأنظمة الداخلية للبنوك المحلية، كما تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم لتتولى مسؤولية إدارة سجلات المساهمين وشهادات الأسهم.
- في عام 1989 تم تحويل شركة الراجحي للصرافة والتجارة من شركة تضامن إلى شركة مساهمة وتم طرح أسهمها للاكتتاب العام حيث تم تغطية الاكتتاب بأكثر من 6 مرات لأول مرة في تاريخ الشركات المساهمة السعودية مما لفت أنظار المواطنين للأسهم، حيث جرت عمليات بيع في السوق السوداء قبل الحصول على شهادات الأسهم، كما زاد الإقبال على أسهم البنوك و أسهم شركة سابك والشركات الأخرى وبدأ سوق الأسهم ينتعش وازدادت شعبية السوق بعد تحقيق المتداولين أرباحاً جيدة.
- في سنة 1990 تم تشغيل النظام الآلي ESIS و هو أول نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة، والذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف التجارية، ويوفر هذا النظام العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها أياً كان مصدرها الجغرافي.
- في صيف عام 1990 حدث الغزو العراقي للكويت واحتلالها مما أثر سلباً على سوق الأسهم السعودي فتراجعت أسعار الأسهم، و بعد تحرير الكويت وانتهاء الحرب بدأت أسعار الأسهم في الصعود بقوة حتى وصلت ذروتها عام 1992 عندها صرح وزير المالية آن ذاك محمد أبالحيل أن أسعار الأسهم ارتفعت ارتفاعاً مبالغاً فيه و أنها لا تعكس القيمة الحقيقية لها وعلى المتداولين الحذر، فكان لهذا التصريح أثر في عكس اتجاه السوق وبدأ القلق من حدوث انهيار للسوق. و بالفعل تراجعت أسعار الأسهم بحدة وظهر البيع الجماعي وأفلس العديد من كبار وصغار المساهمين وفقدت الثقة في السوق واستمر هذا التراجع حتى أوائل شهر جوان من عام 1995 ليصل المؤشر إلى 1140 نقطة.
- كما أنه و في الفترة ما قبل 1992 كانت الشركات غير ملتزمة بنشر قوائمها المالية وكانت عمليات البيع والشراء تتم بعشوائية ودون دراسة مالية أو تقنية، وظهرت فئة المضاربين الراغبين في الكسب السريع وكثرت عمليات الغش عن طريق إصدار الشيكات بدون رصيد أثناء الشراء، وكذلك تراجع بعض المشترين عن البيع طمعاً بعد أن ارتفعت أسعار الأسهم واستغلت مكاتب الأسهم ومكاتب العقار تلك

¹⁰³ تقوم مؤسسة النقد السعودي و بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية بتطوير مؤشر سوق الأسهم يتم بموجبه إدخال السوق السعودية إلى منظومة مؤشرات الأسواق العالمية.

- الظفرة باستغلال أموال المساهمين في المضاربات، وساهمت التسهيلات البنكية العشوائية للمتداولين في الارتفاعات الكبيرة التي تلاها الإفلاس بعد تدهور السوق.
- في عام 1994 انضم سوق الأسهم السعودي إلى قاعدة بيانات أسواق المال العربية التي يعدها صندوق النقد العربي.
- في سنة 2001 قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بتشغيل جيل جديد من أنظمة التداول و التسوية (تداول) لإتمام صفقات بيع وشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة تداول قصيرة المدى، ويوفر هذا النظام الفعالية والدقة والسرعة في مجال التداول والتحصيل السريع. كما يتيح هذا النظام للمستثمرين الاستثمار عن بعد (شبكة الإنترنت). ويتم تحديث هذا النظام بشكل مستمر من خلال التعاقد مع الشركات الدولية المتخصصة حيث بدء التعامل بنظام تداول الكتروني جديد عام 2007 (أكتوبر) يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة يوميا مقابل 400 ألف صفقة في النظام القديم، و كان الهدف من ذلك النظام هو الحد من عملية تعليق الأوامر و من العروض الوهمية و يقلل من حالات التذبذب الحادة التي يمر بها السوق، كما يوفر إمكانية الكشف عن التلاعب بشكل آني ودقيق¹⁰⁴.
- في 2003/7/31 صدر نظام السوق المالية و الذي تم بموجبه إنشاء هيئة سوق المال (الرقابة والإشراف) وكذلك شركة السوق المالية السعودية (التنظيم) تمهيدا لفصل الأدوار التنفيذية و الرقابية و التنظيمية . وتعتبر هيئة سوق المال هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمثل مهامها في الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، و إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، و تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية، وكذا حماية المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على الخداع، أو الغش، أو التلاعب، أو التداول بناء على معلومات داخلية.
- صدور نظام الاستثمار الأجنبي ليمهد للأفراد و الشركات الأجنبية القيام بالاستثمار في السوق المالية إذ سمح القانون للعرب و الأجانب الاستثمار في سوق الأسهم من خلال صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار حديثة التأسيس و التي تطرحها البنوك التجارية، إذ لا يسمح للأجانب الاستثمار في أسهم الشركات السعودية مباشرة إلا من خلال الصناديق الاستثمارية المغلقة المخصصة للاستثمار في سوق الأسهم السعودي، ويهدف هذا الإجراء إلى فتح السوق بشكل تدريجي لاستقطاب الاستثمار الأجنبي وتعريف المستثمر بالبيئة والفرص الاقتصادية المتاحة في المملكة. و منح القانون للمستثمرين الأجانب العديد من الامتيازات و الحوافز في مجال الضرائب و تحويلات الأرباح و غيرها في حين يسمح لمواطني

¹⁰⁴ صندوق النقد العربي "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الرابع 2007، العدد 52، ص26.

دول مجلس التعاون الخليجي بتداول الأسهم و تأسيس الشركات دعما لمسيرة التكامل الاقتصادي بينهما إذ يسمح له القانون بالاستثمار في أسهم شركات محددة وضمن نسبة محددة طبقا للقرارات المتخذة من قبل مجلس التعاون الخليجي. أما بالنسبة للسعوديين فإنه لا توجد أية قيود أو حدود على نسبة التملك في أسهم الشركات المساهمة السعودية باستثناء صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية التي لا يسمح له بتملك أكثر من (5%) من الأسهم المصدرة لكل شركة مساهمة.

- في مارس 2007 تم تأسيس شركة مساهمة عامة باسم "شركة السوق المالية السعودية" وذلك لإدارة السوق و الإشراف المباشر عليه بدلا من هيئة سوق المال، و تهدف الشركة إلى توفير و تهيئة و إدارة آليات تداول الأوراق المالية و القيام بأعمال التسوية و المقاصة للأوراق و إيداعها و تسجيل ملكيتها و نشر المعلومات المتعلقة بها. و ساهمت هذه الخطوة في تفعيل عملية استقلالية السوق المالية و تم تعيين أعضائها أغلبهم من القطاع الخاص تمهيدا لتحويل السوق إلى شركة عامة بطرح جزء من أسهمها للاكتتاب العام¹⁰⁵.

- مع بداية عام 2007 قامت المصارف المحلية بتأسيس شركات للاستثمار متخصصة في الاستثمار و إدارة الأصول وذلك لغرض فصل نشاط الاستثمار عن النشاط المصرفي التجاري، حيث بلغ عدد صناديق الاستثمار التي طرحتها البنوك التجارية 252 صندوقا عام 2007 بعد أن كانت 83 صندوق في عام 1996 في حين بلغ عدد شركات الاستثمار الحديثة التأسيس 13 شركة عام 2007 و هي شركات متخصصة في الوساطة و الأعمال المالية والاستثمار وإدارة الأصول، كما أعلنت هيئة سوق المال أنه سيتم السماح لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي بتداول و تملك جميع الأسهم في السعودية، و أنه سيتم تطبيق المساواة التامة بين مواطني دول المجلس في مجال تملك الأسهم و تداولها في كافة القطاعات دون استثناء¹⁰⁶.

- في ماي 2007 تم إطلاق مؤشر ستاندرد أند بورز السعودي المتوافق مع الشريعة و الذي يتضمن نحو 63 من الشركات المدرجة في السوق، كما أصدرت هيئة السوق المالية مشروعاً أولياً للائحة تنفيذية جديدة لتنظيم عمليات الاندماج والاستحواذ ذات العلاقة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي السعودي¹⁰⁷.

- في ديسمبر 2007 اعتمدت هيئة السوق المالية في السعودية هيكلية جديدة لقطاعات السوق وحساب مؤشرات و تكليف السوق المالية السعودية " تداول " تنفيذ ذلك اعتباراً من أبريل 2008¹⁰⁸.

- تم فعلا في الربع الثاني من 2008 تطبيق مشروع إعادة هيكلية قطاعات سوق الأسهم و تطوير مؤشراتها الرئيسية و القطاعية حيث تم تقسيمها إلى 14 قطاعاً و استبعاد أسهم الحكومة و مؤسساتها من المؤشر

¹⁰⁵ صندوق النقد العربي "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الأول 2007، العدد 49، ص 27.

¹⁰⁶ صندوق النقد العربي "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الثالث 2007، العدد 51، ص 24.

¹⁰⁷ صندوق النقد العربي "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الثاني 2007، العدد 50، ص ص 28-29.

¹⁰⁸ صندوق النقد العربي "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الرابع 2007، العدد 52، ص 27.

وكذلك أسهم الشريك الأجنبي و المؤسسين في فترات الحظر و من يمتلك نسبة 10 % ، و يهدف هذا المشروع إلى توفير مؤشر يعكس حركة أسعار الأسهم و أداء السوق بشكل أكثر دقة، وبذلك بدأ احتساب مؤشر السوق بحسب عدد الأسهم الحرة مما تطلب إعادة ترتيب أوزان الشركات، و كما نص عليه قرار هيئة السوق المالية سيتم الإعلان بشكل ربع سنوي عن عدد الأسهم القابلة للتداول و نسب الأسهم القابلة للتداول لكل الشركات¹⁰⁹.

- خلال الربع الثالث من عام 2008 تم الإعلان عن السماح للأجانب بشراء أسهم مدرجة في البورصة عبر وسطاء سعوديين مرخص لهم و الذين سيكونون المالكين القانونيين للأسهم وبذلك لن يكون للمستثمرين الأجانب سواء كانوا أفراد أو مؤسسات حق التصويت في الجمعيات العامة، و بموجب هذا الإجراء فإن المستثمرين الأجانب المحتملين سيحق لهم الحصول على العوائد المتعلقة بشراء أسهمهم و يتعين عليهم أيضا تحمل جميع المخاطر الناجمة عن هذا التملك¹¹⁰.

- خلال عام 2009 تم وضع مسودة قانون يسمح للشركات المسجلة في البورصة بشراء جزء من أسهمها من السوق المالية على أن يتم دراسة الضوابط التي يتضمنها مشروع القانون من قبل الجهات المعنية قبل إقرارها، كما طالبت اللجنة المالية من مجلس الشورى السعودي -هيئة سوق المال- أن تلعب دورا أكبر في دعم الثقة بسوق الأسهم المحلية و أن تتدخل بصورة أقوى لمنع المضاربة على أسعار الأسهم و التشدد في تطبيق ما ورد في نظام السوق المالية بخصوص العقوبات و الأحكام الجزائية للمخالفات¹¹¹.

- خلال شهر مارس 2010 أقدمت هيئة السوق المالية على تعديل لائحة حوكمة الشركات فيما يخص تعريف العضو المستقل، كما أعلنت عن إلزامية تطبيق المادة 15 من هذه اللائحة و المتعلقة بلجنة الترشيحات و المكافآت على جميع الشركات المدرجة في السوق ابتداء من عام 2011 . كما أقدمت الهيئة خلال النصف الأول من عام 2010 على إلغاء أو سحب تراخيص لـ 11 شركة مالية و في المقابل تم الترخيص لشركتين و بذلك وصل العدد الإجمالي للشركات المرخص لها بتقديم الخدمات المالية إلى 100 شركة في نهاية شهر جوان 2010. كما جرى الترخيص لـ 8 صناديق استثمارية جديدة في الربع الأول من 2010 و بذلك وصل العدد الإجمالي للصناديق الاستثمارية العاملة في السعودية إلى 249 صندوقا استثماريا في نهاية جوان 2010¹¹².

- في الربع الرابع من 2010 أدخلت هيئة السوق المالية حيز التنفيذ التعديلات المقررة على لائحة حوكمة الشركات فيما يخص تصنيف العضو المستقل. كما باشرت تطبيق المادة 15 من هذه اللائحة و المتعلقة بلجنة الترشيحات و المكافآت كمادة إلزامية تطبق على كافة الشركات المساهمة¹¹³.

¹⁰⁹ صندوق النقد العربي " قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الثاني 2008، العدد 54، ص26.

¹¹⁰ صندوق النقد العربي " قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الثالث 2008، العدد 55، ص26.

¹¹¹ صندوق النقد العربي " قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الثالث 2009، العدد 59، ص27.

¹¹² صندوق النقد العربي " قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الأول و الثاني 2010 ، العدد61، ص ص36-37.

¹¹³ صندوق النقد العربي " قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية" النشرة الفصلية، الربع الرابع 2010 ، العدد63، ص 42.

2.1 تحليل مؤشرات سوق الأسهم السعودي

من أجل الوقوف على مدى مساهمة سوق الأسهم السعودي في النشاط الاقتصادي يمكن دراسة بعض المؤشرات الأساسية والتي ما هي إلا انعكاس للظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية للدولة، إضافة إلى ما شهده ذلك السوق من انعكاس في مجال أطره المؤسسية والتنظيمية والتي كان لها وقعها على تطور مؤشراتته، و من هذه المؤشرات نجد¹¹⁴:

أ. **مؤشر القيمة السوقية (الرسملة السوقية):** ويقصد به مجموع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، وهي تمثل الحجم الكلي لرأسمال السوق في نهاية السنة، بمعنى أنها تعبر عن أرقام سعر إغلاق أسهم الشركات في نهاية آخر يوم من السنة، وهذه القيمة مهمة لرصد التطورات الحاصلة في الأنشطة الاستثمارية للاقتصاد خلال الزمن على أساس أن قيمة الأسهم تزداد مع زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم، وإن ارتفاع تلك القيمة تعني ارتفاع الشركات وأنها تعبر عن ارتفاع أسعار الأوراق، كما يستخدم هذا المؤشر لمقارنة الحجم النسبي للسوق بالنسبة للأسواق الأخرى.

ب. **مؤشر حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة:** يمثل مؤشر حجم التداول قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق و بمختلف الأسعار خلال الفترة، وهو عبارة عن حاصل ضرب عدد الأسهم في أسعارها خلال مدة معينة، أي أنها تمثل مجموع قيم التداول في السوق المالي خلال الأرباع الأربعة للسنة المالية، كما يعبر حجم التداول عن التبادل الفعلي للأسهم المكتتب بها في البورصة إضافة إلى أنه يعكس مستوى السيولة في السوق المالي.

ج. **مؤشر عدد الشركات المدرجة:** يبين هذا المؤشر عدد الشركات التي يسمح لها بالتعامل في الأوراق المالية بالسوق المالي والتي استوفت كافة الشروط و متطلبات الإدراج وفق اللوائح و التعليمات الصادرة، كما يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق، و منه يمكن معرفة تمثيل تلك الشركات للقطاعات الاقتصادية العاملة في الاقتصاد، بمعنى هل تتوزع على جميع القطاعات الاقتصادية أم لا. و تشير الزيادة في عدد الشركات المدرجة إلى تطور السوق المالية، و لكن هذا المؤشر يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً في حين يكون إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغيراً.

د. **مؤشر معدل دوران السهم:** و هو مؤشر تعتمد الدراسات المالية لتبيان درجة تطور سيولة السوق المالية و مستوى تكاليف المعاملات داخله، و يشير إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية (حجم التداول) مقسوماً على القيمة السوقية، و كلما ارتفعت قيمة حجم التداول بمعدلات أعلى من ارتفاع القيمة السوقية ازدادت قيمة المؤشر. و يوضح ارتفاع مؤشر معدل دوران السهم عن ارتفاع درجة السيولة للسوق المالي و أن الأوراق المالية يتم تداولها بسهولة و يسر و بأدنى كلفة و عدم وجود

¹¹⁴ حسن كريم حمزة ، مرجع سابق، ص ص 256-276.

المعوقات أمام إبرام و تسوية الصفقات المالية، كما يعبر هذا المؤشر أيضا عن نشاط التداول في السوق المالية علاوة عن مستوى النشاط الاقتصادي للسوق. و يوضح الجدول رقم (4-1) تطور مؤشرات سوق الأسهم السعودي بداية من سنة 1994 إلى غاية سنة 2011.

الجدول رقم (4-1): مؤشرات سوق الأسهم السعودي

| المؤشر العام للسوق 1000=1985 | مؤشر معدل دوران السهم % | عدد الشركات المدرجة في السوق | عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم) | حجم التداول | | القيمة السوقية | | السنوات |
|------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|--|-------------|-------------|----------------|-------------|---------|
| | | | | مليون ريال | مليون دولار | مليون ريال | مليون دولار | |
| 1282 | 17.1 | 62 | 152.1 | 28646.7 | 6632.3 | 167548.77 | 38693 | 1994 |
| - | 14.7 | 71 | 137.6 | 28717.86 | 6766.8 | 199321.38 | 46032.65 | 1996 |
| - | 3.2 | 74 | 249.9 | 5953.31 | 1374.9 | 186041.1 | 42630 | 1998 |
| - | 25.7 | 75 | 552.0 | 74781.3 | 17313.4 | 290828.78 | 67166 | 2000 |
| 2430.11 | 30.45 | 76 | 3460 | 83602 | 19355.5 | 274500 | 63552.3 | 2001 |
| 2571.08 | 47.6 | 68 | 8679 | 133787 | 30974.4 | 280700 | 65072.26 | 2002 |
| 4437.58 | 101.12 | 70 | 5600 | 596510 | 138104.1 | 589900 | 136573.8 | 2003 |
| 8206.23 | 154.1 | 73 | 10300 | 1773858 | 472990.8 | 1148600 | 306255 | 2004 |
| 16712.64 | 170 | 77 | 12280 | 4138695 | 1103582.8 | 2438200 | 6456122 | 2005 |
| 7933.3 | 429.2 | 86 | 54439.7 | 5261851 | 1402953 | 1225858 | 326869 | 2006 |
| 11176 | 131.4 | 111 | 58831 | 2557713 | 682287 | 1946347 | 518984 | 2007 |
| 4803 | 212.3 | 126 | 57886 | 1962946 | 523129 | 924528 | 246337 | 2008 |
| 6121.8 | 105.7 | 135 | 56739.7 | 1264011 | 337041 | 1195506 | 318751 | 2009 |
| 6620.8 | 57.35 | 146 | 33330 | 759000 | 202378.3 | 1322324 | 352852.27 | 2010 |
| 6417.7 | 77.61 | 150 | 48540 | 1099000 | 293035.3 | 1270000 | 338890 | 2011 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المصادر التالية:

- حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص ص 266-275.
- صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2007، العدد 52، ص 28.
- صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، العدد 56، ص 28.
- صندوق النقد العربي : أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2009، العدد 60، ص 60.
- صندوق النقد العربي : أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2011، العدد 67، ص 39.
- مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان "زلزال الأزمة المالية العالمية و سوق الأسهم السعودي : عام من مواجهة الأزمة" مرجع سابق.

و من خلال الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

أ. فيما يخص القيمة السوقية: يتصدر سوق الأسهم السعودي من حيث قيمته السوقية الأهمية النسبية على مستوى الأسواق الخليجية و العربية بحيث تعد الأكبر في الشرق الأوسط، وبمقارنتها بالأسواق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية فقد احتلت السوق السعودية المرتبة الـ 11 من حيث رسملة السوق في نهاية عام 2005. ولقد كان المسار العام لاتجاه القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي تصاعديا طيلة الفترة ما بين 1994 و 2005 باستثناء حدوث انخفاض خلال سنة 1998 و ذلك بسبب انخفاض أسعار النفط بعد الأزمة الآسيوية لعام 1997. كما شهدت تلك القيمة طفرة نوعية بلغت ذروتها عام 2005، مع تسجيلها زيادة واضحة خلال المدة 2003-2005 حيث بلغ معدل التغير السنوي للسوق السعودي نسبة 311%، فقد أظهرت القيمة السوقية ارتفاعا في عام 2003 بنسبة 110% تقريبا بعد تخصيص شركة

الاتصالات السعودية لتصل القيمة السوقية للسوق السعودية إلى 590 مليار ريال، وتوالى النمو في القيمة السوقية نتيجة الأداء القوي للسوق وطرح عدد من الاكتتابات الأولية لتبلغ القيمة السوقية بنهاية عام 2005 حوالي 2438 مليار ريال¹¹⁵.

إن تصاعد القيمة السوقية هو انعكاس للإجراءات التي اتخذتها الدولة في مجال تحسين البيئة المؤسسية والتنظيمية و التي هدفت إلى تعزيز ثقة المستثمرين بها وذلك من خلال تطوير قوانين الشركات التجارية، وتحسين إجراءات و شروط الإدراج، واعتماد أنظمة وقوانين معتمدة عالميا و الارتقاء بمستويات الإفصاح والشفافية، و تطبيق مبادئ حوكمة الشركات، كما عمدت الدولة إلى سن القوانين المنظمة للاستثمار غير المباشر عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة فضلا عن تنويع المجالات الاستثمارية أمام المستثمرين العرب حيث أصبح بإمكانهم شراء و بيع الأسهم في هذا السوق. كما تعود تلك الزيادات في القيمة السوقية إلى النمو الاقتصادي بسبب ارتفاع أسعار النفط وزيادة الإنفاق الحكومي الذي تسرب جزء كبير منه إلى المصارف التجارية و التي زادت من طلباتها على الأسهم بشكل كبير خلال الفترة 2003-2005، إضافة إلى ارتفاع عمليات المضاربة والتي أدت إلى ارتفاع الأسعار إلى مستويات عالية جدا. كما يمكن إرجاع تلك الزيادات أيضا لتخصيص الحكومة السعودية لبعض من حصصها من الشركات المحلية في إطار برنامج الخصخصة حيث تمت اكتتابات في قطاع البنوك والبتروكيماويات.

أما الانخفاض الثاني الذي شهدته القيمة السوقية فقد كان طيلة عام 2006 حيث جاء عقب ارتفاع الأسهم طيلة العامين 2004-2005 و إلى مستويات بعضها لم يكن طبيعيا الأمر الذي أدى إلى انتهاج حركة لتصحيح الأسعار طوال عام 2006 حيث عمدت الجهات المختصة بالعمل على تطوير بعض الأطر التشريعية و الرقابية المناسبة لتحسين أداء السوق و أساليب عملها، و قد بلغت نسبة انخفاض القيمة السوقية مقارنة مع عام 2005 حوالي 50% من قيمته ليصل حجمه في نهاية العام إلى 1228 مليار ريال، ولكن السوق عاود نشاطه حيث ارتفعت القيمة السوقية في نهاية عام 2007 لتصل إلى 519 مليار دولار بنسبة بلغت قيمتها حوالي 59%.

ب. مؤشر حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة: يحتل سوق الأسهم السعودي المرتبة الأولى عربيا وخليجيا من حيث حجم التداول و قد مثل أوزانا عالية بلغت على مستوى الأسواق العربية 76.8% ، 83.3%، 61.1% من العام 2005 إلى غاية عام 2007 أما على مستوى الأسواق الخليجية فبلغت الأوزان 80.5% و 87.8% و 68.1% للأعوام نفسها.

ويلاحظ من الجدول رقم (4-1) الاتجاه التصاعدي لأحجام التداول طيلة المدة 1994-2006 عدا سنة 1998 حيث بلغت نسبة الانخفاض 92% وكان ذلك بسبب الأزمة الآسيوية. و كان الارتفاع واضحا خلال الفترة 2004 إلى 2006 إذ حقق حجم التداول معدل نمو بلغ 196، حيث وصل حجم التداول في سنة 2006 إلى

¹¹⁵ مقال بعنوان "دراسة: 8 أسباب تضعف العلاقة بين الاقتصاد السعودي وسوق الأسهم" مرجع سابق.

ما يقارب 5.262 مليار ريال بعد أن كان يقدر بـ 750 مليون ريال في سنة 1985. و بداية من سنة 2007 شهد حجم التداول انخفاضات متتالية و حتى عام 2011 و ذلك بسبب موجة الإصلاحات التي شهدتها السوق خلال عام 2006 والتي كان لها الأثر الكبير على أحجام التداول، وكذا ظهور الأزمة العالمية 2008 و التي ألفت بظلالها على السوق و امتدت آثارها إلى غاية 2011.

أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في السوق السعودي فقد بلغت الأهمية النسبية لعدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي في سنة 2007 نسبة 19.8% على مستوى الأسواق الخليجية و نسبة 17.9% على مستوى الأسواق العربية. وقد زاد حجم الأسهم المتداولة خلال الفترة من 1985 إلى 2006 من 4 ملايين سهم في عام 1985، إلى نحو 12.28 مليار سهم في عام 2005، في حين بلغت أكثر من 54 مليار سهم خلال عام 2006 بعد تجزئة الأسهم، إضافة إلى ذلك ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في السوق السعودية خلال الفترة من 1985 إلى 2006 من 760 مليون ريال في عام 1985 إلى ما يقارب 5.262 مليار ريال في عام 2006¹¹⁶.

ج. **مؤشر معدل دوران السهم:** من خلال الجدول رقم (4-1) يلاحظ أن هذا المؤشر عرف أعلى معدلاته والتي تجاوزت حاجز 100% منذ سنة 2003 و سبب ذلك هو أن إجمالي حجم التداول كان أكبر من إجمالي القيمة السوقية لنفس الفترة، كما سجل هذا المؤشر أعلى معدل لدورانه و كان ذلك خلال سنة 2006 حيث بلغ 429.2% و هو يعني وجود نشاط كبير للسوق في تلك السنة علاوة على سهولة وانخفاض تكلفة التداول.

إن الارتفاعات في هذا المؤشر ما هي إلا نتيجة للتطورات الكبيرة التي شهدتها السوق خاصة فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي الذي بلغ نسبة 25% من إجمالي الاستثمار في صناديق الاستثمار المدارة من قبل المصارف المحلية و شركات الاستثمار الحديثة لعام 2007، أي ما قيمته حوالي 25 مليار ريال سعودي من إجمالي الاستثمار البالغ 105 مليار ريال سعودي، في حين بلغت عمليات بيع و شراء الأسهم عن بُعد ما نسبته 52% من إجمالي العمليات، و كذلك التطور الحاصل في أنظمة و أساليب التداول و خاصة الاستثمار عن بُعد و نتيجة لذلك فقد تم استقطاب رؤوس أموال أجنبية .

3.1 إهميار سوق الأسهم السعودي في 2006

سيبقى تاريخ 26 فبراير 2006 في ذاكرة السعوديين فهو اليوم الذي شهد الإهميار الأكبر في سوق الأسهم بـ 3.1 تريليون ريال، و يعتقد البعض أن الإهميار جاء فقط نتيجة لقرار هيئة السوق المالية رقم (1-141-2006) بتاريخ 23 فبراير 2006) القاضي بتخفيض نسبة التذبذب اليومي في أسعار أسهم جميع الشركات المدرجة في السوق إلى 5% بدلا من 10% و ذلك ابتداء من يوم السبت 25 فبراير 2006، متجاهلين عددا

¹¹⁶ مقال بعنوان "دراسة: 8 أسباب تضعف العلاقة بين الاقتصاد السعودي وسوق الأسهم" مرجع سابق.

من الإجراءات البالغة الأهمية صدرت قبل هذا القرار، فلم يكن ذلك القرار إلا أشبهه (بكيسة زر) معلنا بداية انحدار السوق في موجة هابطة هي الأطول في تاريخ السوق المالية السعودية منذ تأسيسها .

فمع بداية سنة 2006 اتجه سوق الأسهم السعودي نحو الارتفاع حتى وصل إلى القمة في نهاية فبراير وبدأ رحلة الهبوط من بداية مارس واستمر حتى نهاية العام وبصورة متدرجة، فقد حدثت عدة تقلبات حادة هبط معها مؤشر السوق من 20000 نقطة ليصل إلى أقل من 8000 نقطة وتفقد الشركات أكثر من 50% من قيمتها، في وقت شهدت الشركات عصرا ذهبيا من زاوية التوسع والنمو في أعمالها محليا وعالميا، وشهدت ربحيتها نموا مستمرا وبمعدلات متفاوتة، كما شهدت الشركات تشغيلا يصل إلى مستوى الطاقة الكلية وتوسعا مستمرا لمضاعفة طاقتها الإنتاجية¹¹⁷. فقد كانت الإشارات متناقضة من اتجاه الشركات والاقتصاد إيجابية وتوسعية ومن زاوية السوق سلبية وتشاؤمية، ومن بعض التقارير العالمية التي رأت أهمية تصحيح الوضع وهبوط المؤشر إلى مستويات محددة .

ففي مطلع الربع الرابع من سنة 2005 أشارت عدة منظمات دولية إلى ارتفاع درجة المخاطرة في سوق الأسهم السعودي -خاصة تقرير صندوق النقد الدولي- (و ذلك عكس التصريحات الرسمية الصادرة عن وزارة المالية ومؤسسة النقد التي كانت تؤكد على متانة الاقتصاد، وخلو سوق الأصول من أية مخاطر، وتحديدًا من مخاطر تضخم الأسعار السوقية لأصوله المتداولة)، و قد أوصت تلك التقارير بضرورة اتخاذ عدد من الإجراءات العاجلة لمعالجة ومواجهة تلك المخاطر، والتي زادت شراستها مع مطلع 2006 حيث ترجمت إلى المزيد من الارتفاعات في وتيرة التعاملات القائمة على أساس المضاربات العشوائية، دون النظر إلى أساسيات التحليل الاقتصادي والمالي للقطاعات وللشركات المساهمة المدرجة في السوق، كما زاد من مستويات المخاطرة في السوق حالة الإفراط في منح القروض والتسهيلات من القطاع البنكي و قد أدت تلك التطورات إلى تحرك كل من وزارة المالية و مؤسسة النقد العربي السعودي، و وزارة التجارة والصناعة و وزارة الاقتصاد والتخطيط، و هيئة السوق المالية و ذلك باتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تحد من الارتفاعات الكبيرة والسريعة لمؤشر سوق الأسهم السعودي، وبناء عليه قامت مؤسسة النقد العربي السعودي في نهاية 2005 بإصدار ضوابط جديدة تحكم فيها اتفاقيات التمويل الاستهلاكي الممنوح من قبل البنوك واتفاقيات الضمان ذات الصلة، حيث تم تقييد الاقتراض من البنوك في حدود 25% من رأس المال. وبدأ سريان العمل بها مع مطلع 2006، ورغم أنها كانت ضوابط جيدة إلا أنها جاءت في وقت متأخر جدا، إذ نمت القروض الاستهلاكية خلال الفترة 2002-2005 بأكثر من 370%، حيث ارتفعت من نحو 38.4 مليار ريال في مطلع 2002 إلى أن وصلت بنهاية 2005 إلى نحو 180.9 مليار ريال، و توالى عقب هذه الخطوة من مؤسسة النقد عدد من الإجراءات والقرارات والعقوبات الرادعة الصادرة عن هيئة السوق المالية، يمكن تتبعها

¹¹⁷ الجفري ياسين عبد الرحمن " انهيار سوق الأسهم السعودي.. هل أن الأوان لقول الحقيقة ؟ " بتاريخ 2006/12/23 على موقع الإنترنت

showthread.php.htm2_fichiers/vbulletin_post_loader.js .

ومقارنتها مع قيمة المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية كما هو موضح في الجدول رقم (4-2) الذي يوضح أبرز القرارات والإجراءات التي تزامنت مع انهيار سوق الأسهم السعودية في فبراير 2006.

الجدول رقم (4-2) : أبرز القرارات والإجراءات التي تزامنت مع انهيار سوق الأسهم السعودية في فبراير 2006

| التاريخ | البيان أو القرار أو الإعلان و مصدره | إغلاق المؤشر | التغير بين الإعلانات | التغير في نهاية 2005 |
|------------|--|--------------|----------------------|----------------------|
| 2006 /1/ 1 | بدء سريان الضوابط على اتفاقيات التمويل الاستهلاكي الممنوح من قبل البنوك واتفاقيات الضمان ذات الصلة والتي صدرت من مؤسسة النقد العربي السعودي. | 16973.31 | %106.8 | %1.6 |
| 2006 /1/ 2 | إعلان هيئة السوق عن صدور قرار لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية بتغريم ثلاثة مخالفين لنظام السوق المالية مبلغ 169 مليون ريال، ومنعهم من العمل في الشركات المدرجة في السوق أو عضوية مجالس إدارتها لمدة ثلاث سنوات. | 17165.66 | %1.1 | %2.7 |
| 2006 /1/22 | هيئة السوق المالية تعدل المادتين الخامسة والعشرين والثلاثين من (قواعد التسجيل والإدراج) بهدف فرض مزيد من الشفافية والإفصاح عن تعاملات كبار الملاك وأعضاء مجالس الإدارة وكبار التنفيذيين وأية تغيرات في استثماراتهم. | 18004.08 | %4.9 | %7.7 |
| 2006 /1/23 | صدور قرار هيئة سوق المال بعدم الجواز للشركات المساهمة المدرجة في السوق شراء أو بيع الأوراق المالية ما لم يتضمن نظامها الأساسي نصا يبيح لها ذلك والزام تلك الشركات بتصحيح أوضاعها بما يتفق معه خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ هذا القرار على أن تقدم الشركة للهيئة خلال شهر من تاريخ القرار عخطتها لتصحيح أوضاعها. | 18348.30 | %2.1 | %10.0 |
| 2006 /1/24 | صدور قرار هيئة السوق المالية بتعديل المادتين 25 و 30 من (قواعد التسجيل والإدراج)، لتعدل المادة 25 بموجب قيام الشركة بالإبلاغ والإعلان عن أي تطورات مهمة لديها يمكن أن تؤدي إلى تغير كبير في سعر السهم أو أي ورقة مالية أخرى مدرجة، أو في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المنشأ إليها قبل ساعتين -على الأقل- من أول فترة تداول في السوق تلي وقوع التطورات المهمة. أما بالنسبة للمادة 30 فقد تم تعديلها ليصبح الإشعار عن الوصول إلى نسبة 5% من أسهم الشركة، والإشعار عن ملكية عضو مجلس الإدارة أو أي من كبار التنفيذيين لأسهم فيها، والإشعار عن تغيير كمية ذلك، يجب أن يتم في نهاية يوم التداول الذي تحققت فيه الملكية أو تغيير كميتها، كما عدلت نسبة الإشعار عند حدوث أي زيادة أو نقص في ملكية أو مصلحة أي من أعضاء مجلس الإدارة في الشركة، أو أحد كبار التنفيذيين فيها، بحيث أصبحت نسبة التغير التي يجب الإشعار عنها 50% أو أكثر من الأسهم أو أدوات الدين التي يملك أي منهم في الشركة، أو 1% أو أكثر من أسهمها، أو أدوات دينها أو أيهما أقل. | 18587.46 | %1.1 | %11.2 |
| 2006 /2/ 4 | قرار تعديل وحدة التغير السعر في السوق إلى ريال واحد. | 19191.35 | %3.2 | %14.8 |
| 2006/2/14 | إعلان من هيئة السوق المالية بشأن تسريع إجراءات التحري و التحقيق في نشاطات عدد من المتداولين. | 19698.61 | %2.6 | %17.9 |

المصدر: مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان "الذكرى الخامسة لانهايار سوق الأسهم السعودي 2006-2011" جريدة الرياض على موقع الإنترنت <http://www.alriyadh.com/css/img/iefavicon.ico>

و قد تم اتخاذ حزمة من القرارات والإجراءات في فترة زمنية وجيزة و هو ما يشير إلى انتهاج أسلوب العلاج بالصدمات، والذي يعد من أخطر أساليب معالجة الاختلالات أو التشوهات في السوق، بل قد يفضي إلى نتائج عكسية أو مبالغ فيها قد تخرج عن السيطرة تماما، وهو ما حدث بالفعل في أداء سوق الأسهم السعودية، إذ فقدت في ظرف 15 يوم عمل نحو ثلث قيمتها (27.8%).

وعلى الرغم من اتخاذ العديد من الإجراءات اللاحقة إلا أن السوق لم تلبث و عادت إلى التريف من جديد حتى وصلت خسائرها بحلول يوم الخميس 11 ماي 2006 إلى أكثر من 51.3% وليستقر المؤشر العام عند 10046.83 نقطة، وقد فقدت السوق السعودية أكثر من نصف قيمتها في ظرف 61 يوم عمل¹¹⁸. و أنهى السوق السعودي تعاملاته لسنة 2006 على انخفاض؛ فقد تراجع المؤشر العام للسوق ليصل إلى 7933.3 نقطة بعد ما كان في نهاية 2005 يقدر بـ 16712.64 نقطة، كما انخفضت القيمة السوقية حيث بلغت 1225.858 مليار ريال سعودي في سنة 2006 مقارنة بـ 2438.2 مليار ريال في سنة 2005. أما خلال سنة 2007 فقد ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بنسبة 58.8% لتبلغ حوالي 519 مليار دولار مقابل 326.9 مليار دولار في نهاية 2006، كما انخفضت أحجام التداول خلال عام 2007 بنسبة 51.4% لتبلغ حوالي 682.3 مليار دولار مقارنة مع 1402.9 مليار دولار خلال 2006. كما انخفض معدل دوران الأسهم من 429.2% إلى 131.4%، أما عدد الأسهم فقد ارتفعت بنسبة 6.3% لتبلغ قيمتها 57.88 مليار سهم مقارنة بـ 54.44 مليار سهم تم تداولها خلال سنة 2006¹¹⁹.

4.1 الأزمة المالية العالمية لـ 2008 و تأثيرها على سوق الأسهم السعودي

لم تكن المملكة العربية السعودية بمعزل عن العالم، فقد تأثر اقتصادها وقطاعاته بشكل مباشر وغير مباشر بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث تأثر سوق المال بشكل واضح بأداء البورصات العالمية، مما يؤكد وجود ارتباط وتشابك بين الاقتصاد وسوق المال السعودي، كما شهد الإنتاج الرئيسي للمملكة (النفط) انخفاضات حادة ومتكررة إذ انخفض سعر النفط من 147 دولارا أمريكيا إلى مادون الـ 30 دولار، هذا إضافة إلى انخفاض أسعار البتروكيماويات التي تشتهر بصناعاتها المملكة باعتبار أن اقتصاد المملكة يتركز على مورد أساسي واحد و هو النفط. و أُلقت الأزمة المالية العالمية بظلالها على عدد من قطاعات السوق المهمة وخصوصا المصارف وقطاع البتروكيماويات وهما القطاعان الأكثر وزنا في مؤشر السوق.

و قد أغلقت جميع الأسواق المالية عام 2008 على خسائر فادحة جاء أغلبها في الربع الأخير من العام، وقد احتل سوق الأسهم السعودي المرتبة الثانية في سلم الأسواق (الإقليمية) من حيث الخسائر بنسبة 56.5% بعد سوق دبي التي منيت بخسائر تراكمية عن العام تجاوزت 72.4%، وفي المقابل جاءت

¹¹⁸ مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان "الذكرى الخامسة لانهيار سوق الأسهم السعودي 2006-2011" جريدة الرياض، على موقع الإنترنت

<http://www.alriyadh.com/css/img/iefavicon.ico>

¹¹⁹ صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2007، العدد 52، ص 25.

الأسواق الرئيسية (منشأ الأزمة) في مستويات أدنى من الخسائر فلم تتجاوز خسائر FTSE 100 خلال العام 31.3%، و Dow Jones نحو 33.8% و DAX الألماني 40.4%. حتى في مسيرة التعويض التي بدأتها الأسواق مع مطلع مارس 2009 جاءت السوق المالية السعودية الأبطأ مقارنة ببقية الأسواق الرئيسية، محققة مقولة "أنها السوق الأسرع خسارة، و الأبطأ تعويضا"، رغم أن علاقتها مع الأزمة المالية وتأثيراتها اللاحقة تأتي في مراتب متأخرة جدا مقارنة ببقية الأسواق الأكثر ارتباطا بالأزمة المالية¹²⁰.

و بنهاية 2008 فقد سوق الأسهم السعودي أكثر من نصف قيمته السوقية فقد قدرت بـ 52.5% مقارنة بنهاية عام 2007 لتبلغ حوالي 246.4 مليار دولار مقابل نحو 519 مليار دولار في نهاية عام 2007، كما انخفضت أحجام التداول بنسبة 23.3% لتبلغ حوالي 523.13 مليار دولار مقارنة مع 628.3 مليار دولار خلال عام 2007، أما فيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم فقد ارتفع من 131.4% إلى 212.3% وذلك راجع إلى أن التداول فاق القيمة السوقية بأكثر من الضعف، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 1.6% ليلغ 58.83 مليار سهم مقارنة مع 57.89 مليار سهم تم تداولها في سنة 2007¹²¹.

و عليه فقد تأثر سوق الأسهم السعودي وشهد انخفاضا كبيرا في قيمة مؤشر الأسعار حيث انخفض بحوالي 59%، حيث تأثرت مؤشرات قطاع التأمين و شركات الاستثمارات المتعددة في سوق الأسهم السعودي و انخفض بواقع 72% و 66% على التوالي، كما انعكس تقلب أسعار النفط على مؤشر قطاع البتروكيماويات خلال النصف الأول من عام 2008 و نما مؤشر القطاع بشكل هامشي بمعدل 0.5% في حين انخفض بنسبة 60% خلال النصف الثاني بسبب انخفاض أسعار النفط، كما أظهرت نتائج السنة المالية لسنة 2008 نسبة انخفاض بمعدل 46% لتصل إلى 12 مليار دولار على اثر النتائج السلبية لشركة المملكة القابضة و كذلك شركة سابك.

أما نتائج الربع الأول من عام 2009 للشركات المدرجة فقد تراجع إجمالي الأرباح بنسبة 50% لتسجل 2.8 مليار دولار مقارنة مع 6 مليار دولار للربع الأول من عام 2008 و على أثر تراجع نشاط شركة (سابك) و الذي يرجع سببه إلى انخفاض الربح التشغيلي خلال الربع الأول بسبب انخفاض أسعار المنتجات البتروكيماوية و المعادن كما أن انحسار الطلب على المنتجات أثرت على ذلك¹²².

¹²⁰ مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان " زلزال الأزمة المالية العالمية و سوق الأسهم السعودية عام من مواجهة الأزمة" على موقع الانترنت

www.w..org/1999/xhtml بتاريخ 26 مارس 2010.

¹²¹ صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، العدد 56، ص 25.

¹²² حسن كريم حمزة، مرجع سابق، ص ص 290-292.

5.1 أداء سوق الأسهم السعودي خلال عام 2009

جاء أداء سوق الأسهم السعودي خلال العام 2009 الأفضل بين أسواق دول مجلس التعاون الخليجي حيث احتل المرتبة الأولى، وفي منطقة متوسطة بالمقارنة مع الأسواق الرئيسية، فيما كان الأقل بين الأسواق الناشئة النشطة كالصين والهند والبرازيل.

و أنهت السوق المالية السعودية أعمالها خلال عام 2009 على نمو صافي بلغ 27.5% لتغلق عند مستوى 6121.8 نقطة، مقارنة بأعلى خسارة سجلتها في تاريخها الممتد منذ عام 1985 التي وصلت إلى 56.5% خلال عام 2008. وارتفعت القيمة السوقية الإجمالية للسوق إلى نحو 318.8 مليار دولار محققة معدل نمو سنوي بلغ 29.4% مقارنة مع مستواها الأدنى بنهاية 2008 البالغ 246.4 مليار دولار تشكلت من الأسهم المصدرة البالغ عددها نحو 41.2 مليار سهم مدفوع بعودة نحو 135 شركة مساهمة مدرجة بنهاية 2009، مقابل أسهم مصدرة بلغ عددها 39.5 مليار سهم عائدة لنحو 126 شركة مساهمة مدرجة بنهاية 2008. وجاء نمو الأسهم المصدرة خلال عام 2009 الأقل خلال فترة السبع سنوات الماضية (2003-2009) إذ لم يتجاوز 4.3% مقارنة مع نموها خلال 2008 بنحو 28.6%، ويعزى السبب وراء التراجع بالدرجة الأولى إلى التراجع الذي طغى على عدد الإدراجات الجديدة في السوق، حيث لم يتجاوز عددها 9 إدراجات (744.8 مليون سهم) من بين 11 اكتتاب تمت خلال العام 2008 (777.8 مليون سهم)، وجاء هذا التراجع انعكاساً لتأثيرات الأزمة المالية التي زادت من درجات التحفظ لدى كافة المتعاملين مع السوق المالية سواء من ملاك الشركات أو من المكتتبين.

أما من جانب قيمة التداولات خلال عام 2009 فقد سجلت انخفاضها للعام الثالث على التوالي بنحو 35.6% لتجتمع عند مستوى 337.041 مليار دولار مقارنة بنحو 523.129 مليار دولار بنهاية عام 2008، بالطبع أدى هذا إلى تراجع ملموس في معدلات دوران الأسهم إلى 105.3، مقارنة بأكثر من 212.3 خلال 2008. كما تراجعت أحجام التداول خلال عام 2009 بنحو 3.55% إلى 56.74 مليار سهم، مقارنة بنحو 58.838 مليار سهم تم التنفيذ عليها خلال عام 2008¹²³.

و لتبيان مدى تأثير السوق السعودي بالأزمة المالية العالمية يوضح الجدول رقم (4-3) صافي الأرباح السنوية للسوق السعودية بمختلف قطاعاته ما بين 2008 و 2009.

¹²³ مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان " زلزال الأزمة المالية العالمية و سوق الأسهم السعودية عام من مواجهة الأزمة" مرجع سابق.

صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2009، العدد 60، ص 27.

الجدول رقم (4-3): صافي الأرباح الربع السنوية للسوق السعودية خلال الفترة 2008-2009

الوحدة: مليون ريال

| 2008 | | | | 2009 | | | القطاعات |
|-------------|--------------|--------------|------------------|----------------|--------------|--------------|----------------------------|
| الربع الأول | الربع الثاني | الربع الثالث | الربع الرابع | الربع الأول | الربع الثاني | الربع الثالث | |
| 20608.46 | 25846.18 | 23782.28 | 24303.97- | 10365.57 | 15884.85 | 17622.74 | السوق |
| 6400.73 | 6956.36 | 6017.77 | 4610.46 | 6398.85 | 6540.24 | 6146.52 | المصارف والخدمات المالية |
| 8172.23 | 9256.64 | 9396.71 | 271.46- | 549.15- | 2211.74 | 3734.06 | الصناعات البتروكيمياوية |
| 1254.91 | 1232.18 | 787.19 | 728.73 | 1015.72 | 1068.00 | 813.05 | الاسمنت |
| 206.55 | 200.24 | 249.13 | 189.15 | 201.56 | 194.48 | 286.51 | التجزئة |
| 741.73 | 579.33 | 534.08 | 394.96- | 758.50- | 725.43 | 1768.80 | الطاقة والمرافق الخدمية |
| 509.73 | 579.33 | 534.08 | 236.43- | 420.29 | 519.67 | 700.63 | الزراعة والصناعات الغذائية |
| 2820.68 | 4069.16 | 2902.72 | 1129.59 | 2202.55 | 2808.49 | 2389.73 | الاتصالات وتقنية المعلومات |
| 23.59 | 28.19 | 53.83 | 119.51- | 25.26 | 25.89 | 164.22 | التأمين |
| 235.35 | 576.00 | 76.02 | 31226.14- | 62.51 | 129.44 | 135.56 | شركات الاستثمار المتعددة |
| 299.82 | 275.30 | 334.95 | 269.62 | 266.85 | 243.00 | 339.93 | الاستثمار الصناعي |
| 585.71 | 702.67 | 728.41 | 227.03 | 382.84 | 356.06 | 349.09 | التشييد والبناء |
| 530.65 | 804.06 | 717.02 | 501.20 | 462.08 | 595.58 | 668.31 | التطوير العقاري |
| 188.26 | 176.47 | 334.07 | 166.92 | 162.34 | 123.49 | 87.19 | النقل |
| 95.47 | 127.22 | 88.03 | 89.27 | 44.08 | 25.34 | 24.94 | الإعلام والنشر |
| 26.51 | 29.91 | 34.62 | 32.55 | 28.30 | 318.00 | 14.20 | الفنادق والسياحة |

المصدر: مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان " زلزال الأزمة المالية العالمية و سوق الأسهم السعودية عام من مواجهة الأزمة" مرجع سابق.

تحليل الجدول:

من خلال الجدول المقارن بين سنتي 2008 و 2009 يمكن تبيان مدى تأثر السوق الأسهم السعودي وكذا قطاعاته بالأزمة المالية العالمية، و عليه يمكن استنتاج ما يلي:

- بعد أن سجل مؤشر السوق ارتفاعاً خلال الربع الثاني من 2008 شهد انخفاضاً في الأرباح خلال الربع الثالث قدر بحوالي 23.8 مليار ريال ليسجل بعد ذلك خسائر تقدر بـ 24.3 مليار ريال في الربع الرابع من 2008 و بعدها استعاد السوق نشاطه ليحقق أرباحاً متصاعدة بداية من سنة 2009.
- فيما يتعلق بقطاعات السوق ففيما عدا قطاع الإعلام و النشر الذي حقق أرباحاً خلال الربع الرابع من 2008 و لكن بعد ذلك و بداية من 2009 بدأ في تحقيق أرباح متناقصة. أما فيما يتعلق بباقي القطاعات فبعضها عرف تراجعاً في الأرباح خلال الربع الرابع من 2008 أما البعض الآخر فقد حقق خسائر و يمكن توضيح ذلك أكثر كما يلي:

- من بين القطاعات التي حققت تراجعاً في أرباحها نجد: المصارف، الاسمنت، التجزئة، الاتصالات وتقنية المعلومات، الاستثمار الصناعي، التشييد و البناء، التطوير العقاري، النقل، الفنادق والسياحة لتعاود تحقيق أرباح متزايد بداية من 2009 إلى الربع الثاني، غير أن بعض القطاعات حققت تراجعاً في

أرباحها خلال الربع الثالث من 2009 و منها: المصارف، الاسمنت، الاتصالات وتقنية المعلومات، التشييد والبناء، الفنادق والسياحة، وذلك نظرا لارتباط تلك القطاعات بأزمة الرهن العقاري .

- أما فيما يتعلق بالقطاعات التي حققت خسائر في الأرباح فنجد: قطاع الطاقة و المرافق الخدمية حيث حقق خسائر بداية من الربع الرابع من 2008 قدرت بـ 394.96 مليون ريال لتمتد الخسائر إلى الربع الأول من 2009 و التي قدرت بـ 758.5 مليون ريال، ليعود هذا القطاع و يحقق أرباحا متصاعدة بداية من الربع الثاني من 2009. و قطاع البتروكيماويات أيضا فقد حقق خسائر بداية من الربع الرابع من 2008 تقدر بـ 271.46 مليون ريال لترتفع الخسائر إلى 549.15 مليون ريال في الربع الأول من 2009 ليعود لتحقيق أرباح في الأرباع التالية. بالإضافة إلى قطاع شركات الاستثمار المتعددة و هو القطاع الذي حقق أكبر الخسائر خلال الربع الرابع من 2008 مقارنة بباقي القطاعات، حيث قدرت خسائره بـ 31.3 مليار ريال في الربع الرابع من 2008 في حين لم تتجاوز أرباحه 76.02 مليون ريال في الربع الثالث من نفس السنة، و بداية من 2009 بدأ القطاع في تحقيق أرباح متصاعدة. كما كان قطاع التأمين من بين القطاعات التي حققت خسائر قدرت بـ 119.51 مليون ريال في الربع الرابع من 2008 ليستعيد نشاطه و يحقق أرباح متصاعدة بداية من 2009، كما حقق قطاع الزراعة و الصناعات الغذائية خسائر قدرت بـ 236.43 مليون ريال خلال الربع الرابع من 2008 ليعاود القطاع تحقيق أرباح بداية من 2009.

6.1 أداء سوق الأسهم السعودي خلال سنتي 2010 و 2011

أنهى سوق الأسهم السعودي عام 2011 بخسائر بلغت 3 % عند 6418 نقطة، مقارنة بإغلاق نهاية عام 2010، فاقتاد حوالي 203 نقطة، وسط هبوط 48 سهم شركة، وصعود 99 سهما، وأغلق سهمان فقط عند نفس مستواهما السابق. وشهدت أحجام التداول في السوق السعودي خلال عام 2011 تحسنا ملحوظا مقارنة بالعام السابق، وبلغت نحو 1099 مليار ريال مقارنة بحوالي 759 مليار ريال في عام 2010، و 1264 مليار ريال خلال عام 2009، وبلغ معدل التداول اليومي خلال عام 2011 نحو 4.1 مليار ريال، مقابل 2.9 مليار ريال يوميا عام 2010، و 4.8 مليار ريال يوميا خلال عام 2009 وبنحو 20 مليار يوميا خلال عام 2006 الذي شهد أعلى قيم تداول يومية في تاريخ سوق الأسهم السعودي. وكشف التقرير السنوي الإحصائي لعام 2011 الذي أصدرته السوق المالية السعودية (تداول) عن أن إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام بلغت 48.5 مليار سهم مقابل 33.3 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2010، بارتفاع بلغت نسبته 45.61 %، في الوقت الذي بلغ فيه إجمالي عدد الصفقات المنفذة لعام 2011 أكثر من 25.5 مليون صفقة مقابل 19.5 مليون صفقة تم تنفيذها خلال العام الذي سبقه بارتفاع بلغت نسبته 30.7 %.

وقد كان قطاع البتروكيماويات من أنشط القطاعات خلال عام 2011 ، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 329 مليار ريال (87.7 مليار دولار)، مثلت نحو 30 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام، وحل ثانيا قطاع التأمين بنحو 197 مليار ريال (52.8 مليار دولار)، بنسبة قاربت الـ 18 % ، وجاء قطاع الزراعة والصناعات الغذائية في المرتبة الثالثة بنحو 108 مليارات ريال (28.8 مليار دولار) من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال العام 2011.

أما عن نشاطات القطاعات، ففي ما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة خلال عام 2011، فقد كان قطاع البتروكيماويات من أكثر القطاعات تحركا، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة للقطاع 9.55 مليار سهم، اقتطعت 19.67 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال العام، أما قطاع التأمين الذي يمتلك 7.19 مليار سهم فقد اقتسم 14.81 % من إجمالي عدد الأسهم المتداولة للعام 2011.

وأغلق مؤشر سوق الأسهم السعودي عام 2011 عند مستوى 6417 نقطة، مقارنة بـ 6620 نقطة في نهاية عام 2010، وقد حقق المؤشر أعلى نقطة إغلاق له خلال العام 2011 في يوم 16 يناير، حيث أغلق عند مستوى 6788 نقطة¹²⁴.

وكان عام 2011 زاخرا بالأحداث الإقليمية والعالمية التي أثرت على سوق الأسهم السعودي منها أحداث سياسية وأخرى اقتصادية، بداية من الاضطرابات السياسية في المنطقة العربية، والتي عرفت بأحداث الربيع العربي، والتي اهتزت على أثرها أسواق المنطقة يتقدمها السوق السعودي-أكبر الأسواق- حيث تكبد خسائر كبيرة على خلفية هذه الأحداث. كما كان لأزمة اليورو التي عقدت الأوضاع الاقتصادية لعدة بلدان أوروبية بداية من اليونان و البرتغال و اسبانيا إلى ايطاليا أثرها على السوق السعودي إضافة إلى تخفيض ستاندرد آند بورز التصنيف الائتماني الممتاز للولايات المتحدة الأمريكية في أوت 2011.

و قد تكبد السوق خسائر قاسية خلال الربع الأول من عام 2011 فاقت الـ 1500 نقطة، إلا أنه عاد وقلص معظم خسائره في فترة وجيزة خصوصا مع تدخل الصناديق الحكومية للشراء من السوق منها الربع الأول على تراجع بـ 1 % ، و استقر عند نفس مستواه تقريبا خلال الربع الثاني، قبل أن يتعرض لموجة هبوط خلال الربع الثالث منها الربع على انخفاض بنحو 7% ، في حين كان أداء السوق خلال الربع الأخير من العام إيجابيا مقارنة بالارباع الأولى من العام، حيث سجل ارتفاع بنحو 5%¹²⁵.

وفيما يلي عرض لأهم الأحداث التي مرت على مؤشر السوق السعودي خلال عام 2011 مرتبة حسب تاريخ الحدث¹²⁶:

¹²⁴ مقال لـ الشديدي عبد الإله بعنوان "السوق السعودية تسجل 500 مليار دولار كقيمة للأسهم المتداولة في 2011" على موقع الإنترنت

<http://arabic.arabia.msn.com/business/market/af/2012/january/11960624.aspx> ، تاريخ الاطلاع الخميس 12 يناير 2012.

¹²⁵ مقال بعنوان "السوق السعودي ينهي عام 2011 على خسائر تقدر بـ 3% وسط أحداث إقليمية و عالمية صعبة" على موقع الإنترنت

www.argaam.com ، تاريخ الاطلاع يوم 8 يناير 2012.

¹²⁶ مقال بعنوان " هل يعيد التاريخ نفسه بالنسبة لسوق الأسهم السعودية؟" على موقع الإنترنت www.saudishars.net/vb/favicon.ico ، تاريخ الاطلاع يوم

1 مارس 2012.

1. الأحد 16 يناير 2011: سجل مؤشر السوق السعودي في جلسة 16 يناير 2011 أعلى مستوى له خلال العام عند 6791 نقطة، وكان هذا المستوى ذروة لسلسلة من الارتفاع التدريجي، الذي استمر لـ 37 جلسة والتي بدأت من أواخر شهر نوفمبر 2010، وتزامن هذا المستوى مع فترة إعلان النتائج السنوية.
2. بين يناير ومارس 2011: أحداث الربيع العربي
تعتبر أحداث الربيع العربي أو التظاهرات والثورات التي شهدتها الدول العربية أهم حدث لعام 2011، فقد بدأت هذه الأحداث من تونس، وتوسعت وانتشرت فيما بعد إلى مصر وليبيا واليمن وسوريا والبحرين، وكان لهذه الأحداث الأثر الواضح والبين على السوق السعودي خلال الربع الأول، خاصة الأحداث في مصر عقب جمعة الغضب 28 يناير 2011 .

 - السبت 29 يناير: سجل مؤشر السوق السعودي أكبر نسبة انخفاض يومي له خلال عام 2011 بـ 432 نقطة ونسبة (- 6.4%) عقب جمعة الغضب في مصر .
 - الأربعاء 2 مارس: مع تزايد التوتر في مصر وانتقال عدوى الثورة إلى البحرين واليمن، دخل مؤشر السوق السعودي في سلسلة من الانخفاضات الحادة، خاصة خلال شهر فبراير قادته إلى تسجيل أدنى مستوى له خلال عام 2011 عند 5323 نقطة جلسة 2 مارس 2011 .
 - الاثنين 28 فبراير، والثلاثاء 1 مارس: عقب الانخفاض الكبير الذي شهده مؤشر السوق دخلت المؤسسة العامة للتقاعد إلى السوق، وقامت بعمليات شراء على العديد من الأسهم في مختلف القطاعات بين نهاية فبراير وبداية مارس، وجاء عقب هذه العمليات تصريحات لوزير المالية السعودي إبراهيم العساف- قال فيها إن الوضع الاقتصادي في السعودية ممتاز، وعمليات البيع التي شهدتها السوق خلال الأيام الماضية غير مبررة، وإن مؤسسة التقاعد قد استغلت الفرصة ودخلت السوق، وإنه هو شخصيا قد اشترى من السوق بعد المستويات التي وصلتها الأسهم.
 - السبت 5 مارس: خلال نفس اليوم الذي أدلى فيه وزير المالية بالتصريحات عن دخول مؤسسة التقاعد وقيامها بعمليات الشراء من السوق - يوم 5 مارس 2011 - سجل مؤشر السوق السعودي أعلى نسبة ارتفاع قدرت بـ 387 نقطة (+ 7.3 %) كأعلى نسبة ارتفاع خلال عام 2011.

3. الأربعاء 25 ماي: وقف التداول على أسهم شركة اتحاد عذيب بقرار من هيئة سوق المال يوم 24 ماي 2011، بسبب تجاوز خسائر الشركة 75% من رأس المال.
4. الجمعة 5 أوت: أعلنت وكالة التصنيف الائتماني ستاندرد آند بورز (S&P) أنها خفضت التقييم الائتماني للولايات المتحدة الأمريكية درجة واحدة من AAA إلى AA+ كأول تخفيض من نوعه في تاريخ التصنيفات الائتمانية، حيث لم يسبق أن انخفض تقييم الولايات المتحدة الأمريكية لأقل من AAA، وأدخل هذا الإجراء الأسواق العالمية والسوق السعودية في انخفاضات حادة، وسجل مؤشر

السوق السعودي عقب هذا التخفيض انخفاضاً بنسبة 5.5 %، كأحد أكبر نسب الانخفاض اليومية خلال عام 2011.

5. الأحد 19 سبتمبر: من أهم الأحداث التي ألفت بظلالها على السوق السعودي والأسواق العالمية ككل أزمة الديون السيادية في أوروبا التي انطلقت في عام 2010 من اليونان، واكتسحت العديد من الدول الأوروبية مثل النرويج، والبرتغال، وإسبانيا، وإيطاليا، وبلغت ذروتها يوم خفضت وكالة التصنيف الائتماني ستاندرد آند بورز يوم الأحد 19 سبتمبر تصنيفها الائتماني لإيطاليا درجة واحدة مع نظرة مستقبلية سلبية، وهو ما أدى إلى استقالة رئيس الوزراء الإيطالي برلسكوني، وضاعف من حدة الأزمة التي أصبحت تهدد دولا أوروبية كبيرة، وأثارت شكوكا حول بقاء الاتحاد الأوروبي.

6. الأحد 30 أكتوبر: من أهم الأحداث المسجلة في السوق السعودي أيضا خلال 2011 - أو في تاريخ السوق السعودي - ارتفاع سهم بروج للتأمين خلال الفترة الممتدة بين شهري سبتمبر وأكتوبر فقط، بنسبة قاربت الـ 900 % عندما سجل السهم أعلى مستوى له منذ إدراجه في فبراير 2010 عند 258.00 ريال للسهم، وذلك في جلسة الأحد 30 أكتوبر.

وأظهرت دراسة أجرتها "أرقام" على نتائج الشركات المدرجة بالسوق السعودي، أن الحصيلة الإجمالية لنتائج الشركات السعودية خلال عام 2011 سجلت ارتفاعاً في الأرباح المجمعة للشركات إلى 95.14 مليار ريال، مقارنة بـ 78.29 مليار ريال في عام 2010 بزيادة قدرها 16.85 مليار ريال بنسبة نمو بلغت 22 % وساهمت شركات قطاع البتروكيماويات بالجزء الأكبر من النمو الحاصل في الأرباح الإجمالية لعام 2011 مقارنة بالعام السابق، وذلك بفضل تحسن نتائجها، خصوصا خلال الفصول الثلاثة الأولى من العام مع ارتفاع أسعار المنتجات، مقارنة بالعام السابق، على الرغم من تراجع أرباح القطاع بشكل عام خلال الربع الأخير من العام قياساً بنفس الفترة من العام السابق. وسجلت شركة "سابك" أكبر الشركات المدرجة بالسوق أرباحاً بلغت 29.2 مليار ريال خلال عام 2011 مرتفعة بنسبة بلغت 36 % قياساً بأرباحها خلال العام السابق. وساهم قطاع "البنوك" بنسبة بلغت 27 % من مجموع الأرباح الصافية للشركات السعودية، مدعوماً بتحسين أرباح معظم البنوك مع انخفاض المخصصات الائتمانية، وسجلت جميع البنوك نمواً إيجابياً في نتائجها خلال العام باستثناء مجموعة "سامبا" والتي تراجعت أرباحها بنسبة 3% واستقرت الأرباح المجمعة لشركات قطاع الاتصالات عند نفس مستوياتها من العام الماضي متأثرة بانخفاض أرباح شركة "اتصالات" واستمرار تسجيل الخسائر لكل من "زين" و"اتحاد عذيب". في حين سجلت شركات الأسمت نمواً جيداً في أرباحها خلال عام 2011، وبلغت الأرباح المجمعة للقطاع 4.54 مليار ريال بارتفاع بنسبة 25 % عما كانت عليه في عام 2010.

و بناء على نتائج الشركات المعلنة لعام 2011، فإن مكرر الأرباح للسوق السعودي بلغ 13.4 مرة مقارنة بمكرر 17.2 مرة الذي كان سائداً في ذات الوقت من العام الماضي بعد إعلان نتائج عام 2010.

ويأتي هذا التراجع في مكررات الربح بسبب استقرار أسعار الأسهم وبالذات الكبيرة منها منذ مطلع 2011 ، وبالتالي أدى لاستقرار نسبي في أداء المؤشر العام للسوق في الوقت الذي سجلت الشركات نمواً في أرباحها¹²⁷.

7.1 سوق الأسهم السعودي خلال الربع الأول من 2012

لقد كان سوق الأسهم السعودي أفضل أداء خلال الربع الأول من 2012 مقارنة بأسواق الأسهم الخليجية، حيث أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) في نهاية الربع الأول 2012 عند مستوى 7835.15 مرتفعاً بـ 1272.3 نقطة مقارنة بإغلاق نفس الفترة من العام 2011. حيث حقق المؤشر منذ بداية العام عائداً إيجابياً قدره 22.09%. وقد كانت أعلى نقطة إغلاق للمؤشر خلال الفترة في يوم 31 مارس 2012 عند مستوى 7835.15 نقطة. وبلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة في نهاية الربع الأول 2012 حوالي 1539.61 مليار ريال مسجلة ارتفاعاً بلغت نسبته 16.72% عن نفس الفترة من العام السابق. كما بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال الربع الأول 684.71 مليار ريال وذلك بارتفاع بلغت نسبته 163.07% عن نفس الفترة من العام 2011. وبلغ إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الأول 31.77 مليار سهم مقابل 12.21 مليار سهم تم تداولها خلال الربع الأول من العام 2011. أما إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال الربع الأول فقد بلغ 13.48 مليون صفقة مقابل 5.58 مليون صفقة تم تنفيذها خلال الربع الأول من العام السابق¹²⁸.

¹²⁷ www.indexsignal.com/community/

¹²⁸ تقرير تداول الإحصائي للربع الأول من 2012 (بورصة السعودية) على موقع الإنترنت www.asmainfo.com ، تاريخ الاطلاع يوم 1 أبريل 2012.

المبحث الثاني: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالتوجهات المستقبلية لسوق الأسهم السعودي

يسعى التحليل الفني إلى دراسة وضع السوق مرتكزا في ذلك على تتبع حركة الأسعار و أحجام التداول التي سبق تسجيلها و ذلك بهدف اكتشاف سلوك أو نمط لحركة الأسعار القائمة ليتم على إثرها - خلال فترة زمنية محددة- التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية المحتملة.

ويستند التحليل الفني على مبدأ أن الأسعار تتحدد بفعل عوامل العرض و الطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل، و للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للسوق ككل يتم تتبع حركة مؤشر السوق، فمؤشر السوق¹²⁹ يمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية ككل، أو لمجموعة معينة من الأسهم.

و يتكون مؤشر سوق الأسهم السعودية من مجموعة من أسهم لشركات تنتمي لمختلف القطاعات (عدد القطاعات بتاريخ 30 ماي 2012 قدر بـ 15 قطاع و هي كما يلي: المصارف والخدمات المالية، الصناعات البتروكيماوية، قطاع الاسمنت، قطاع التجزئة، الطاقة والمرافق الخدمية، الزراعة والصناعات الغذائية، قطاع الاتصالات، قطاع التأمين، الاستثمار المتعدد، الاستثمار الصناعي، قطاع التشييد والبناء، قطاع التطوير العقاري، قطاع النقل، قطاع الإعلام والنشر، قطاع الفنادق والسياحة)، و يضم كل قطاع عددا من الشركات (أنظر الملحق رقم 1 الذي يبرز مختلف القطاعات و الشركات التي تكون مؤشر سوق الأسهم السعودي "تداول" الصفحة رقم 349).

و بتطبيق التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي سيتم البحث عن ما يلي:

- الاتجاه العام الذي اتخذته المؤشر في الفترات السابقة و كذا الاتجاه الذي سيأخذه السوق في المستقبل.
- النماذج الفنية التي تشكلت أثناء حركة الأسعار، و هل هي استمرارية أو انعكاسية.
- تطبيق المؤشرات الفنية و تحديد توقيت الدخول و الخروج من السوق.

1.2 تحديد الاتجاه المستقبلي لمؤشر سوق الأسهم السعودي

يتم تحديد اتجاه سوق الأسهم السعودي (أو المؤشر "تداول") من خلال الاستعانة بخطوط الاتجاه الأساسية والتي تعتبر من أبسط أدوات التحليل الفني لما لها من قيمة كبيرة في التنبؤ بالاتجاه المستقبلي للسوق.

- **الاتجاه الصاعد:** تم رسم خط الاتجاه الصاعد في الشكل رقم (4-1) انطلاقا من النقطتين اللتين تمثلان مستويين متصاعدين من أدنى الأسعار (النقطة 1 و 2)، و بعدها تم تعديل رسم الخط من النقطة 2 إلى النقطة 3 و ذلك بسبب انحراف ميل خط الاتجاه. و يمثل خط الاتجاه الصاعد في هذه الحالة خط دعم، حيث يتم استعماله للقيام بعمليات الشراء. و يلاحظ أن مؤشر سوق الأسهم السعودي قد بدأ في اتجاهه التصاعدي من نهاية شهر يناير 2012 و استمر في اتجاهه التصاعدي إلى غاية الأيام الأولى

¹²⁹ يعرف مؤشر السوق على أنه "قيمة رقمية مطلقة في صورة متوسطات أو أرقام حسابية تصلح لعمليات المقارنة و الملاحظة و التتبع و القياس للتغيرات الحاصلة في السوق".

من شهر أبريل، إلى حين كسر هذا الخط و الذي كان في اليوم السادس (من التداول) من شهر أبريل حيث أغلق مؤشر الأسعار تحت خط الاتجاه، و هو ما يعتبر إشارة بانعكاس اتجاه الأسعار من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي. و على أساس ذلك سيكون على المستثمرين الذين قاموا بعمليات الشراء خلال الأشهر الأولى من العام أن يتخلوا عن مراكزهم و الخروج من السوق.

- **الاتجاه الهابط:** تم رسم خط الاتجاه الهابط (التنازلي) في الرسم البياني رقم (4-1) من خلال تحديد نقطتين تمثلان مستويين تنازليين من أعلى الأسعار و هما النقطتين (A و B)، و بذلك بدأت رحلة هبوط مؤشر سوق الأسهم السعودي إلى غاية اليوم الأخير من التداول في شهر ماي.

الشكل رقم (4-1): خطوط الاتجاه لمؤشر سوق الأسهم السعودي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الانترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

و بتحليل خطوط الاتجاه من المتوقع أن يواصل مؤشر السوق رحلة الهبوط خلال الأشهر المقبلة إلى مستويات أقل من 6975.27 نظرا لأن ميل خط الاتجاه الهابط يحافظ على نفس الانحدار، كما أن الأسعار لم تغلق بعد خلف خط الاتجاه و هو ما يؤكد على عدم قدرة المؤشر على الانعكاس فوق خط 6990، أما الاحتمال الثاني فقد يتذبذب مؤشر السوق خلال الأشهر المقبلة وفق مستويات أدنى وأعلى (تمثل مستويات دعم و مقاومة تكون محصورة ما بين 6500 نقطة و 7000 نقطة) خاصة في ظل الظروف السائدة في السوق سواء المحلية أو العالمية، و عدم وجود محفزات و أنباء جديدة تحفز المؤشر للانعكاس نحو الأعلى، كما يحتمل أن تخرج الأسعار عن ذلك النطاق بعد إعلان الشركات عن النتائج المالية للنصف الأول من السنة الجارية، و ربما

حتى تلك الأثناء ستؤدي إلى ارتفاع المؤشر و لكن دون الوصول إلى مستويات قياسية خاصة و أن شهر رمضان يبدأ خلال النصف الثاني من شهر جويلية، و العادة في السوق السعودي مقارنة بالسنوات السابقة أن تشهد التعاملات خلال شهر رمضان تراجعاً في أحجام التداول و هو ما سيؤثر على توجهات المؤشر.

2.2 التنبؤ باتجاه سوق الأسهم السعودي باستعمال نماذج السعر

يلاحظ من خلال الشكل البياني رقم (4-2) الخاص بمؤشر سوق الأسهم السعودي تكون نموذج المثلث التنازلي The Descending Triangles خلال شهر ماي، و الذي يعتبر من بين النماذج الاستمرارية. وقد تشكل هذا النموذج نتيجة التقاء خط الاتجاه بالأعلى (خط مقاومة) مع خط مستقيم في اتجاه أفقي (خط الدعم) حيث تذبذبت قيم المؤشر بين هاذين الخطين طوال شهر ماي وكونت مثلث قائم الزاوية، كما يلاحظ تناقص حجم التداول في مرحلة تكون النموذج.

و يجب عند كسر منحنى المؤشر المنحني السفلي أن يتزايد حجم التداول. و يعتبر نموذج المثلث التنازلي نموذج سلبي يشير إلى التصريف و إلى أن البائعين أكثر كثافة من المشترين، كما يشير هذا النموذج إلى استمرار الاتجاه نزولاً. و تعتبر المدة المتوسطة اللازمة لتكون هذا النموذج من شهر إلى ثلاثة أشهر، لذلك و حتى يكتمل النموذج يجب أن يقوم منحنى المؤشر بكسر الحد السفلي و أن يغلق تحته وسط حجم تداول كثيف خلال الأيام المقبلة، و إذا ما حدث ذلك و باعتبار أن الاتجاه العام هو اتجاه تنازلي و أن نموذج المثلث التنازلي هو نموذج استمراري يكون من المتوقع أن يواصل مؤشر السوق مساره التنازلي خلال الأشهر المقبلة.

الشكل رقم (4-2): تشكل نموذج المثلث التنازلي على الرسم البياني لمؤشر سوق الأسهم السعودي في شهر ماي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

3.2 تحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق بواسطة المؤشرات الفنية

يوجد العديد من المؤشرات الفنية التي يمكن تطبيقها على سوق الأسهم السعودي و يمكن استعمالها لتحديد إشارات البيع و الشراء، و فيما يلي سيتم عرض بعض المؤشرات الفنية التي يمكن تطبيقها على مؤشر سوق الأسهم السعودي و ذلك من أجل تحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق و كذا التنبؤ بالمستويات الدنيا و العليا لقيمة المؤشر خلال الفترات المقبلة.

1.3.2 استعمال المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس

من بين المؤشرات التي تعتمد على الاتجاه كأساس و يمكن تطبيقها على سوق الأسهم السعودي نجد: المتوسطات المتحركة و مؤشر البولنجر باوند.

1.1.3.2 المتوسطات المتحركة كأداة لتحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق

يستعمل المتوسط المتحرك في العديد من أنظمة تتبع اتجاه السعر كما أنه يضمن تحديد إشارات محددة بالبيع و الشراء و التي تتميز بدقتها.

• تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال متوسط متحرك بسيط واحد (لمدة 20 يوم)

تم استعمال المتوسط المتحرك البسيط لمدة 20 يوم بدلا من المتوسط المتحرك لمدة 5 أيام أو المتوسط المتحرك البسيط لمدة 10 أيام لتفادي التماس المتكرر لمذنبين المتوسطين مع مؤشر السوق، و كذا لتجنب ظهور الإشارات الخاطئة الناتجة عن الحركات العشوائية التي تظهر على منحنى المؤشر على المدى القصير نظرا لأن السوق السعودي هو سوق للمضاربة.

و يمكن تحديد إشارات البيع و الشراء من خلال تقاطع الخطين، خط المتوسط المتحرك و خط مؤشر السوق، حيث يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-3) ظهور إشارة شراء عندما اخترق منحنى المتوسط المتحرك (لـ 20 يوم) منحنى مؤشر السوق من الأسفل إلى أعلى (شهر يناير)، و يعتبر قرار الشراء في هذه الحالة صائبا نظرا لأن كل من مؤشر السوق و المتوسط المتحرك يتجهان للأعلى، كما أن منحنى المؤشر يرتفع إلى أعلى من منحنى المتوسط المتحرك و يتجه للصعود. أما إشارة البيع فقد ظهرت عندما اخترق منحنى المتوسط المتحرك منحنى مؤشر السوق من الأعلى إلى أسفل (شهر أبريل) و يعتبر قرار البيع في هذه الحالة صائبا نظرا لأن كل من مؤشر السوق و المتوسط المتحرك يتجهان للأسفل، كما أن منحنى المؤشر ينخفض إلى مستوى أدنى من المتوسط المتحرك الذي يتجه إلى الهبوط.

الشكل رقم (3-4): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال متوسط متحرك واحد (لـ 20 يوم)
(سوق الأسهم السعودي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

● باستعمال متوسطين متحركين لـ 20 يوم و 40 يوم (طريقة التقاطع المزدوج)

يمكن استخدام المتوسط المتحرك المتحرك لعشرين يوم مع المتوسط المتحرك لأربعين يوم لتحديد إشارات البيع والشراء، إذ تظهر إشارة الشراء عند تقاطع المتوسط المتحرك القصير المدى فوق المتوسط المتحرك الطويل المدى، بينما تظهر إشارة البيع عند تقاطع المتوسط المتحرك القصير المدى تحت المتوسط المتحرك الطويل المدى، فمن خلال (الشكل رقم 4-4) يلاحظ انخفاض المتوسط المتحرك لـ 20 يوم أسفل المتوسط المتحرك لـ 40 يوم مما أعطى إشارة بيع في شهر أبريل، أما عندما ارتفع المتوسط المتحرك لـ 10 أيام فوق المتوسط لـ 20 يوم أعطى إشارة شراء (في الأيام الأخيرة من شهر يناير).

الشكل رقم (4-4): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال طريقة التقاطع المزدوج (سوق الأسهم)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

- باستعمال ثلاثة متوسطات متحركة لـ 4 أيام و 9 أيام و 18 يوم ظهرت إشارة الشراء في نهاية شهر يناير عندما أصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام (الخط الأحمر) فوق المتوسط المتحرك لتسعة أيام (الخط الأخضر) و ثمانية عشرة يوماً (الخط الأزرق) في الشكل رقم (4-5)، وتأكدت إشارة الشراء عندما تقاطع المتوسط المتحرك لتسعة أيام مع المتوسط المتحرك لثمانية عشر يوماً وأصبح فوقه، وبذلك أصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام فوق المتوسط المتحرك لتسعة أيام والذي يقع بدوره فوق المتوسط المتحرك لثمانية عشر يوماً. أما إشارة البيع فظهرت في الأسبوع الثاني من التداول لشهر أبريل عندما تحول المؤشر من الاتجاه التصاعدي إلى التنازلي وأصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام أسفل المتوسطين المتحركين، و تأكدت إشارة البيع عندما انخفض المتوسط المتحرك لتسعة أيام تحت المتوسط لثمانية عشر يوماً (الرسم البياني رقم 4-5).

الشكل رقم (4-5): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال طريقة التقاطع الثلاثية (سوق الأسهم)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

2.1.3.2 مؤشر البولنجر باوند كأداة لتحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق وكأداة لتحديد

المستويات المستهدفة للمؤشر

وصل سوق الأسهم السعودي إلى مناطق الشراء المكثف عندما تلامس منحنى السعر مع الحد العلوي من مؤشر البولنجر باوند (الدوائر رقم 1، 2، 3 في الشكل رقم 4-6)، بينما وصل إلى منطقة البيع المكثف عندما تلامس منحنى السعر مع الحد السفلي من المؤشر (الدائرة رقم 4 في الشكل رقم 4-6).

الشكل رقم (4-6): مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands (سوق الأسهم السعودي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

كما أن تقاطع منحنى المؤشر مع منحنى المتوسط المتحرك لـ 20 يوم للأسفل (في الأسبوع الثاني من شهر أبريل - السهم باللون الأحمر) يعتبر إشارة تحذيرية بتحول الاتجاه إلى اتجاه تنازلي، و هو ما حدث فعلا بعد ذلك، حيث يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-6) أنه و بعد أن تذبذب المؤشر بين مستويين طوال النصف الثاني من شهر أبريل اتجه للهبوط بعد جلستين من بداية شهر ماي.

و عندما ارتد منحنى مؤشر السوق عن الحد السفلي وتقاطع مع المتوسط المتحرك لـ 20 يوم (الخط الأحمر) للأسفل (الارتداد في منتصف شهر أبريل و التقاطع في بداية شهر ماي - الدوائر الحمراء المرسومة على المنحنى البياني-) فإن المستوى المستهدف لانخفاض المؤشر سيكون الحد السفلي، بمعنى أنه من المتوقع في الأشهر المقبلة أن ينخفض مؤشر السوق ويصل إلى مستوى 6559.15 (قيمة الحد السفلي).

2.3.2 استعمال المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس

من بين المؤشرات التي تعتمد على العزم كأساس و يمكن تطبيقها على سوق الأسهم السعودي من أجل تحديد نقاط الدخول و الخروج نجد: تقارب و تباعد المتوسطات المتحركة (الماكد)، الرسم البياني النسيجي للماكد، مؤشر قناة السلع، مؤشر القوة النسيجية، مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic - OSC - % D, % K، مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM).

1.2.3.2 تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (MACD) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج

تظهر إشارات البيع أو الشراء عندما يتقاطع خطي الماكد (الأحمر و الأسود في الشكل رقم 7-4) ، وقد ظهرت إشارات الشراء عندما تقاطع الخط الأسرع (المنحني الأحمر) من الأسفل للأعلى مع الخط البطيء (المنحني الأسود) (الدوائر في الشكل رقم 7-4) ، و بالعكس ظهرت إشارات البيع عندما تقاطع الخط الأسرع من الأعلى للأسفل مع الخط البطيء (المستطيلات في الشكل رقم 7-4). كما وصل سوق الأسهم السعودي إلى ذروة الشراء عندما ابتعد مؤشر الماكد للأعلى بمسافة كبيرة عن المستوى الصفري.

2.2.3.2 الرسم البياني النسيجي للماكد MACD Histogram كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج

يتكون الرسم النسيجي للماكد من عدد من الأعمدة التي تظهر الفرق بين خطوط مؤشر الماكد، ويحتوي هذا الرسم على خط صفري خاص به؛ فعندما تنحاز خطوط الماكد إلى المنطقة الايجابية يكون الرسم النسيجي فوق المستوى الصفري (الأعمدة الخضراء في الشكل رقم 7-4) أما عندما تنحاز خطوط الماكد إلى المنطقة السلبية يكون الرسم النسيجي تحت المستوى الصفري (الأعمدة الحمراء). و يتزامن تقاطع الرسم البياني إلى الأعلى وإلى الأسفل مع الخط الصفري مع ظهور إشارات الشراء و البيع. و فقد ظهرت إشارات الشراء الحقيقية عندما قطع الرسم البياني النسيجي للماكد الخط الصفري للأعلى (الأسهم الصغيرة الخضراء في الشكل رقم 7-4) ، أما إشارات البيع الحقيقية فقد ظهرت عندما قطع الرسم البياني النسيجي للماكد الخط الصفري للأسفل (الأسهم الصغيرة الحمراء). و في المجموع ظهرت خمسة إشارات خلال خمسة أشهر.

و تشير الأسهم الصغيرة السوداء إلى ضعف الاتجاه التصاعدي بسبب ضيق الفرق بين خطي مؤشر الماكد ونظرا لأن قيمة الرسم البياني النسيجي تقع أعلى من الخط الصفري و تتجه للأسفل. وعلى العكس ظهرت إشارة بضعف الاتجاه التنازلي عندما كانت القيمة تحت المستوى الصفري متجهة للأعلى (الأسهم البنفسجية في الشكل رقم 7-4). ويعتبر توجه الرسم البياني نحو الخط الصفري إشارة تحذيرية تسبق إشارات البيع أو الشراء الحقيقية. كما تستخدم إشارة تحول اتجاه الرسم البياني النسيجي كإشارة للخروج من الصفقات الموجودة، ولكن يجب على المستثمر الحظر في استخدام هذا التحول في اتجاه المؤشر كإشارة للدخول في صفقات جديدة تعاكس الاتجاه العام للسوق. ففي الشكل رقم (7-4) أظهرت الأسهم البنفسجية ضعف الاتجاه التنازلي لمؤشر سوق الأسهم السعودي و لكن هذا لا يكفي للدخول في صفقات جديدة (الشراء) نظرا لأن الاتجاه العام السائد في السوق هو الاتجاه التنازلي لذلك يجب على المستثمر التريث و لا يمكنه الدخول في صفقات جديدة إلا عندما يحول السوق اتجاهه من التنازلي إلى التصاعدي.

الشكل رقم (4-7): تحديد إشارات البيع والشراء باستعمال: الماكد والرسم البياني

النسيجي للماكد ، ومؤشر قناة السلع CCI (سوق الأسهم)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

3.2.3.2 مؤشر قناة السلع (CCI) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق

يقوم المستثمر بالدخول شراءا عند ارتفاع قيمة مؤشر قناة السلع إلى ما فوق +100 (ذروة الشراء)، و الدخول بائعا عند انخفاضه إلى ما دون -100 (ذروة بيع). فمن خلال الرسم البياني رقم 4-7 وصل سوق الأسهم السعودي إلى ذروة الشراء الأولى مع بداية التداول في سنة 2012 و حدث ذلك تقريبا منذ بداية الأسبوع الثاني من التداول لشهر يناير، ليفاجئ مع بداية الأسبوع الثالث بذروة بيع و هي الأولى خلال السنة الجديدة، و بعدها ارتفع مؤشر قناة السلع مرة أخرى لتجاوز مستوى +100 ليصل إلى مجموعة من ذروة الشراء امتد حدوثها من الأيام الأخيرة من التداول لشهر يناير و حتى الأيام الأولى من التداول لشهر أبريل، وصاحب هذه الذروات الاتجاه التصاعدي لمؤشر سوق الأسهم السعودي و كذا تزايد في أحجام التداول، وهو ما يؤكد على صحة القرارات المتخذة بشأن الشراء أو الدخول في سوق الأسهم خلال هذه الفترة. ولكن بانعكاس اتجاه السوق من التصاعدي إلى التنازلي توجه مؤشر قناة السلع للتزلزل و قطع خط -100 معلنا بذلك

عن ذروة بيع جديد (الأسبوع الثاني من التداول لشهر أبريل) و بعدها حاول المؤشر الارتفاع و لكنه فشل في الوصول إلى مستوى +100 ليعاود و يقطع من جديد مستوى -100 و بذلك حدوث ذروة بيع أخرى وكان ذلك في شهر ماي.

4.2.3.2 مؤشر القوة النسبية (RSI) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق

وصل السوق السعودي إلى ذروة الشراء عندما فاقت قيمة مؤشر القوة النسبية مستوى 70 (الخط الأخضر في الشكل رقم 4-8) و هو ما يشير إلى مرور السوق بمرحلة شراء مغال فيها Overbought كما يشير إلى امتلاك عدد كبير من المستثمرين لخصص من الأسهم و من ثم من المتوقع أن ينخفض السوق عندما يقوم بعض المستثمرين ببيع ما لديهم من أسهم بغرض تحقيق أرباح، بينما وصل السوق إلى ذروة البيع عند انخفاض مؤشر القوة النسبية إلى ما دون مستوى 30 (الخط الأحمر في الشكل رقم 4-8).

كما يلاحظ من خلال الشكل أن ارتفاع مؤشر القوة النسبية عن مستوى 30 -بعد أن وصل في منتصف شهر ماي إلى ذروة البيع- أنه يتذبذب في نطاق ضيق و هو ما يشير إلى احتمال وصول مؤشر السوق إلى ذروة بيع ثانية خلال الفترات المقبلة.

كما يستعمل تقاطع مؤشر القوة النسبية مع المستوى 50 -النقطة الوسطى في مؤشر القوة النسبية- لتحديد إشارات البيع و الشراء، فعندما تقاطع مؤشر القوة النسبية مع خط 50 من أسفل إلى أعلى ظهرت إشارة شراء، أما عندما تقاطع معه من أعلى إلى أسفل ظهرت إشارة للبيع (الأسهم الصغيرة السوداء على الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية في الشكل رقم 4-8).

5.2.3.2 مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic - OSC-% D, % K كأداة لتحديد نقاط الدخول

والخروج من السوق

ظهرت إشارات الشراء عندما تقاطع المنحنى K الأسرع (الخط باللون الأسود) مع المنحنى D الأبطأ (الخط باللون الأحمر) وذلك فوق مستوى 80 (المستطيلات في الرسم البياني رقم 4-8) وهنا السوق قد وصل إلى ذروة الشراء، أما إشارات البيع فقد ظهرت عندما تقاطع منحنى K مع منحنى D وذلك تحت مستوى 20 (الدوائر المرسومة على الخطين في الشكل رقم 4-8) و في هذه الحالة قد وصل السوق إلى ذروة البيع.

الشكل رقم (4-8): تمثيل بياني لمؤشر القوة النسبية، و مؤشر الأستوكاستيك K و D،
وخط زخم التداول لعشرة أيام (سوق الأسهم السعودي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

6.2.3.2 مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق

وصل سوق الأسهم السعودي لذروة الشراء عندما ابتعد خط زخم التداول MTM كثيرا عن الخط الصفري للأعلى (الدوائر المرسومة على خط زخم التداول في الشكل رقم 4-8)، أما عندما ابتعد كثيرا عن الخط الصفري للأسفل فدل على وصول السوق لذروة البيع (المستطيلات المرسومة على خط زخم التداول). أما إشارات الشراء فقد ظهرت حين تقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري للأعلى (الأسهم الصغيرة الصفراء)، و ظهرت إشارات البيع عند تقاطع زخم التداول مع الخط الصفري للأسفل (الأسهم الصغيرة الحمراء في الشكل رقم 4-8 الخاص بخط زخم التداول).

كما يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-8) الخاص بخط زخم التداول تغير الاتجاه في خط زخم التداول (الخط الممتد من شهر مارس إلى بداية شهر أبريل) قبل تغير الاتجاه في الرسم البياني للمؤشر، و هو ما ينذر بتغير اتجاه مؤشر السوق من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي، وهي معلومة مهمة بالنسبة للمستثمرين الذين دخلوا من قبل في هذا السوق كمشتريين إذ يجب عليهم التخلي عن مراكزهم و تحقيق أرباح قبل أن تنهار الأسعار .

المبحث الثالث: التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لأسهم بعض الشركات السعودية

يمكن تطبيق قواعد التحليل الفني على السوق ككل أو على الأسهم فردية، وحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم، يجب عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة (و هو ما تم بحثه في المبحث الثاني من هذا الفصل)، بعد ذلك يمكنه أن يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر سهم معين، فحسب المحلل الفني إن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطا مميزا يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل.

إذن فحسب التحليل الفني فإن الأسعار لا تتحرك تحركا عشوائيا وإنما تأخذ فيه أسعار الأسهم أشكالا أو أنماطا معينة يمكن رسمها على شكل خرائط بحيث يمكن التنبؤ بمستقبل أسعار الأسهم من خلال حركتها في الماضي.

ولمعرفة كيفية تطبيق التحليل الفني على الأسهم الفردية سيتم الاستعانة ببعض الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودي، حيث تم اختيار سهمين - على سبيل المثال لا الحصر- و هما سهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) و سهم مصرف الراجحي و اللذين يعتبران من قيادات السوق السعودي، فحسب موقع أرقام تتصدر هاتين الشركتين القائمة المصدرة بتاريخ 24 أبريل 2012 و التي تتضمن 100 أكبر شركة مساهمة خليجية من حيث القيمة السوقية، حيث احتلت شركة سابك المرتبة الأولى وتلاها مصرف الراجحي في المرتبة الثانية (الجدول رقم 4-4).

الجدول رقم (4-4):المراتب الأولى لأسهم بعض الشركات الخليجية من حيث القيمة السوقية

| الشركة | الترتيب بالقيمة السوقية | السوق | القيمة السوقية مليون دولار | الأرباح خلال 12 شهرا الأخيرة | القطاعات |
|--------------------|-------------------------|----------|----------------------------|------------------------------|----------------|
| سابك | 1 | السعودية | 82179 | 7676.6 | البتروكيماويات |
| الراجحي | 2 | السعودية | 31492 | 2049.9 | البنوك |
| بنك قطر الوطني | 3 | قطر | 25316 | 2107.8 | البنوك |
| الاتصالات السعودية | 4 | السعودية | 22448 | 2297.6 | الاتصالات |
| صناعات قطر | 5 | قطر | 21577 | 2090.8 | البتروكيماويات |
| اتصالات | 6 | أبوظبي | 18737 | 1588.2 | الاتصالات |

المصدر: موقع أرقام على شبكة الأنترنت /<http://www.argaam.com/company/companyoverview/marketid/3/> companyind/77/ ، تاريخ الاطلاع يوم 24 أبريل 2012.

هذا على مستوى الخليج؛ أما عالميا فقد كانت شركة سابك و مصرف الراجحي و الاتصالات السعودية ضمن قائمة "فاينانشيال تايمز" لأكثر 500 شركة عالمية - في نهاية مارس 2012- ، حيث جاءت الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" في الترتيب 63 بقيمة سوقية بلغت 88 مليار دولار، وجاء

بعدها مصرف الراجحي في الترتيب 245 (بقيمة سوقية بلغت 33 مليار دولار)، ثم بنك قطر الوطني في الترتيب 325 (بقيمة سوقية بلغت 26 مليار دولار)، وشركة الاتصالات السعودية في الترتيب 404 (بقيمة 22 مليار دولار)¹³⁰.

و بتطبيق التحليل الفني على كل من سهمي سابك و الراجحي سيتم البحث عن ما يلي:

- تحديد الاتجاهات المحتملة لأسعار السهمين خلال الفترات الزمنية المقبلة.
- تحديد مستويات السعر المستهدفة -سواء بالارتفاع أو الانخفاض) لكل سهم.
- تحديد النماذج الفنية التي تشكلت أثناء حركة سعر كل سهم، و كذا تحديد نوعها.
- استعمال المؤشرات الفنية من أجل تحديد إشارات البيع و الشراء (تحديد التوقيت النسب للدخول و الخروج من الأسهم).

1.3 التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالسعر المستقبلي لسهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية

(سابك) Saudi Basic Industries Corporation (SABIC)

تأسست الشركة السعودية للصناعات الأساسية " سابك " في 6 سبتمبر من عام 1976 ، وهي شركة مساهمة عامة مقرها الرياض المملكة العربية السعودية - في حين تتم عملياتها الرئيسية في كل من مدينة الجبيل الصناعية، ومدينة الدمام على ساحل الخليج العربي، ومدينة ينبع الصناعية على البحر الأحمر-، وهي شركة متخصصة في البتروكيماويات، حيث كان الهدف من إنشاء هذه الشركة هو الاستثمار في ثروات المملكة الهيدروكربونية والمعدنية، وتحويلها إلى منتجات صناعية ذات قيمة مضافة عالية لتتنوع مصادر الدخل الوطني، والإسهام في تطوير قطاعات الصناعات التحويلية والإنشائية والزراعية وتعزيز دورها في الاقتصاد السعودي. وتعتبر سابك أكبر منتج في العالم للمنتجات التالية: جلايكول الإثيلين الأحادي من (الوسطيات)، مثلثي بوتييل الإيثر من (الكيمائيات الأساسية)، اليوريا الحبيبية من (الأسمدة)، البولي كاربونات من (البلاستيكيات المتكورة)، البولي فينيلين من (البلاستيكيات المتكورة)، البولي إيثرامايد من (البلاستيكيات المتكورة).

و تعتبر سابك أكبر شركة صناعية غير بترولية في منطقة الشرق الأوسط، وواحدة من أكبر (10) شركات عالمية لصناعة البتروكيماويات، وتمتلك حكومة المملكة العربية السعودية في الوقت الحاضر 70% من أسهم سابك، ويمتلك مواطنوا المملكة ودول مجلس التعاون الخليجي الأخرى النسبة الباقية البالغة 30%¹³¹. وتعد سابك أضخم شركة من حيث القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودية، حيث احتلت المركز الأول

¹³⁰ مقال لـ الفحص علي بعنوان " سابك والراجحي والاتصالات السعودية ضمن قائمة « فاينانشيال تايمز » لأكثر 500 شركة عالمية" جريدة الرياض، العدد 16008، على موقع الأنترنت <http://www.alriyadh.com/css/img/iefavicon.ico>، تاريخ الاطلاع يوم الأحد 22 أبريل 2012.

¹³¹ <http://www.sabik.com/me/ar/ourcompany/corporateprofile/default.aspx>.

عربيا والـ 88 عالميا في قائمة فوربس لأكبر 2000 شركة في العالم لسنة 2012 بقيمة سوقية بلغت 84.4 مليار دولار¹³².

أما في يتعلق بأرباح شركة سابك و التي تعد أكبر منتج للبتر وكيمويات الأساسية والأسمدة في منطقة الشرق الأوسط وأكبر منتج للحديد الصلب في منطقة الخليج، فقد ارتفعت إلى 29.24 مليار ريال (9.75 ريال للسهم) خلال عام 2011، وذلك مقارنة بأرباح قدرها 21.53 مليار ريال (7.18 ريال للسهم) تم تحقيقها خلال عام 2010. وأرجعت الشركة سبب الارتفاع في صافي الأرباح لفترة الاثني عشر شهرا من عام 2011، مقارنة بالفترة المماثلة من العام 2010 إلى زيادة أسعار المبيعات وارتفاع الكميات المنتجة والمباعة¹³³.

أما عن نشاط الشركة السعودية للصناعات الأساسية "سابك" - أكبر شركة مدرجة بالسوق السعودي - خلال الربع الأول من سنة 2012 فقد سجلت تراجعاً في نتائجها بنسبة 5% محققة 7.27 مليار ريال (2.42 ريال للسهم) مقارنة بنفس الفترة من العام السابق، فيما جاءت أفضل من الربع الماضي بـ 39%¹³⁴.

1.1.3 التحليل الفني لسهم شركة سابك

توجد مجموعة من المؤشرات الفنية و التي تلائم سوق الأسهم السعودي، حيث سيتم الاستعانة بها لتحليل سهم شركة سابك، و ذلك من خلال تتبع الخطوات التالية:

- تحديد اتجاه سعر سهم شركة سابك في الماضي و التوقعات المحتملة لاتجاهه في الفترات المقبلة.
- تحديد المستويات المستهدفة لسعر سهم شركة سابك سواء بالارتفاع أو الانخفاض.
- تحديد النماذج الفنية التي تشكلت أثناء حركة سعر سهم سابك، و كذا تحديد نوعها، وهل هي استمرارية أو انعكاسية؟

1.1.1.3 تحديد الاتجاه المستقبلي لسهم شركة سابك

اتضح معالم الاتجاه الصاعد لسهم سابك بعد أسبوعين من شهر فبراير، ليستمر الاتجاه التصاعدي إلى غاية نهاية شهر مارس، و قد صاحب هذا الاتجاه ارتفاعات في أحجام التداول على هذا السهم، بعدها تم كسر خط الاتجاه التصاعدي و أغلق السعر تحت خط الاتجاه الصاعد ليتحول بذلك الاتجاه إلى الاتجاه التنازلي (الشكل رقم 4-9)، و باتخاذ سعر السهم الاتجاه الهابط صاحبه انخفاض في أحجام التداول.

و من المتوقع أن يواصل سعر سهم شركة سابك رحلة الهبوط خلال الفترات المقبلة إلى مستويات أقل من 93.5 ريال نظرا لأن خط الاتجاه الهابط يحافظ على نفس الانحدار، كما أن منحني سعر السهم يتعد كثيرا

¹³² من موقع www.zawya.com، تاريخ الاطلاع يوم 22 أبريل 2012.

¹³³ من موقع أرقام www.argaam.com، تاريخ الاطلاع يوم 17 يناير 2012.

¹³⁴ من موقع أرقام www.argaam.com، تاريخ الاطلاع يوم 22 أبريل 2012.

عن خط الاتجاه و لم يخلق بعد خلف خط الاتجاه الهابط و هو ما يؤكد على عدم قدرة انعكاس اتجاه السهم نحو الارتفاع إلى مستويات قياسية أعلى. و من بين الأسباب أيضا التي يحتمل أن تؤثر على سعر السهم و تجعله يتوجه نحو الهبوط هو تراجع أسعار النفط في الأسواق العالمية ونظرا لأن شركة سابك تنتمي إلى قطاع البتروكيماويات و تعتمد على النفط في إنتاجها، وعليه فمن المتوقع أن تنخفض أسعار سهم سابك إلى أقل من 93.5 ريال خاصة خلال الأيام المقبلة.

الشكل رقم (4-9): خطوط الاتجاه لسهم شركة سابك



2.1.1.3 فجوات السعر

باستعمال منحنى سعر سهم شركة سابك يلاحظ أن سعر السهم عرف عدة فجوات منذ بداية سنة 2012 ، و يمكن تبيان تلك الفجوات (الموضحة في الشكل رقم 4-10) كما يلي:

أ. **فجوة الانحراف عن الاتجاه العام Breakaway Gap:** و ظهرت هذه الفجوة في الأسبوع الأخير من شهر يناير، حيث تكونت تلك الفجوة بعد أن افتتح التداول على سهم سابك فوق مستوى سعري يفوق المستويات التي تم التداول عليها في اليوم السابق، و بذلك تشير إلى انعكاس انحراف الاتجاه عن مساره من التنازلي إلى التصاعدي. و قد حدثت هذه الفجوة وسط حجم تداول كثيف، و بعد تكون هذه الفجوة زادت كثافة حجم التداول -في نهاية شهر فبراير-. كما يلاحظ بعد تكون هذه الفجوة أن سهم سابك لم يخلق تحت تلك الفجوة و هو ما يشير إلى قوة الاتجاه التصاعدي.

ب. فجوة الحركة السعرية الأولى Runaway Gap 1: بعد تكون فجوة الانحراف عن الاتجاه العام قفز سعر السهم لأعلى و اتخذ مسارا تصاعديا، و وسط الحركة التصاعدية (تقريبا في المنتصف) تكونت فجوة أخرى تسمى بفجوة الحركة السعرية و التي تدل على قوة سهم سابق في توجهه نحو الأعلى، ويؤكد تلك القوة في الاتجاه التصاعدي أن سعر سهم سابق لم يغلق تحت فجوة الحركة السعرية واستمر في الارتفاع.

ج. فجوة الحركة السعرية الثانية Runaway Gap 2: ظهرت هذه الفجوة في بداية الأسبوع الثاني من التداول لشهر أبريل و ذلك بعد حدوث انعكاس في الاتجاه العام في الأيام الأولى من التداول لنفس الشهر حيث تحول الاتجاه العام من التصاعدي إلى التنازلي، و تكونت الفجوة بعد أن أغلق سعر السهم في اليوم السابق (اليوم الأول من الأسبوع الثاني للتداول) عند 106 ريال ليفتح في اليوم الموالي عند 104.5 ريال و يغلق عند 105 ريال، و هو ما أحدث فجوة الحركة السعرية الثانية، حيث قفز السعر للأسفل وسط حركة تنازلية، و تؤكد هذه الفجوة على قوة الاتجاه التنازلي خاصة أن السعر لم يغلق فوق فجوة الحركة السعرية.

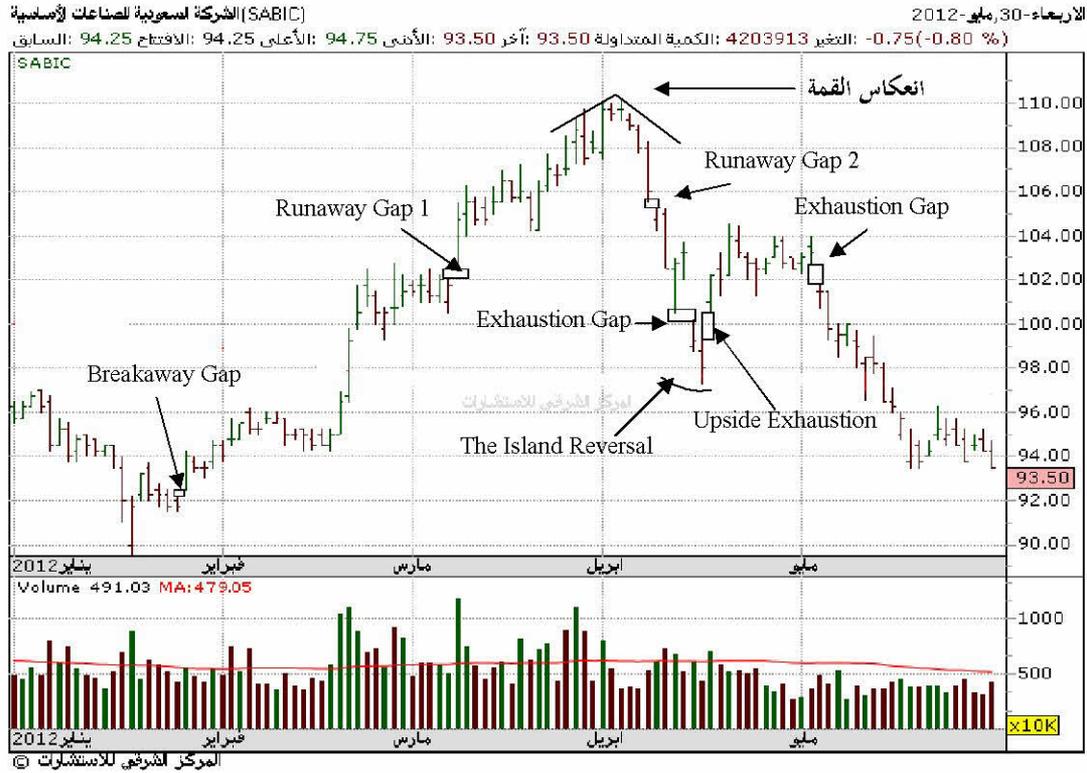
د. فجوة نهاية الاتجاه Exhaustion Gap: ظهرت هذه الفجوة بالقرب من نهاية حركة سعر السهم بعد أن حقق السهم هدفه، حيث يلاحظ اقتراب انخفاض سعر السهم من نهايته، و بعد حدوث هذه الفجوة يلاحظ حدوث فجوة أخرى بعد يومين، و هو ما جعل سعر السهم يتداول عند مستويات جديدة من الانخفاض و هو ما كون بما يسمى بالانعكاس الجزري.

هـ. فجوة Upside Exhaustion: حدثت هذه الفجوة بعد حدوث ما يسمى بيوم انعكاس القاع V Bottom، وتدلل هذه الفجوة على نهاية الاتجاه السابق وتؤكد تحول الاتجاه من التنازلي إلى التصاعدي.

و. الانعكاس الجزري The Island Reversal: حيث تكون من خلال فجوتي نهاية الاتجاه السابقتين، إذ جعلت تلك الفجوتين سعر السهم يتذبذب في نطاقات منفصلة تماما عن نطاقات التداول السابقة واللاحقة و هو ما كون بما يسمى بالجزيرة و كأن سعر السهم محصور فقط بالمياه.

بعد تكون ما يسمى بالانعكاس الجزري (و فجوة Upside Exhaustion) تحول الاتجاه السعر من الهبوط نحو الارتفاع لكن ذلك الارتفاع لم يدم طويلا حيث أخذ سعر السهم اتجاهها جانبيا و أصبح يتذبذب في مستوى سعري محصور بين مستوى مقاومة (عند 105 ريال) و مستوى دعم (عند 101 ريال) بداية من النصف الثاني من شهر أبريل و حتى بداية شهر ماي، أي أن السعر اتخذ اتجاهها جانبيا لمدة أسبوعين و لا يعتبر في هذه الحالة هذا النطاق الزمني كافيا لتكون ما يسمى بنموذج المستطيل و الذي يتطلب تكونه مدة زمنية تتراوح بين الشهر و ثلاثة أشهر (الشكل رقم 4-11).

الشكل رقم (4-10): الفجوات السعرية لسهم شركة سابك



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

3.1.1.3 التنبؤ باتجاه سعر سهم شركة سابك باستخدام نماذج السعر

أثناء حركة سهم سابك تكونت عدة نماذج سعرية يمكن إيضاها كما يلي:

- نموذج V Top أو ما يسمى بيوم انعكاس القمة: في اليوم الثاني من التداول في شهر أفريل أغلق سعر السهم عند مستوى أقل من سعر الافتتاح -في اليوم ذاته- أما في اليوم الموالي فقد افتتح سعر السهم وأغلق عند نفس المستوى فتكونت شمعة دوجي و التي تدل على حيرة المتعاملين في السوق، و بعدها و في اليوم الرابع من التداول لشهر أفريل أغلق سعر السهم عند مستوى أقل من اليوم السابق و هو دلالة على انعكاس اتجاه سعر السهم من الارتفاع نحو الانخفاض.
- نموذج المثلث التنازلي The Descending Triangles : يلاحظ من خلال الشكل البياني رقم (4-11) الخاص بسعر سهم سابك تكون نموذج المثلث التنازلي The Descending Triangles خلال شهر ماي، وهو نموذج استمراري. وقد تشكل نموذج المثلث التنازلي نتيجة التقاء خط الاتجاه بالأعلى (خط مقاومة) مع خط مستقيم في اتجاه أفقي (خط الدعم) حيث تذبذب سعر سهم سابك بين هاذين الخطين طوال شهر ماي و كون مثلث قائم الزاوية، كما يلاحظ تناقص حجم التداول في مرحلة تكون النموذج، و يجب عند كسر منحنى السعر المنحني السفلي أن يتزايد حجم التداول. و يعتبر نموذج المثلث التنازلي نموذج سلبي يشير إلى التصريف و إلى أن البائعين أكثر كثافة من المشترين، كما

يشير هذا النموذج إلى استمرار الاتجاه نزولاً. وتعتبر المدة المتوسطة اللازمة لتكون هذا النموذج من شهر إلى ثلاثة أشهر. لذلك و حتى يكتمل النموذج يجب أن يقوم منحني سعر سهم سابق بكسر الحد السفلي وأن يخلق تحته وسط حجم تداول كثيف خلال الأيام المقبلة .
و إذا ما تم كسر الحد السفلي من النموذج في الأيام المقبلة و وسط حجم تداول كثيف فمن المتوقع أن يكون اتجاه سعر شركة سابق في الأشهر المقبلة هو اتجاه نزولي باعتبار أن نموذج الثلث التنازلي هو نموذج استمراري (معنى استمرار السعر في الهبوط خلال الأشهر المقبلة). و بعد أن يتم الكسر يمكن حساب مستوى الانخفاض الذي يمكن أن يصل إليه سعر سهم سابق، ويتمثل في مد خط عمودي من يوم الكسر بحيث يكون طوله مساوياً للمسافة الفاصلة بين النقطة A والنقطة B .

الشكل رقم (4-11): النماذج السعرية لسهم شركة سابق



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

4.1.1.3 تحديد نقاط الدخول و الخروج من سهم سابق بواسطة المؤشرات الفنية

يوجد العديد من المؤشرات الفنية التي يمكن استعمالها لتحديد إشارات البيع و الشراء، و فيما يلي سيتم عرض بعض المؤشرات الفنية التي يمكن تطبيقها على سهم شركة سابق من أجل تحديد تلك النقاط.

1.4.1.1.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس

من بين المؤشرات التي تعتمد على الاتجاه كأساس و يمكن تطبيقها على سهم سابق نجد: المتوسطات المتحركة و مؤشر البولنجر باوند.

أ. المتوسطات المتحركة كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من سهم سابك

- تحديد إشارات البيع والشراء باستعمال متوسط متحرك بسيط واحد (لمدة 20 يوم)

ظهرت إشارة الشراء على سهم سابك عندما اخترق منحنى المتوسط المتحرك منحنى سعر سهم سابك من الأسفل إلى أعلى (نهاية شهر يناير - الشكل رقم 4-12-) و كان قرار الشراء في تلك الحالة صائبا نظرا لأن كل من منحنى سعر سهم سابك و المتوسط المتحرك اتجها نحو الأعلى، كما ارتفع منحنى سعر السهم إلى أعلى من منحنى المتوسط المتحرك و اتجه نحو الصعود. أما إشارة البيع فقد ظهرت عندما اخترق منحنى المتوسط المتحرك منحنى سعر سهم سابك من الأعلى إلى أسفل (بداية الأسبوع الثاني من التداول لشهر أبريل) ويعتبر قرار البيع في هذه الحالة صائبا نظرا لأن كل من منحنى سعر السهم و المتوسط المتحرك اتجها نحو الأسفل، كما أن منحنى سعر سهم سابك انخفض إلى مستوى أدنى من المتوسط المتحرك الذي يتجه إلى الهبوط.

الشكل رقم (4-12): تحديد إشارات البيع والشراء باستعمال متوسط متحرك واحد (لـ 20 يوم)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

- باستعمال متوسطين متحركين لـ 20 يوم و 40 يوم (طريقة التقاطع المزدوج)

ظهرت إشارة البيع على سهم سابك عندما انخفض المتوسط المتحرك لعشرين يوم (المتوسط القصير المدى باللون الأحمر) أسفل المتوسط المتحرك للأربعين يوم (المتوسط الطويل المدى باللون الأخضر) في النصف الثاني من الأسبوع الثالث للتداول في شهر يناير (الشكل رقم 4-13)، و بعدها و تقريبا في منتصف شهر فبراير ظهرت إشارة شراء على سهم سابك و ذلك عندما ارتفع المتوسط المتحرك لعشرين يوم فوق المتوسط المتحرك لأربعين يوم، بعد ذلك ظهرت إشارة بيع ثانية على سهم سابك وكانت في الأسبوع الأخير من التداول لشهر أبريل.

و إذا ما تم مقارنة إشارات البيع و الشراء التي أعطاها مؤشر واحد مع إشارات البيع و الشراء التي أعطاها تقاطع المتوسطين يمكن القول أن إشارة الشراء التي أعطاها تقاطع متوسطين جاءت متأخرة ولكنها إشارات جيدة بالدخول لأنها تطابقت مع اتخاذ سعر سهم سابك المسار الصحيح للارتفاع، أي أنه بعد تقاطع المتوسطين يلاحظ الانفراج ما بينهما، كما يلاحظ أن سعر سهم سابك اتجه نحو الارتفاع مبتعدا عن كلا المتوسطين بمسافة جيدة. إذن فبالرغم من إعطاء إشارات البيع أو الشراء متأخرا إلا أن ذلك يعتبر جيدا بالنسبة للمستثمر المتحفظ لأن تلك الإشارات تتوافق مع الاتجاه العام لسعر سهم سابك.

الشكل رقم (4-13): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال متوسطين متحركين (سهم سابك)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

● باستعمال ثلاثة متوسطات متحركة لـ 4 أيام و 9 أيام و 18 يوم

ظهرت إشارة الشراء على سهم سابك عندما أصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام (الخط الأحمر) فوق المتوسط المتحرك لتسعة أيام (الخط الأخضر) و ثمانية عشرة يوما (الخط الأزرق في الشكل رقم 4-14)، وتأكدت إشارة الشراء عندما تقاطع المتوسط المتحرك لتسعة أيام مع المتوسط المتحرك لثمانية عشر يوما وأصبح فوقه، و بذلك أصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام فوق المتوسط المتحرك لتسعة أيام و الذي يقع بدوره فوق المتوسط المتحرك لثمانية عشر يوما. أما إشارة البيع بالنسبة لسهم سابك فقد ظهرت عندما تحول المؤشر من الاتجاه التصاعدي إلى التنازلي وأصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام أسفل المتوسطين المتحركين، و تأكدت إشارة البيع عندما انخفض المتوسط المتحرك لتسعة أيام تحت المتوسط لثمانية عشر يوما (الأسهم الموجودة على الرسم البياني في الشكل رقم 4-14).

الشكل رقم (4-14): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال ثلاث متوسطات متحركة (سهم سابك)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

ب. مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands لسهم سابك

ظهرت منطقة الشراء المكثف بالنسبة لسهم سابك عندما تلامس منحنى السعر مع الحد العلوي من مؤشر البولنجر باوند و كان ذلك في شهر مارس، بينما ظهرت منطقة البيع المكثف عندما تلامس منحنى السعر مع الحد السفلي من مؤشر البولنجر باوند و كان ذلك في شهر ماي (الرسم البياني رقم 4-15).

و يدل تذبذب السعر بين منحنى المتوسط المتحرك و الحد العلوي بداية من شهر فبراير حتى الأيام الأولى من شهر أبريل على أن سعر سهم سابك كان اتجاهه تصاعدي قوي، و لكن عندما قطع منحنى السعر منحنى المتوسط المتحرك للأسفل هنا ظهرت إشارة تحذيرية بتحول اتجاه السعر من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي. وعندما اخترق منحنى سعر السهم الحد السفلي و ارتد عنه ليتقاطع مع المتوسط المتحرك ويرتد عنه متجهاً نحو الأسفل (الدوائر الحمراء في الشكل رقم 4-15) في بداية شهر ماي، فهنا سيكون الحد السفلي من مؤشر البولنجر باوند هو المستوى المستهدف لانخفاض السعر، بمعنى أن سعر سهم سابك سينخفض خلال الفترات المقبلة و يصل إلى مستوى 87.15 ريال (lower 87.15).

الشكل رقم (4-15): مؤشر Bollinger Bands كأداة لتحديد مستويات السعر المستهدفة لسهم سابك



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

2.4.1.1.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس

من بين المؤشرات التي تعتمد على العزم كأساس و يمكن تطبيقها على سهم سابك من أجل تحديد نقاط الدخول و الخروج من السهم نجد: تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد)، الرسم البياني النسيجي للماكد، مؤشر قناة السلع، مؤشر القوة النسبية، مؤشرات الأستوكاستيك %K ، %D ، Stochastic - OSC ، مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM) .

أ. تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من سهم سابك

ظهرت إشارات الشراء على سهم سابك عندما تقاطع الخط الأسرع (المنحنى الأحمر) من الأسفل للأعلى مع الخط البطيء (المنحنى الأسود في الشكل رقم 4-16) ، و بالعكس ظهرت إشارات البيع عندما تقاطع الخط الأسرع من الأعلى للأسفل مع الخط البطيء.

ب. الرسم البياني النسيجي للماكد كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من سهم سابك

ظهرت إشارات الشراء الحقيقية على سهم سابك عندما قطع الرسم البياني النسيجي للماكد الخط الصفري للأعلى (الأسهم الصغيرة الخضراء في الشكل رقم 4-16)، أما إشارات البيع الحقيقية فقد

ظهرت عندما قطع الرسم البياني النسيجي للماكد الخط الصفري للأسفل (الأسهم الصغيرة الحمراء). وتشير الأسهم الصغيرة السوداء إلى ضعف الاتجاه التصاعدي لسعر سهم سابك بسبب ضيق الفرق بين خطي المؤشر، و نظرا لأن قيمة الرسم البياني النسيجي تقع أعلى من الخط الصفري وتتحه للأسفل. وعلى العكس ظهرت إشارة بضعف الاتجاه التنازلي لسعر سهم سابك عندما كانت القيمة تحت المستوى الصفري متجهة للأعلى (الأسهم البنفسجية في الشكل رقم 4-16). ويعتبر توجه الرسم البياني نحو الخط الصفري إشارة تحذيرية تسبق إشارات البيع أو الشراء الحقيقية. كما تستخدم إشارة تحول اتجاه الرسم البياني النسيجي كإشارة للخروج من الصفقات الموجودة، ولكن يجب على المستثمر الحظر في استخدام هذا التحول في اتجاه السعر كإشارة للدخول في صفقات جديدة تعاكس الاتجاه العام لسهم سابك، ففي الشكل رقم (4-16) أظهرت الأسهم البنفسجية ضعف الاتجاه التنازلي لسهم سابك و لكن هذا لا يكفي للدخول في صفقات جديدة (الشراء) نظرا لأن الاتجاه العام السائد للسهم هو الاتجاه التنازلي لذلك يجب على المستثمر التريث و لا يمكنه الدخول في صفقات جديدة إلا عندما يحول سهم سابك اتجاهه من التنازلي إلى التصاعدي.

الشكل رقم (4-16): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال: الماكد و الرسم البياني النسيجي

للماكد MACD ، ومؤشر قناة السلع CCI (لسهم سابك)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

ج . مؤشر قناة السلع (CCI) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من سهم سابك

يتم استخدام مؤشر القناة للسلع في تحديد نقاط الدخول والخروج من أي سهم، فهو مؤشر يؤكد فيما إذا كان سعر السهم مغالي فيه (مقيم بأكبر من قيمته) أو مقيم بأقل من قيمته. و باستعمال هذا المؤشر يقوم المستثمر بالدخول شراءا عند ارتفاع قيمة المؤشر إلى ما فوق +100 (ذروة الشراء) وتظهر هذه المناطق في الرسم البياني رقم 4-16 باللون البرتقالي (و قد امتدت نقاط ذروة الشراء من بداية شهر فبراير إلى غاية بداية شهر أبريل و هي تتوافق مع الاتجاه التصاعدي لسعر سهم سابك). والدخول بائعا عند انخفاضه إلى ما دون -100 (ذروة البيع) و تظهر في الرسم البياني رقم 4-16 باللون الرمادي. و قد ظهرت أولى ذروة للبيع على سهم سابك في شهر يناير نظرا لكون أن سعر سهم سابك كان اتجاهه تنازلي، أما الذروة الثانية فقد كانت في شهر أبريل و ظهرت مع بداية توجه سعر سهم سابك إلى الانخفاض بعد أن عكس اتجاهه من التصاعدي إلى التنازلي، و أما ذروة البيع الثالثة فقد ظهرت مع بداية شهر ماي و ذلك بعد أن اتخذ سهم سابك اتجاهها جانبيا خلال نهاية شهر أبريل، و بعدها أن اتجه سعر سهم سابك إلى الانخفاض.

د . مؤشر القوة النسبية (RSI) لسهم سابك

وصل سهم سابك إلى ذروة الشراء عندما فاقت قيمة مؤشر القوة النسبية مستوى 70 (الخط الأخضر في الشكل الرقم 4-178) و هو ما يشير إلى مرور السهم بمرحلة شراء مغال فيها Overbought ، بينما وصل سهم سابك إلى ذروة البيع عند انخفاض مؤشر القوة النسبية إلى ما دون مستوى 30 (الخط الأحمر في الشكل رقم 4-17)، كما يلاحظ من خلال الشكل أن ارتفاع مؤشر القوة النسبية عن مستوى 30 -بعد أن وصل في منتصف شهر ماي إلى ذروة البيع- أنه يتذبذب في نطاق ضيق وهو ما يشير إلى احتمال وصول سهم سابك إلى ذروة بيع ثانية خلال شهر جوان. كما يستعمل تقاطع مؤشر القوة النسبية مع المستوى 50 -النقطة الوسطى في مؤشر القوة النسبية- لتحديد إشارات البيع والشراء، فعندما تقاطع مؤشر القوة النسبية مع خط 50 من أسفل إلى أعلى دل على وجود إشارة شراء، أما عندما تقاطع معه من أعلى إلى أسفل فقد دل على وجود إشارة للبيع (الأسهم الصغيرة السوداء على الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية في الشكل رقم 4-17).

هـ . مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM) لسهم سابك

وصل سهم سابك لذروة الشراء عندما ابتعد خط زخم التداول MTM كثيرا عن الخط الصفري للأعلى (الدوائر المرسومة على خط زخم التداول في الشكل رقم 4-17 و التي امتدت من بداية شهر فبراير إلى غاية بداية شهر أبريل)، أما عندما ابتعد كثيرا عن الخط الصفري للأسفل فدل على وصول

سهم سابك لذروة البيع (المستطيلات المرسومة على خط زخم التداول في شهر أبريل و شهر ماي). أما إشارات الشراء فقد ظهرت حين تقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري للأعلى (السهم الصغيرة الصفراء)، و ظهرت إشارات البيع عند تقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري للأسفل (السهم الصغيرة الحمراء في الشكل رقم 4-17 الخاص بخط زخم التداول). كما يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-17) الخاص بخط زخم التداول تغير الاتجاه في خط زخم التداول (الخط الممتد من شهر مارس إلى بداية شهر أبريل) قبل تغير الاتجاه في الرسم البياني للسهم، وهو ما ينذر بتغير اتجاه سعر سهم سابك من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي (و فعلا غير سهم سابك اتجاهه من الصعودي إلى التنازلي مع بداية شهر أبريل)، وهي معلومة مهمة بالنسبة للمستثمرين الذين دخلوا من قبل في هذا السوق كمشتريين إذ يجب عليهم التخلي عن مراكزهم قبل أن ينخفض السعر.

الشكل رقم (4-17): تمثيل بياني لمؤشر القوة النسبية ، مؤشر الأستوكاستيك K و D ،

وخط زخم التداول لعشرة أيام لسهم سابك



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

و. مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic – OSC-% D, % K لسهم سابك

ظهرت إشارات الشراء على سهم سابك عندما تقاطع المنحنى K الأسرع (الخط باللون الأسود) مع المنحنى D الأبطأ (الخط باللون الأحمر) وذلك فوق مستوى 80 (المستطيلات في الرسم البياني رقم 17-4) وهنا وصل سهم سابك إلى ذروة الشراء، أما إشارات البيع فقد ظهرت عندما تقاطع منحنى K مع منحنى D وذلك تحت مستوى 20 (الدوائر المرسومة على الخطين في الشكل رقم 17-4) و في هذه الحالة قد وصل سهم سابك إلى ذروة البيع.

2.3 التحليل الفني كأداة للتنبؤ بالسعر المستقبلي لسهم مصرف الراجحي Al-Rajhi Bank

بدأ مصرف الراجحي أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم نشاطه عام 1957، ويتمتع مصرف الراجحي بالخبرة في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية. وقد شهد العام 1978 دمج مختلف المؤسسات التي تحمل اسم الراجحي تحت مظلة واحدة هي شركة الراجحي المصرفية للتجارة، وفي عام 1987 تم تحويل المصرف إلى شركة مساهمة سعودية عامة. وتمثل أغراض المصرف في مواولة الأعمال المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، والتمويل وخصوصا عمليات التقسيط والمتاجرة، بالإضافة للخدمات الاستثمارية عبر شركة الراجحي المالية.

يقع مقر مصرف الراجحي بالرياض بالمملكة العربية السعودية، ويتمتع هذا المصرف بمركز مالي قوي، وهو يدير أصولا بقيمة 221 مليار ريال سعودي (59 مليار دولار أمريكي) - كما في 2011/12/31-، ويبلغ رأس ماله 15 مليار ريال سعودي (4 مليارات دولار)، و بذلك يعد مصرف الراجحي من أكبر البنوك المدرجة بالسوق السعودي من حيث الموجودات¹³⁵.

وبعد تحقيق نمو هائل محليا، توسع مصرف الراجحي خارج السوق السعودية ودخل السوق الماليزية عام 2006، بعد أن منح الترخيص المصرفي الكامل للعمل كأول مصرف أجنبي في ماليزيا من قبل مصرف نيغارا. وتعد ماليزيا الخطوة الأولى في توجه المصرف نحو الدخول إلى السوق المصرفي في جنوب شرق آسيا، حيث تم إدخال المنتجات المصرفية الأساسية إلى السوق الآسيوية وتوفير تجربة جديدة بالكامل من المصرفية الإسلامية، ولدى مصرف الراجحي حاليا 19 فرعا في ماليزيا مع خطط لزيادة عدد هذه الفروع في المستقبل. كما حصل مصرف الراجحي على الموافقة لافتتاح أول فرع له في الكويت.

وتلتزم شركة الراجحي المصرفية للاستثمار منذ إنشائها بتطبيق أحكام الشريعة ومراعاة مقاصد التشريع في جميع معاملاتها، ولتحقيق ذلك أنشأت هيئة شرعية يعتمد تكوينها وتقر لائحتها من قبل الجمعية العمومية، وهي مستقلة عن جميع إدارات الشركة، وتخضع جميع تعاملات الشركة لموافقتها ومراقبتها. هذا

¹³⁵ <http://www.alrajhibank.com>

الالتزام يعتبر أهم معايير الجودة التي تحرص عليها الشركة في منتجاتها وخدماتها المقدمة لعملائها، و تلتزم جميع القيادات والعاملين بالشركة بهذه السياسة وفق ما ورد في نظام الشركة وقراراتها¹³⁶.

1.2.3 التحليل الفني لسهم مصرف الراجحي

توجد مجموعة من المؤشرات الفنية و التي تلائم سوق الأسهم السعودي و الأسهم المدرجة فيه، حيث سيتم الاستعانة بها لتحليل سهم مصرف الراجحي، و ذلك من خلال تتبع الخطوات التالية:

- تحديد اتجاه سعر سهم مصرف الراجحي في الماضي و التوقعات المحتملة لاتجاهه في الفترات المقبلة.
- تحديد مستويات السعر المستهدفة لسهم الراجحي سواء بالارتفاع أو الانخفاض.
- تحديد النماذج الفنية التي تشكلت أثناء حركة سعر سهم سابق، و كذا تحديد نوعها.

1.1.2.3 تحديد الاتجاه المستقبلي لسهم مصرف الراجحي

أخذ سهم الراجحي اتجاهها صاعدا منذ بداية عام 2012 و قد صاحب هذا الاتجاه ارتفاعات في أحجام التداول على هذا السهم (الشكل رقم 4-18)، بعدها تم كسر خط الاتجاه التصاعدي في اليوم الأول من التداول لشهر أبريل حيث أغلق السعر تحت خط الاتجاه الصاعد ليتحول بذلك الاتجاه من التصاعدي إلى التنازلي، و باتخاذ سعر الراجحي الاتجاه الهابط صاحبه انخفاض في أحجام التداول (الشكل رقم 4-18).

و هناك احتمالين لمسار سهم الراجحي و الذي قد يسلكهما في المستقبل و هما:

- الاحتمال الأول: يحتمل أن يواصل سهم الراجحي رحلة الهبوط خلال الأيام المقبلة إلى مستويات أقل من 72.75 نظرا لأن خط الاتجاه الهابط يحافظ على نفس الانحدار، كما أن منحني السعر يتعد على خط الاتجاه التنازلي و لم يغلق بعد خلفه، و هو ما يشير إلى عدم قدرة انعكاس اتجاه سعر سهم الراجحي نحو الارتفاع إلى مستويات قياسية أعلى.
- الاحتمال الثاني: يمكن أن يتذبذب سعر سهم الراجحي خلال الفترات المقبلة في نطاق ضيق محصور بين مستوى مقاومة تقدر بـ 74.33 ريال و مستوى دعم يقدر بـ 71.08 ريال.

و يتم حساب تلك المستويات بالطريقة التالية:

يمكن حساب مستويات الدعم و المقاومة التي من المفترض أن يتأرجح بينهما سعر سهم الراجحي من خلال تحديد فترة زمنية تقدر بـ 15 يوما (مدة أسبوعين) و هي الأيام الأخيرة من التداول من شهر ماي، كما تتطلب عملية الحساب الحصول على البيانات التالية¹³⁷: أعلى سعر للسهم خلال الفترة، و أقل سعر، و كذا سعر الإغلاق في اليوم الأخير من التداول. حيث كان أقل سعر لسهم الراجحي = 71 ريال ، و أعلى سعر = 74.25 ريال، أما سعر الإغلاق فقد بلغ 72.25 ريال.

¹³⁶ <http://www.alrajhibank.com.sa/ar/AboutUs/Pages/default.aspx>

¹³⁷ تم الحصول على بيانات الأسعار بالنسبة لسهم الراجحي من المنحنى البياني رقم 4-18 .

- حساب نقطة الدعم : و تمر بالمراحل الأربعة التالية

المرحلة الأولى: يتم جمع مستويات الأسعار الثلاثة السابقة $218 = 72.25 + 74.25 + 71$

المرحلة الثانية: يتم قسمة ناتج المرحلة الأولى على الرقم 3 أي $72.66 = 218/3$

المرحلة الثالثة: يتم ضرب ناتج المرحلة الثانية في 2 أي $145.33 = 2 \times 72.66$

و المرحلة الرابعة و الأخيرة تكون من خلال أخذ ناتج المرحلة الثالثة و يتم طرح منه أعلى

سعر وصل إليه سهم الراجحي و ذلك كما يلي: $71.08 = 74.25 - 145.33$

و بالتالي فإن نقطة الدعم بالنسبة لسهم الراجحي ستقدر بـ 71.08 ريال

- حساب نقطة المقاومة : و يتم تحديدها من خلال تتبع نفس الخطوات السابقة (تقريباً) المطبقة

لحساب نقطة الدعم و لكن الاختلاف الوحيد سيكون في المرحلة الرابعة حيث سيتم أخذ

ناتج المرحلة الثالثة و يتم طرح منه قيمة أدنى سعر وصل إليه سهم الراجحي و يمكن إيضاحها

كما يلي: $74.33 = 71 - 145.33$

و بالتالي فإن نقطة المقاومة بالنسبة لسهم الراجحي ستقدر بـ 74.33 ريال

أما فيما يتعلق بشهر جويلية و هو الشهر الذي يلي نهاية الربع الثاني من السنة و يتم الإعلان فيه عن

نتائج أعمال الشركات فمن المتوقع خلاله أن يرتفع السعر إذا كانت النتائج المالية للربع الأول للشركة إيجابية،

أما إذا كانت سلبية فقد تتوجه الأسعار إلى الانخفاض أو أنها ستذبذب في نطاق ضيق.

الشكل رقم (4-18): خطوط الاتجاه لسهم مصرف الراجحي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

2.1.2.3 فجوات السعر

باستعمال منحني سعر سهم مصرف الراجحي يلاحظ أن سعر السهم عرف عدة فجوات منذ بداية سنة 2012 ، و يمكن تبيان تلك الفجوات (التمثيل البياني رقم (4-19) كما يلي :

1. فجوة الانحراف عن الاتجاه العام Breakaway Gap: و ظهرت هذه الفجوة في بداية الأسبوع الأول

من التداول لشهر مارس، حيث تكونت تلك الفجوة بعد أن افتتح التداول على سهم الراجحي تحت مستوى سعري أقل من المستوى الذي تم التداول عليه في اليوم السابق، حيث تم الإغلاق في اليوم السابق عند مستوى 80.75 ريال، أما في اليوم الموالي فقد افتتح سعر السهم عند مستوى 78 ريال، وبالإضافة إلى ذلك فإن تحركات السعر في ذلك اليوم لم تصل إلى مستوى 79 ريال. و بذلك تشير هذه الفجوة إلى انعكاس انحراف اتجاه سعر سهم الراجحي عن مساره من التنازلي إلى التصاعدي. وقد حدثت هذه الفجوة وسط حجم تداول كثيف و زادت كثافته إلى غاية نهاية شهر مارس.

2. فجوة الحركة السعرية Runaway Gap: ظهرت هذه الفجوة في نهاية الأسبوع الأول من التداول

لشهر أبريل و ذلك بعد حدوث انعكاس في الاتجاه العام لسعر سهم الراجحي في أيام الأولى من التداول لنفس الشهر حيث تحول الاتجاه من التصاعدي إلى التنازلي، و تكونت الفجوة بعد أن أغلق سعر سهم الراجحي في اليوم السابق (نهاية الأسبوع الأول من التداول خلال شهر أبريل) عند 80.5 ريال ليفتح في اليوم الموالي عند 80 ريال و يغلق عند 79.5 ريال، و هو ما أحدث فجوة الحركة السعرية، حيث قفز السعر للأسفل وسط حركة تنازلية، و تؤكد هذه الفجوة على قوة الاتجاه التنازلي خاصة أن السعر لم يغلق فوق فجوة الحركة السعرية.

3. فجوة نهاية الاتجاه Exhaustion Gap: و قد ظهرت بالقرب من نهاية الحركة الجانبية لسعر سهم

الراجحي، ليواصل سعر السهم بعد هذه الفجوة رحلة المهبوط و ذلك منذ بداية التداول في شهر ماي.

الشكل رقم (4-19): الفجوات السعرية لسهم مصرف الراجحي



3.1.2.3 التنبؤ باتجاه سعر سهم مصرف الراجحي باستعمال نماذج السعر

أثناء حركة سهم الراجحي تكون النموذج السعر الذي يسمى بنموذج الرأس و الكتفين العادي وهو نموذج يشبه شكل الهيئة العليا للإنسان إذ يبين الرأس و من تحته كتفين مستواهما أقل من مستوى الرأس ، و قد تكون هذا النموذج خلال الاتجاه الصاعد و هو ما يشير إلى حدوث انعكاس سلبى لسعر سهم الراجحي. و يبرز الشكل رقم (4-20) المراحل التي تكون من خلالها نموذج الرأس و الكتفين العادي، حيث كانت البداية بارتفاع سعر سهم الراجحي (منذ منتصف شهر فبراير) نتيجة لزيادة حجم التداول فوصل السعر إلى قمة الكتف الأيسر النقطة A (و كان ذلك في بداية شهر مارس)، ثم نزل السعر إلى نقطة دعم - النقطة B و حدث ذلك في نهاية الأسبوع الأول من التداول لشهر مارس، ثم قام بالارتداد من هذه النقطة، وبعدها ارتفع السعر حتى تجاوز قمة الكتف الأيسر وبهذا تكون الرأس في النقطة C و كان ذلك في اليوم الأخير من التداول لشهر مارس وصاحب تكون الرأس حجم تداول كبير، وبعدها حدثت عمليات بيع على سهم الراجحي فهبط السعر حتى وصل إلى نقطة الدعم D (و كان ذلك تقريبا في منتصف شهر أبريل) وبعدها تدخل المشترون ورفعوا السهم وبهذا تكونت قمة الكتف الأيمن عند النقطة E ، حيث تدخل البائعون وقاموا بالبيع مما أدى إلى هبوط سعر سهم الراجحي إلى خط الرقبة، وحدث ذلك وسط حجم تداول أقل من المستويات السابقة.

و حسب نموذج الرأس و الكتفين العادي فإنه لن يكون بمقدور سعر سهم الراجحي الارتفاع في المستقبل و الوصول إلى أعلى نقطة في القمة السابقة عند النقطة C ، بمعنى أنه لن يتمكن سعر سهم الراجحي من الارتفاع و الوصول إلى مستوى 83.50 ريال. و حتى و إن حاول سعر سهم الراجحي خلال الفترات المقبلة الارتفاع - فلن يتمكن من الوصول إلى مستوى 83.50 ريال- و كسر خط الرقبة فإنه سيعاود الهبوط.

و تأكد اكتمال نموذج الرأس و الكتفين العادي مع إغلاق سعر سهم الراجحي تحت مستوى خط الرقبة، و من المتوقع أن ينخفض السعر بعد تكون هذا النموذج بنفس مقدار المسافة العمودية الواقعة بين الرأس و خط الرقبة (الأسهم باللون الأحمر في الشكل رقم 4-20)، و عليه يتوقع أن ينخفض سعر سهم الراجحي خلال الفترات المقبلة و الوصول إلى مستوى أقل من 68 ريال، لأنه و حسب نموذج الرأس و الكتفين يجب أن ينخفض سعر السهم بمسافة تساوي المسافة بين الرأس و خط الرقبة.

الشكل رقم (4-20): نموذج الرأس و الكتفين العادي لسهم مصرف الراجحي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com ، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

4.1.2.3 تحديد نقاط الدخول و الخروج من سهم الراجحي بواسطة المؤشرات الفنية

يوجد العديد من المؤشرات الفنية التي يمكن استعمالها لتحديد إشارات البيع و الشراء، و فيما يلي سيتم عرض بعض المؤشرات الفنية التي يمكن تطبيقها على سهم مصرف الراجحي من أجل تحديد تلك النقاط.

1.4.1.2.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس

من بين المؤشرات التي تعتمد على الاتجاه كأساس و يمكن تطبيقها على سهم مصرف الراجحي نجد: المتوسطات المتحركة و مؤشر البولنجر باوند.

أ. المتوسطات المتحركة كأداة لتحديد نقاط الدخول و الخروج من سهم مصرف الراجحي

● تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال متوسط متحرك بسيط واحد (لمدة 20 يوم)

ظهرت إشارة الشراء على سهم الراجحي عندما اخترق منحنى المتوسط المتحرك منحنى سعر السهم من الأسفل إلى أعلى (منتصف شهر فبراير - الشكل رقم 4-21-) و كان قرار الشراء في تلك الحالة صائبا نظرا لأن كل من منحنى سعر سهم الراجحي و المتوسط المتحرك اتجها نحو الأعلى. أما إشارة البيع فقد ظهرت عندما اخترق منحنى المتوسط المتحرك منحنى سعر سهم الراجحي من الأعلى إلى أسفل (بداية الأسبوع الثاني من التداول لشهر أبريل) و يعتبر قرار البيع في هذه الحالة صائبا نظرا لأن كل من منحنى سعر السهم و المتوسط المتحرك اتجها نحو الأسفل، كما أن منحنى سعر سهم الراجحي انخفض إلى مستوى أدنى من المتوسط المتحرك الذي يتجه إلى الهبوط.

الشكل رقم (4-21): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال متوسط متحرك واحد (لـ 20 يوم) لسهم مصرف الراجحي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

- باستعمال متوسطين متحركين لـ 20 يوم و 40 يوم (طريقة التقاطع المزدوج)

ظهرت إشارة بيع واحد على سهم الراجحي و كانت في نهاية شهر أبريل، و قد حدثت عندما انخفض المتوسط المتحرك لعشرين يوم (المتوسط القصير المدى باللون الأحمر) أسفل المتوسط المتحرك للأربعين يوم (المتوسط الطويل المدى باللون الأخضر في الشكل رقم 4-22). أما فيما يتعلق بإشارات الشراء فلم تظهر أي إشارة.



- باستعمال ثلاثة متوسطات متحركة لـ 4 أيام و 9 أيام و 18 يوم

ظهرت إشارة الشراء الأولى على سهم الراجحي عندما أصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام (الخط الأحمر) فوق المتوسط المتحرك لتسعة أيام (الخط الأخضر) و ثمانية عشرة يوما (الخط الأزرق في الشكل رقم 4-23) و كانت تلك الإشارة في بداية التداول من شهر يناير، وتأكدت إشارة الشراء عندما تقاطع المتوسط المتحرك لتسعة أيام مع المتوسط المتحرك لثمانية عشر يوما وأصبح فوقه، و بذلك أصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام فوق المتوسط المتحرك لتسعة أيام والذي يقع بدوره فوق المتوسط المتحرك لثمانية عشر يوما، و بعدها تحرك سعر سهم الراجحي و تذبذب بين الارتفاع و الهبوط و قد حاول المتوسط المتحرك لأربعة أيام أن يقطع المتوسط لتسعة أيام و المتوسط لثمانية عشر يوما (الأسهم السوداء في الرسم البياني رقم 4-23) و ذلك طول الفترة الممتدة من منتصف شهر يناير حتى منتصف شهر مارس، و بعدها ظهرت إشارة الشراء الثانية حيث تمكن المتوسط لمدة أربعة أيام من قطع كلا المتوسطين الآخرين. أما إشارات البيع بالنسبة لسهم الراجحي فقد ظهرت عندما تحول منحني سعر السهم من الاتجاه التصاعدي إلى التنازلي وأصبح المتوسط المتحرك لأربعة أيام أسفل المتوسطين المتحركين، وتأكدت إشارة البيع عندما انخفض المتوسط المتحرك لتسعة أيام تحت المتوسط لثمانية عشر يوما (و ظهرت إشارة البيع الأولى في بداية التداول من الأسبوع الثاني لشهر أبريل أما إشارة البيع الثانية فقد ظهرت منذ بداية الأسبوع الأول من التداول لشهر ماي و يظهر ذلك في الرسم البياني رقم 4-23).

الشكل رقم (4-23): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال ثلاث متوسطات متحركة (سهم الراجحي)



و إذا ما تمت مقارنة إشارات البيع و الشراء التي أعطتها الطرق الثلاثة فيمكن القول أنه بالنسبة للمضاربين فإن أحسن طريقة هي استعمال ثلاث متوسطات متحركة باعتبار أن سهم الراجحي تذبذب في نطاق ضيق و لذلك كان من الأحسن استعمال المؤشرات ذات المدى القصيرة باعتبارها الأقرب من تحركات سعر هذا السهم، أما بالنسبة للمستثمر و الذي يكون مجال تعامله على هذا السهم يمتد لفترات طويلة فإنه من الأحسن الاعتماد على المتوسطات المتحركة الطويلة المدى نظراً لبعدها عن التحركات الطفيفة لهذا السهم.

ب. مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands

ظهرت مناطق الشراء المكثف بالنسبة لسهم الراجحي عندما تلامس منحنى السعر مع الحد العلوي من مؤشر البولنجر باوند، حيث ظهرت منطقة الشراء الأولى في الأسبوع الثاني من شهر يناير و الثانية في النصف الثاني من التداول لشهر فبراير أما الأخيرة فقد ظهرت في الأيام الأخيرة من التداول لشهر مارس. و بعدها قطع منحنى سعر الراجحي منحنى المتوسط المتحرك للأسفل وهنا ظهرت إشارة تحذيرية بتحول اتجاه السعر من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي. أما منطقة البيع المكثف فقد ظهرت عندما تلامس منحنى السعر مع الحد السفلي من مؤشر البولنجر باوند و كان ذلك في شهر ماي (الرسم البياني رقم 4-24).

- كما يلاحظ من خلال الرسم البياني رقم 4-24 اختراق منحنى سعر السهم الحد السفلي و ارتد عنه في منتصف شهر ماي و حاول التقاطع مع المتوسط المتحرك لمدة عشرين يوم و لكنه لم يقطعه و في هذه الحالة سيكون لدينا عدة احتمالات متوقعة لتحرك سعر سهم الراجحي في المستقبل و هي:
- الاحتمال الأول: تذبذب سعر سهم الراجحي في مستوى سعري يقع تحت المتوسط المتحرك لمدة عشرين يوم و بذلك سيكون اتجاه سعر السهم تنازلي في المستقبل.
 - الاحتمال الثاني: إذا قطع منحنى سعر سهم الراجحي المتوسط المتحرك لمدة عشرين يوم خلال الأيام المقبلة و اتجه نحو الأعلى و لامس الحد العلوي من البولنجر باوند ثم عاود و قطع منحنى المتوسط المتحرك لمدة لعشرين يوم و ارتد عنه فإن سعر سهم الراجحي سيتوجه إلى الصعود و عندها سيكون المستوى المستهدف هو ارتفاع سعر سهم الراجحي و وصوله إلى مستوى 75.18 ريال (upper 75.18).
 - الاحتمال الثالث: إذا قطع منحنى سعر سهم الراجحي المتوسط المتحرك لمدة عشرين يوم خلال الأيام المقبلة - بعد الارتداد عن الحد السفلي لمؤشر البولنجر باوند- و عاد و اتجه نحو الأسفل فإن سعر سهم الراجحي سيتوجه إلى الهبوط و سيكون بذلك المستوى المستهدف هو الانخفاض في سعر السهم، بمعنى أن سعر سهم مصرف الراجحي سينخفض خلال الفترات المقبلة و يصل إلى مستوى 70.22 ريال (lower 70.22).

الشكل رقم (4-24): مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands كأداة لتحديد مستويات السعر



2.4.1.2.3 المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس

من بين المؤشرات التي تعتمد على العزم كأساس و يمكن تطبيقها على سهم مصرف الراجحي من أجل تحديد نقاط الدخول و الخروج من السهم نجد: تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد)، الرسم البياني النسيجي للماكد، مؤشر قناة السلع، مؤشر القوة النسبية، مؤشرات الأستوكاستيك - Stochastic - OSC-% D, % K، مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM) .

أ. تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) (MACD) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من

سهم مصرف الراجحي

ظهرت إشارات الشراء على سهم الراجحي عندما تقاطع الخط الأسرع (المنحني الأحمر) من الأسفل للأعلى مع الخط البطيء (المنحني الأسود في الشكل رقم 4-25)، و بالعكس ظهرت إشارات البيع عندما تقاطع الخط الأسرع من الأعلى للأسفل مع الخط البطيء.

الشكل رقم (4-25): تحديد إشارات البيع و الشراء باستعمال: الماكد و الرسم البياني النسيجي للماكد ، و مؤشر قناة السلع CCI (لسهم مصرف الراجحي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

ب. الرسم البياني النسيجي للماكد كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من سهم مصرف الراجحي ظهرت إشارات الشراء الحقيقية على سهم مصرف الراجحي عندما قطع الرسم البياني النسيجي للماكد الخط الصفري للأعلى (الأسهم الصغيرة الخضراء في الشكل رقم 4-25)، أما إشارات البيع الحقيقية فقد ظهرت عندما قطع الرسم البياني النسيجي للماكد الخط الصفري للأسفل (الأسهم الصغيرة الحمراء). و تشير الأسهم الصغيرة السوداء إلى ضعف الاتجاه التصاعدي لسعر سهم مصرف الراجحي بسبب ضيق الفرق بين خطي المؤشر، و نظرا لأن قيمة الرسم البياني النسيجي تقع أعلى من الخط الصفري وتوجه للأسفل. وعلى العكس ظهرت إشارة بضعف الاتجاه التنازلي لسعر سهم مصرف الراجحي عندما كانت القيمة تحت المستوى الصفري متجهة للأعلى (الأسهم البنفسجية في الشكل رقم 4-25). ويعتبر توجه الرسم البياني نحو الخط الصفري إشارة تحذيرية تسبق إشارات البيع أو الشراء الحقيقية.

بالإضافة إلى ذلك أظهرت الأسهم البنفسجية ضعف الاتجاه التنازلي في الشكل رقم (4-25) لسهم مصرف الراجحي ولكن هذا لا يكفي للدخول في صفقات جديدة (الشراء) نظرا لأن الاتجاه العام السائد للسهم هو الاتجاه التنازلي لذلك يجب على المستثمر التريث و لا يمكنه الدخول في صفقات جديدة إلا عندما يحول سهم الراجحي اتجاهه من التنازلي إلى التصاعدي.

كما يلاحظ من خلال التمثيل البياني كثرة ظهور إشارات البيع و الشراء على سهم الراجحي سواء لما كان السهم في الاتجاه التصاعدي أو حتى في الاتجاه التنازلي و ذلك نظرا لتأرجح سعر السهم بين الانخفاض و الارتفاع و في نطاق ضيق و ذلك خلال الفترات الزمنية القصيرة، فالجمال الذي تحرك فيه سعر سهم الراجحي منذ بداية السنة هو مجال ضيق لم يتجاوز 15 ريال.

ج. مؤشر قناة السلع (CCI) كأداة لتحديد نقاط الدخول والخروج من سهم مصرف الراجحي

دخل المستثمرون في عمليات شراء على سهم الراجحي عندما ارتفعت قيمة مؤشر قناة السلع إلى ما فوق 100+ (ذروة الشراء) وتظهر هذه المناطق في الرسم البياني رقم 4-25 باللون البرتقالي (و قد امتدت نقاط ذروة الشراء من بداية شهر يناير إلى غاية نهاية شهر مارس و هي تتوافق مع الاتجاه التصاعدي لسعر سهم الراجحي). و قام المستثمرون ببيع أسهم الراجحي عندما انخفض مؤشر قناة السلع إلى ما دون 100- (ذروة بيع) و تظهر في الرسم البياني رقم 4-25 باللون الرمادي. و قد ظهرت ذروة بيع وحيدة على سهم الراجحي باستعمال هذا المؤشر و ظهرت مع بداية التداول في شهر ماي و تزامن ظهورها مع اتخاذ سعر سهم الراجحي الاتجاه التنازلي.

د. مؤشر القوة النسبية (RSI) The relative Strength index (RSI)

وصل سهم الراجحي إلى ذروة الشراء عندما فاقت قيمة مؤشر القوة النسبية مستوى 70 (الخط الأخضر في الشكل الرقم 4-26) وهو ما يشير إلى مرور السهم بمرحلة شراء مغال فيها Overbought، وقد وصل سهم الراجحي إلى ذروة الشراء الأولى في منتصف شهر يناير تقريبا، أما الذروة الثانية فكانت في نهاية شهر فبراير و بداية شهر مارس، أما ذروة البيع الأخيرة فقد كانت في نهاية شهر مارس. بينما وصل إلى ذروة البيع عندما انخفض مؤشر القوة النسبية إلى ما دون مستوى 30 (الخط الأحمر في الشكل رقم 4-26)، وقد وصل سهم الراجحي إلى ذروة بيع وحيدة و قد كانت في منتصف شهر ماي.

كما يمكن للمتعاملين على سهم الراجحي استعمال تقاطع مؤشر القوة النسبية مع المستوى 50 - النقطة الوسطى في مؤشر القوة النسبية- من أجل تحديد إشارات البيع و الشراء، فعندما تقاطع مؤشر القوة النسبية مع خط 50 من أعلى إلى أسفل فقد دل على وجود إشارة للبيع (الأسهم الصغيرة السوداء على الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية في الشكل رقم 4-26).

هـ. مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM)

وصل سهم الراجحي لذروة الشراء عندما ابتعد خط زخم التداول MTM كثيرا عن الخط الصفري للأعلى (الدوائر المرسومة على خط زخم التداول في الشكل رقم 4-26 و التي امتدت من منتصف شهر يناير إلى غاية بداية شهر أبريل)، أما عندما ابتعد كثيرا عن الخط الصفري للأسفل فدل على وصول سهم الراجحي لذروة البيع (المستطيلات المرسومة على خط زخم التداول في شهر أبريل وشهر ماي). أما إشارات الشراء على سهم الراجحي فقد ظهرت حين تقاطع خط زخم التداول مع الخط الصفري للأعلى (الأسهم الصغيرة الصفراء)، و ظهرت إشارات البيع عند تقاطع زخم التداول مع الخط الصفري للأسفل (الأسهم الصغيرة الحمراء في الشكل رقم 4-26 الخاص بخط زخم التداول). كما يلاحظ من خلال الشكل رقم (4-26) الخاص بخط زخم التداول تغير الاتجاه في خط زخم التداول (الخط الممتد من بداية شهر مارس إلى بداية شهر أبريل) قبل تغير الاتجاه في الرسم البياني للسهم، وهو ما ينذر بتغير اتجاه سعر سهم الراجحي من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي (و فعلا غير سهم الراجحي اتجاهه من التصاعدي إلى التنازلي مع بداية شهر أبريل)، وهي معلومة مهمة بالنسبة للمستثمرين الذين دخلوا من قبل في هذا السوق كمشتريين إذ يجب عليهم التحلي عن مراكزهم قبل أن تهب الأسعار.

و. مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic – OSC-% D, % K

ظهرت إشارات الشراء على سهم الراجحي عندما تقاطع المنحني K الأسرع (الخط باللون الأسود) مع المنحني D الأبطأ (الخط باللون الأحمر) وذلك فوق مستوى 80 (المستطيلات في الرسم البياني رقم 4-26) وهنا وصل سهم الراجحي إلى ذروة الشراء، أما إشارات البيع فقد ظهرت عندما تقاطع منحني K مع منحني D وذلك تحت مستوى 20 (الدوائر المرسومة على الخططين في الشكل رقم 4-26) وفي هذه الحالة قد وصل سهم الراجحي إلى ذروة البيع.

الشكل رقم (4-26): تمثيل بياني لمؤشر القوة النسبية، ومؤشر الأستوكاستيك K و D ، وخط زخم التداول لعشرة أيام لسهم الراجحي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الأنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

المبحث الرابع: التطورات التي شهدتها السوق و سهمي سابق و الراجحي بعد نهاية شهر ماي 2012
شهد سوق الأسهم السعودي خلال الأشهر الممتدة من بداية شهر جوان إلى غاية نهاية شهر نوفمبر من سنة 2012 عدة أحداث و تطورات أثرت على قيمة كل من مؤشر السوق و أسعار سهمي سابق والراجحي.

1.4 أهم التطورات و الأحداث التي شهدتها سوق الأسهم السعودي

اكتمل تكون نموذج المثلث التنازلي الخاص بمؤشر سوق الأسهم السعودي (الشكل البياني رقم 4-27) حيث قام منحني المؤشر بكسر الحد السفلي لنموذج المثلث التنازلي و أغلق تحته خلال اليوم الأول من التداول لشهر جوان- و حدث ذلك وسط حجم تداول كثيف- حيث هبط مؤشر السوق بتاريخ 2 جوان 2012 (أي يوم كسر نموذج المثلث) بـ(-294.1) نقطة و أغلق المؤشر عند مستوى 6681.18 نقطة. وعليه يلاحظ توجه المؤشر نحو الانخفاض تحت مستويات أقل من المستوى الذي تم به التداول داخل نموذج المثلث التنازلي، فقد كان آخر سعر لإقفال المؤشر داخل النموذج يتمثل في اليوم الأخير من التداول لشهر ماي و قد أغلق عند مستوى 6975.27 نقطة و بعد كسر النموذج لم يتجاوز مؤشر سوق الأسهم السعودي هذا المستوى إلا بتاريخ 11 أوت 2012 (أي بعد 52 يوم تداول) حيث أغلق المؤشر في ذلك التاريخ عند مستوى 6987.06 نقطة.

و حتى يحقق نموذج المثلث التنازلي هدفه يجب أن ينخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي بنفس المسافة الفاصلة بين A و B أي انطلاقاً من النقطة C حتى النقطة D (الشكل رقم 4-27)، أي من المتوقع أن يصل إلى مستوى دون 6400 نقطة، ولكن متى سيصل إلى ذلك المستوى؟

و كسر مؤشر السوق حاجز 7000 نقطة في اليوم الأخير من التداول لشهر رمضان، أي بتاريخ 15 أوت حيث وصل المؤشر إلى مستوى 7003.79 نقطة.

و بعد إجازة عيد الفطر كسر مؤشر السوق مستوى 7100 نقطة و أغلق عند مستوى 7104.48 نقطة -بتاريخ 25 أوت- مرتفعاً بـ 100.69 نقطة و هي تمثل أعلى نقطة إغلاق يحققها المؤشر منذ جلسة 13 ماي (أي منذ ثلاثة أشهر)، و أغلق المؤشر فوق مستوى 7100 نقطة مرتين في تلك الفترة و لكن بأقل من إغلاق يوم 15 أوت، حيث أغلق في جلسة 22 ماي عند مستوى 7103.52 نقطة، و في جلسة 15 ماي عند مستوى 7104.24 نقطة.

و قد حدث كسر حاجز 7100 في شهر أوت بسبب تأثير مجموعة من الأحداث و المؤثرات الخارجية ومنها¹³⁸:

¹³⁸ مقال بعنوان " البورصة تكسب 100 نقطة في يوم واحد بعد إغلاق السوق خلال إجازة العيد" على الموقع الإلكتروني <http://www.alarabiya.net> تاريخ الاطلاع يوم الأحد 26 أوت 2012.

- اتخاذ قادة الاتحاد الأوربي مجموعة من الإجراءات لمواجهة أزمة الديون السيادية وكان من بينها اتخاذ إجراءات تقشفية إضافية تهدف إلى توفير السيولة اللازمة لسداد الالتزامات المالية المترتبة على بعض الدول الأوروبية، كما تم إقرار حزمة إنقاذ للقطاع المصرفي الإسباني لتجنب تعثره من سداد التزاماته.
- تأثر السوق السعودي بإغلاق الأسواق الأمريكية في ذلك الأسبوع، حيث أغلقت على ارتفاع، إذ ارتفع مؤشر داو جونز الصناعي بمقدار 0.77% و صعد مؤشر S and P 500 بمقدار 0.65% ، ووصل مؤشر الناسداك المجمع الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا بمقدار 0.54%.
- استقرار أسعار النفط فوق حاجز 90 دولار.

- العامل الفني و المتمثل في إغلاق السوق متجاوزا حاجز 7000 نقطة قبل إجازة العيد، ما أعطى السوق إيجابية للارتفاع وعودة المتداولين، حيث شهدت السوق عودة السيولة مجددا .
- كما يعود كسر حاجز 7100 نقطة إلى الأداء الإيجابي لسوق الأسهم السعودي خلال شهر رمضان (من جلسة 21 جويلية إلى غاية 15 أوت)، إلى مجموعة من العوامل صادفت حركة سوق الأسهم في شهر رمضان هذا العام جعلته أكثر حراكا من سابق عهده، حيث صادف إعلان نتائج الربع الثاني لأداء الشركات و صدور بعض الأنظمة المؤثرة في أدائه خاصة فيما يخص شركات العقار والبنوك. وقد كان أداء السوق متميزا من حيث السيولة والارتفاع في المؤشر العام بحسب مستوى السيولة المدارة في السوق وحجم العمليات والصفقات. و قد نجح السوق في شهر رمضان في تحقيق أعلى متوسط لقيمة التداول اليومي خلال ستة أعوام مضت وارتفع ذلك المتوسط إلى 6.04 مليار ريال مقارنة بنحو 2.91 مليار ريال المتحققة في رمضان من سنة 2011¹³⁹.

بعد ذلك؛ و بداية من شهر أوت و حتى بداية شهر أكتوبر ظهر نموذج آخر على الرسم البياني الخاص بمؤشر سوق الأسهم السعودي، و يتمثل هذا النموذج في نموذج القمة المزدوجة و الذي يأخذ شكل حرف M بحيث تكون بداية من ارتفاع المؤشر-الذي صاحبه تزايد في حجم التداول- ليصل إلى النقطة E (قمة الأولى)، ثم انخفض ليصل إلى النقطة F و كان مصحوبا بتناقص في حجم التداول، ثم عاود الارتفاع مرة أخرى ليصل إلى مستوى القمة السابقة (النقطة G) . و يلاحظ أن المؤشر لم يتمكن من كسر النقطة السابقة E ، ثم انخفض مرة أخرى وكسر الحاجز الأفقي الممثل للحد الأدنى (النقطة)، و بعدها أخذ المؤشر اتجاهها نزوليا (الشكل رقم 4-27). و اكتمل نموذج القمة المزدوجة عندما قام المؤشر بكسر القاع (نقطة الدعم F) . و الملاحظ أيضا أن حجم التداول في هذا النموذج كان أكثر كثافة خلال تكون القمة الأولى وأقل كثافة عند تكون القمة الثانية وهو ما يعني إشارة جيدة لانعكاس هبوطي.

كما يلاحظ أيضا أن تكون نموذج القمة المزدوجة كان محصور بين نقطة مقاومة تقدر بـ 7200 نقطة و نقطة دعم تقدر بـ 7000 نقطة، و هو المجال الذي ارتفع به مؤشر السوق في الأيام الأخيرة من

¹³⁹ <http://alroya.com>

التداول لشهر أوت (6 أيام)، و النصف الأول من التداول لشهر سبتمبر (16 يوم الأولى، أي حتى تاريخ 22 سبتمبر).

و قد كانت توقعات المحللين الماليين بتاريخ 13 سبتمبر 2012 تشير أن مؤشر سوق الأسهم السعودية سيواصل المسار الصعودي خلال الأسابيع المقبلة وحتى الإعلان عن نتائج الربع الثالث في ظل توقعات بتحقيق الشركات نتائج مالية قوية، و أن المؤشر سيستهدف مستوى بين 7300 و 7350 نقطة خلال تلك الفترة مع إعادة ترتيب المتعاملين لمراكزهم وتحرك السيولة نحو الأسهم القيادية قبل إعلان النتائج الفصلية اعتباراً من بداية أكتوبر. فالحلل الاقتصادي خالد الجوهر قال أن "الاتجاه المتوقع للمؤشر إيجابي، فحسب رأيه أن الموجة الهابطة انتهت تقريبا وبدأ المؤشر يتحرك ثانية في موجة صاعدة مدعومة باقتراب الإعلان عن نتائج الربع الثالث والتي يصاحبها إعادة ترتيب المراكز. و أضاف قائلاً أن السيولة تتحرك من قطاعات المضاربة وتتجه للقطاعات المؤثرة كالبتروكيماويات والاستثمار المتعدد والقطاع المصرفي مما سينعكس على أداء المؤشر، حيث أكد الجوهر أن انتقال السيولة من شركات المضاربة إلى الشركات القيادية سيدعم السوق خلال المرحلة المقبلة وقال " إن التغيير ليس كبيراً لكنه تصاعدي وسيزيد كلما اقتربنا من نتائج الربع الثالث والتي يراها المتعاملون النتائج الأكثر أهمية خلال العام. و أضاف الجوهر قائلاً إن ارتفاع أسعار النفط ستدعم نتائج قطاع البتروكيماويات ومضيفاً أنه في حال جاءت نتائج الربع الثالث متوافقة مع التوقعات المتفائلة للمحللين فإن المؤشر سيستهدف صعوداً بنسبة تدور بين 7% و 10% تصل به إلى مستوى 7800-8000 نقطة بنهاية العام". أما مهاب الدين عجينة رئيس التحليل الفني لدى بلتون فايننشال في القاهرة فقال أن مؤشر سوق الأسهم السعودي بدأ منذ بداية شهر جويلية اتجاهها صعودياً بعد الموجة الهابطة التي سجلها خلال شهري مارس وجوان لافتاً إلى حركة تصحيح حول مستوى 7000 نقطة شهدها المؤشر منذ بداية شهر سبتمبر، وأضاف عجينة " أن مؤشر سوق الأسهم السعودي سيسير في اتجاه مستقر بين 7000-7100 نقطة لفترة بسيطة ثم يواصل الصعود مستهدفاً 7300-7350 نقطة خلال الأسبوعين المقبلين اللذين يسبقان الإعلان عن نتائج الربع الثالث"¹⁴⁰.

لكن الذي حدث بعد ذلك (و بأيام قليلة) أن نموذج القمة المزدوجة حقق هدفه بالانخفاض بنفس المسافة الفاصلة بين خط المقاومة و النقطة F، و التي تقدر بحوالي 200 نقطة. و بدأ مؤشر سوق الأسهم بالانخفاض إلى مستويات دون مستوى 7000 نقطة (ولم تتحقق توقعات المحللين بوصول المؤشر إلى مستويات 7300 و 7350 نقطة)، و ذلك بدءاً من يوم 24 سبتمبر 2012 (أنظر الملحق رقم الصفحة والذي يبين الجدول الخاص بتطور سوق الأسهم السعودية خلال شهر سبتمبر) و واصل المؤشر التحرك في مستويات دون 7000 نقطة طوال شهري أكتوبر و نوفمبر (أنظر الملحق رقم 06 الخاص بتطور قيم المؤشر خلال شهر

¹⁴⁰ مقال بعنوان " محللون: المؤشر سيواصل المسار الصاعد حتى إعلان نتائج الربع الثالث" على موقع الانترنت <http://about.reuters.com/fullleal.asp> تاريخ الاطلاع يوم الخميس 13 سبتمبر 2012.

أكتوبر، الصفحة 354 والملحق رقم 7 الذي يبين تطور مؤشر سوق الأسهم السعودية خلال شهر نوفمبر، الصفحة 355).

و بتتبع التغيرات التي طرأت على المؤشر خلال شهر نوفمبر يلاحظ أنه بتاريخ 27 نوفمبر 2012 كسر المؤشر حاجز 6500 و أغلق عند مستوى 6462.46 نقطة و هو بذلك قد حاول الوصول إلى المستوى المستهدف للانخفاض من خلال نموذج الرأس و الكتفين العادي (الوصول إلى مستوى دون 6400 نقطة). كما يلاحظ من خلال الرسم البياني أن تكون نموذج القمة المزدوجة كان دون مستوى قمة رأس المثلث التنازلي (النموذج السابق)، حيث أن تكون هذا النموذج كان في نطاق النموذج السابق و الذي لم يحقق هدفه بالانخفاض و الوصول إلى مستوى دون 6400 نقطة. فهل يحقق المؤشر هدف نموذج المثلث التنازلي و يصل إلى مستويات دون 6400 نقطة خلال شهر ديسمبر أو حتى الأشهر الأولى من سنة 2013؟

الشكل رقم (4-27) : اكتمال تكون المثلث التنازلي الخاص بمؤشر سوق الأسهم السعودي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 1 ديسمبر 2012.

- أما باستعمال المؤشرات الفنية و خاصة مؤشر البولنجر باوند فقد كانت نتيجة استعماله هو توقع وصول سوق الأسهم السعودي إلى مستوى 6559.19 نقطة. فماذا حدث بعد ذلك (أي بعد شهر ماي)؟
- بتاريخ 27 جوان 2012 (اليوم ما قبل الأخير من التداول في شهر جوان) انخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي -تداول- بـ (-111.21 نقطة)، حيث أغلق المؤشر عند مستوى 6585.63 نقطة وهو يفوق مستوى 6559.19 نقطة (و هو المستوى المستهدف باستعمال البولنجر باوند) بحوالي 26.44 نقطة، و في ذات اليوم سجل المؤشر أدنى مستوى له خلال الجلسة وكان ذلك عند مستوى 6543.62 نقطة، أي أقل بحوالي 15.57 نقطة من المستوى المستهدف باستعمال البولنجر باوند، أما أعلى مستوى سجله المؤشر خلال اليوم فقد كان عند 6704.86 نقطة .
 - بتاريخ 17 جويلية 2012 انخفض مؤشر سوق الأسهم السعودي -تداول- بـ (-52.49) نقطة، حيث أغلق مؤشر السوق عند مستوى 6588.81 نقطة و أدنى مستوى سجله خلال الجلسة كان عند 6574.28 نقطة (أنظر الملحق رقم 2 الذي يبرز تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر جوان 2012، الصفحة 350).
 - أما بتاريخ 18 جويلية 2012 فقد أغلق مؤشر السوق عند مستوى 6628.26 نقطة و أدنى مستوى سجله خلال الجلسة كان عند 6555.91 نقطة وهي نقطة قريبة جدا من المستوى المستهدف لانخفاض مؤشر سوق الأسهم السعودي باستعمال مؤشر البولنجر باوند (أنظر الملحق رقم 3 الذي يبرز تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر جويلية 2012، الصفحة 351).
 - أما في شهر نوفمبر فقد وصل المؤشر ثلاث مرات إلى مستويات قريبة من 6555.91 نقطة، فبتاريخ 25 نوفمبر أغلق المؤشر عند 6524.15 نقطة، و في اليوم الموالي أغلق عند مستوى 6547.19 نقطة، و بتاريخ 28 نوفمبر أغلق عند مستوى 6533.14 نقطة.

2.4 أهم التطورات التي شهدتها سهم شركة سابك

اكتمل تكون نموذج المثلث التنازلي الخاص بسهم سابك (الشكل البياني رقم 4-28) حيث قام منحني سعر سهم سابك بكسر الحد السفلي لنموذج المثلث التنازلي و أغلق تحته خلال اليوم الأول من التداول لشهر جوان- و حدث ذلك وسط حجم تداول كثيف- حيث انخفض سعر سهم سابك بتاريخ 2 جوان 2012 (أي يوم كسر نموذج المثلث) بـ (-3.50) ريال و أغلق السهم عند مستوى 90.00 ريال. وبعدها يلاحظ توجه منحني سعر سهم سابك نحو الانخفاض تحت مستويات أقل من المستوى الذي تم به التداول داخل نموذج المثلث التنازلي، فقد كان آخر سعر لإقفال السهم داخل النموذج يتمثل في اليوم الأخير من التداول لشهر ماي و قد أغلق عند مستوى 93.50 ريال و بعد كسر النموذج لم يتجاوز منحني سعر سهم

سابق هذا المستوى إلا بتاريخ 15 سبتمبر 2012 ، حيث أغلق السهم في ذلك التاريخ عند مستوى 95.00 ريال.

و قد حقق نموذج المثلث التنازلي هدفه عندما انخفض سعر سهم سابق بنفس المسافة الفاصلة بين A و B أي انطلاقاً من النقطة C حتى النقطة D (الشكل رقم 4-28) ، حيث أن المستوى المستهدف لانخفاض السعر سهم سابق هو وصوله إلى 85.25 ريال، و قد حدث ذلك فعلاً بتاريخ 15 جويلية 2012، حيث أغلق سهم سابق فعلاً عند مستوى 85.25 ريال (أنظر الملحق رقم 9 الذي يبرز تطور سعر سهم سابق خلال شهر جويلية 2012، الصفحة 357).

و خلال شهر جوان لم يصل سعر سهم سابق إلى المستوى الذي أغلق السهم عنده داخل نموذج المثلث التنازلي - أغلق سعر سهم سابق عند مستوى 93.50 ريال بتاريخ 30 ماي (اليوم الأخير من التداول لشهر ماي) - فقد تراوحت القيم التي تذبذب حولها سعر سهم سابق خلال هذا الشهر ما بين 89.25 ريال و 92.75 ريال .

أما خلال شهر جويلية و هو الشهر الذي صادف إعلان نتائج الشركات المتعلقة بالربع الثاني أي إعلان نتائج النصف الأول من عام 2012، فقد تصدر سهم سابق قائمة الأسهم الأكبر وزناً في السوق السعودي خلال الربع الثاني من عام 2012، وذلك حسب بيانات الأسهم الحرة المحدثة التي أصدرتها "تداول" يوم 30 جوان 2012، حيث واصل سهم سابق صدارته لأكبر الشركات وزناً في مؤشر السوق لسبعة أرباع متتالية أي منذ الربع الرابع لعام 2010، بعد تجاوزه آنذاك سهم مصرف الراجحي الذي احتل صدارة القائمة خلال الربع الثالث من نفس العام، وبلغت نسبة وزن "سابق" نحو 10.3 % بنهاية الربع الثاني من العام الجاري مقارنة بـ 10.8 % مع نهاية الربع الأول من نفس العام¹⁴¹.

أما القيم التي تذبذب حولها سعر سهم سابق خلال شهر جويلية فقد تراوحت ما بين 85.25 ريال و 91.50 ريال، والملاحظ أيضاً أنه و خلال الأيام الأربع الأولى و اليوم الأخير من التداول من شهر جويلية تجاوز سعر سهم مستوى 90.00 ريال، أما باقي أيام التداول فكانت دون مستوى 90.00 ريال (أنظر الملحق رقم 9 الذي يبرز تطور سعر سهم سابق خلال شهر جويلية، الصفحة 357).

و ترجع أسباب انخفاض سعر سهم سابق إلى:

- انخفاض سعر نפט الأوبك في شهر جويلية بنسبة تزيد عن 12.5% حيث و وصل إلى مستوى 94.25 دولار للبرميل، وهي أكبر نسبة انخفاض شهرية منذ شهر ديسمبر 2008، وكان هذا الانخفاض هو الثالث على التوالي بعد انخفاض بنسبة 9.4% في شهر ماي، وآخر بنسبة 3.9 % في شهر أفريل. وكان سعر نפט الأوبك قد بلغ ذروته في شهر مارس عندما بلغ مستوى 122.97 دولار للبرميل.

¹⁴¹ <http://www.argaam.com>

- استمرار تراجع معدلات نمو الاقتصاد العالمي بسبب تباطؤ النمو في الولايات المتحدة، والصين وركود الاقتصاد الأوروبي. كما أن بيانات التشغيل والبطالة في الولايات المتحدة عن شهر جويلية كانت غير مشجعة و بينت مدى تباطؤ النمو في الاقتصادي الأمريكي.
- استمرار دوامة الديون السيادية في أوروبا وعدم قدرة دول الاتحاد الأوروبي على معالجة المشكلة المتفجرة في اليونان واسبانيا ودول أخرى.
- إعلان نتائج شركة سابك يوم 18 جويلية و التي أشارت إلى انخفاض أرباح الشركة بـ 35% على أساس سنوي و 37% على أساس نصف سنوي. وفي ذلك اليوم أشارت أوامر ما قبل الافتتاح إلى انخفاض سعر سهم سابك بـ 25 هلاله و كان مطلوب عند 85.25 ريال، و بعد الافتتاح تراجع السهم بـ 75 هلاله ، حيث تراجع سعر السهم بـ 1.5% مطلع التداولات، و أغلق السهم عند مستوى 86.75 ريال. و أعلنت سابك عن نتائجها للربع الثاني بصافي دخل بلغ 5.3 مليار ريال وبلغت ربحية السهم الواحد 1.77 ريال، والذي كان دون تقديرات المحللين بواقع 23% والتي كانت تشير إلى 6.8 مليار ريال و ربحية للسهم بقيمة 2.28 ريال. كما أعلنت سابك عن توزيع أرباح عن النصف الأول من عام 2012 بواقع 2 ريال للسهم و شكل تحقيق سابك لصافي دخل يبلغ 5.3 مليار ريال مفاجأة كبيرة، حيث تراجع بواقع 35% مقارنة بالفترة ذاتها من العام السابق وبنسبة 37% مقارنة بالربع الأول من السنة. كما جاءت إيرادات سابك للربع الثاني من عام 2012 دون توقعات المحللين بواقع 3.5 مليار ريال حيث بلغت 46.5 مليار ريال، بينما بلغ الدخل الإجمالي 12.7 مليار ريال ليسجل تراجعاً بنسبة 23% مقارنة بالفترة ذاتها من العام الماضي، ويسجل أدنى مستوى له منذ الربع الثالث من عام 2010 من جهة أخرى، شهدت المصروفات الإدارية نمواً بنسبة 2% مقارنة بالفترة ذاتها من العام السابق وبنسبة 7% مقارنة بالربع السابق، وذلك على خلفية ارتفاع التكاليف الثابتة. كما أرجعت سابك أسباب هذا التراجع في النتائج إلى تراجع الطلب على المنتجات البتروكيماوية و الذي كان مصحوباً بتراجع الأسعار على ضوء تباطؤ الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى توقفات مجدولة في كل من مصانع الأسمدة و الحديد بغرض الصيانة¹⁴².
- بينما تراوحت قيم سعر سهم سابك خلال شهر أوت ما بين 89.75 ريال و 92.50 ريال، و قد وصل السهم إلى سعر 92.50 ريال بعد إجازة عيد الفطر، و هو التاريخ الذي كسر فيه مؤشر سوق الأسهم السعودي حاجز 7100 نقطة (أنظر الملحق رقم 10 الذي يوضح التطورات التي شهدتها سهم سابك خلال شهر أوت، الصفحة 358).

¹⁴² مقال بعنوان " سابك توزع أرباح نقدية بواقع 20 % (2 ريال للسهم) عن النصف الأول 2012 على موقع الانترنت www.argaam.com تاريخ الاطلاع يوم 2012/07/18.

- مقال بعنوان "انخفاض أسعار المبيعات وارتفاع أسعار المواد الخام يخفضان أرباح سابك بـ 20%" جريدة الرياض، الاثنين 23 جويلية 2012 العدد 16100 على موقع الإنترنت <http://www.alriyadh.com/2012/07/23/article753948.html> ، تاريخ الاطلاع يوم 2012/07/23.

أما بداية من شهر سبتمبر و حتى نهاية شهر نوفمبر تكون نموذج آخر على منحني سعر سهم سابق وهو نموذج الوتد التنازلي و هو يشبه المخروط المائل (الشكل رقم 4-28) - تشكل هذا النموذج انطلاقاً من مستويين هما: مستوى دعم في الأسفل و مستوى مقاومة في الأعلى- و يعد نموذج الوتد التنازلي نموذج ايجابي بدأ و اسعا في البداية (منذ بداية شهر سبتمبر) ثم أضيق بسبب انخفاض السعر. و يحتاج تكون هذا النموذج من ثلاثة أشهر إلى ستة أشهر. و قد يكون هذا النوع من النماذج إضافة إلى كونه نموذجاً انعكاسياً نموذجاً استمراريًا، فإذا اخترق السعر مستوى الدعم فسيكون نموذجاً استمراريًا و بالتالي سيستمر سعر سهم سابق في الانخفاض، أما إذا اخترق سعر السهم مستوى المقاومة و كان مصحوباً بارتفاع في حجم التداول فيكون نموذجاً انعكاسياً و بالتالي سيتجه سعر سهم سابق نحو الارتفاع.

و ما ميز هذه الفترة هو إعلان نتائج الربع الثالث (في شهر أكتوبر) حيث قدرت أرباح سابق بـ 6.31 مليار ريال مقارنة بـ 5.30 مليار ريال للربع الثاني من نفس السنة و يعود سبب ارتفاع أرباح الربع الثالث لعام 2012 مقارنة بالربع السابق لتحسن الأداء التشغيلي و الذي أسهم في زيادة الإنتاج، إضافة إلى ارتفاع الإيرادات الأخرى نتيجة عائد ترخيص تقنية البولي كربونات من شركة سابق للبلاستيكيات المتكورة لمشروع تيانجن المملوك مناصفة بين سابق و شركة ساينويك الصينية. أما بمقارنة الأرباح مع الربع الثالث من عام 2011 (8.19 مليار ريال) فقد انخفضت الأرباح خلال الربع الثالث من عام 2012 مقارنة بالربع الثالث من عام 2011 و أرجعت الشركة سبب انخفاض أرباح هذا الربع إلى انخفاض أسعار المنتجات.

أما عن النتائج لتسعة أشهر فقد تراجع أرباح سابق إلى 18.89 مليار ريال (- 21 %) بنهاية التسعة أشهر الأولى من عام 2012 مقارنة بأرباح نفس الفترة من السنة الماضية و التي قدرت بـ 23.99 مليار ريال و أرجعت الشركة سبب انخفاض أرباح فترة التسعة أشهر من عام 2012 مقارنة بفترة التسعة أشهر من عام 2011 إلى انخفاض أسعار معظم المنتجات بالرغم من زيادة الكميات المنتجة و المباع¹⁴³.

و تراوحت قيم سعر سهم سابق خلال شهر أكتوبر ما بين 87.75 ريال و 91.50 ريال، (أنظر الملحق رقم 12 و الذي يوضح التطورات التي شهدتها سهم سابق خلال شهر أكتوبر، الصفحة 360). كما يلاحظ من خلال الجدول أن سعر السهم سابق و خلال ست جلسات فقط من هذا الشهر تذبذبت قيمه ما بين 90.00 ريال و 91.50 ريال.

أما خلال شهر نوفمبر فقد تراوحت قيم سعر سهم سابق ما بين 87.00 ريال و 91.50 ريال، (أنظر الملحق رقم 13 و الذي يبين التطورات التي شهدتها سهم سابق خلال شهر نوفمبر، الصفحة 361)، كما أنه و خلال ست جلسات فقط خلال هذا الشهر كانت أسعار إغلاق سهم سابق عند مستويات تتراوح ما بين 90.00 ريال و 91.50 ريال.

¹⁴³ <http://www.argaam.com/content/images/favicon.ico.17/10/2012>.

الشكل رقم (4-28): اكمال تكون نموذج المثلث التنازلي الخاص بسهم سابك



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 1 ديسمبر 2012.

أما باستعمال المؤشرات الفنية و خاصة مؤشر البولنجر باوند فقد كان نتيجة استعماله هو توقع وصول سعر سهم سابك إلى مستوى 87.15 ريال، و هو مستوى قريب من 87.25 ريال. فماذا حدث بعد شهر ماي؟

- بتاريخ 11 جويلية 2012 انخفض سعر سهم سابك بـ (0.50) ريال، حيث أغلق السهم عند مستوى 87.25 ريال، و هو المستوى المستهدف باستعمال البولنجر باوند. و أغلق للمرة الثانية عند هذا المستوى بتاريخ 24 جويلية، أي بعد تسع جلسات من إغلاقه عند نفس المستوى (أنظر الملحق رقم 9 الذي يبرز تطور سعر سهم سابك خلال شهر جويلية 2012، الصفحة 357).

3.4 أهم التطورات و الأحداث التي شهدتها سهم مصرف الراجحي

اكتمل تكون نموذج الرأس و الكتفين العادي الخاص بسهم مصرف الراجحي (الشكل البياني رقم 4-29) عندما قام منحني سعر سهم الراجحي باختراق خط الرقبة متجهاً للأسفل (وسط تزايد في حجم التداول)، و قد استغرق تكون هذا النموذج حوالي ثلاثة أشهر .

وخلال شهر جوان لم يستطع سعر سهم مصرف الراجحي اختراق خط الرقبة و قد تراوحت القيم التي تذبذب حولها سعر سهم مصرف الراجحي خلال هذا الشهر ما بين 71.00 ريال و 74.50 ريال (أنظر الملحق رقم 14 الذي يبرز تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر جوان 2012، الصفحة 362).

أما خلال شهر جويلية فقد وقعت عدة أحداث مهمة أدت إلى التأثير على سعر سهم الراجحي، و من بين هذه الأحداث نجد إقرار مجلس الوزراء في المملكة العربية السعودية بتاريخ 2 جويلية لأنظمة الرهن العقاري حيث تفاعل سوق الأسهم السعودي فوراً مع هذا القرار، حيث تأثرت الشركات العقارية و البنوك بشكل أوسع حيث أن هذه الأخيرة هي الراجح الأكثر والأكبر على المدى البعيد من هذا القرار، كما ستكون المستفيد الأكبر لأنها الجهة التمويلية الأولى في المملكة .

و فور هذا الإقرار ارتفع سعر سهم الراجحي حيث أغلق عند مستوى 76.50 ريال بتاريخ 3 جويلية، و في هذا التاريخ اخترق سعر سهم مصرف الراجحي خط الرقبة للأعلى (الشكل رقم 4-29) و لكنه سرعان ما عاود التزول دون مستوى خط الرقبة و بقي يتذبذب تحت ذلك الخط طوال شهري جويلية و أوت (أنظر الملحق رقم 15 الذي يبرز تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر جويلية 2012، الصفحة 363 و الملحق رقم 16 الذي يبرز تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر أوت من سنة 2012، الصفحة 364).

كما صادف شهر جويلية إعلان نتائج الشركات المتعلقة بالربع الثاني أي إعلان نتائج النصف الأول من عام 2012، فقد أعلنت الشركة بتاريخ 14 جويلية عن النتائج التالية¹⁴⁴:

- بلغ صافي الربح خلال الربع الثاني 2093 مليون ريال مقابل 1843.1 مليون ريال للربع المماثل من العام السابق ومقابل ربح للربع السابق 2011.3 مليون ريال.

- أعلن مصرف الراجحي بصرف 1.25 ريال لكل سهم لمستحقيها.

و ارتفعت أرباح مصرف الراجحي خلال النصف الأول من عام 2012 حيث وصلت قيمتها إلى 4104.3 مليون ريال بزيادة تقدر بـ 13% مقارنة بأرباح نفس الفترة من عام 2011 و التي بلغت قيمتها 3543 مليون ريال)، و قدرت ربحية السهم بـ 2.74 ريال/ للسهم¹⁴⁵.

¹⁴⁴ http://news.swalif.com/cache/thumbnails/small_images/timthumb.pn.

¹⁴⁵ <http://www.argaam.com/content/images/favicon.ico>.

أما القيم التي تذبذب حولها سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر جويلية فقد تراوحت ما بين 71.50 ريال و 76.50 ريال (أنظر الملحق رقم 15 و الذي يبرز تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر جويلية، الصفحة 363).

و خلال شهر أوت تراوحت قيم سعر سهم مصرف الراجحي ما بين 72.75 ريال و 74 ريال (أنظر الملحق رقم 16 و الذي يبرز جدولاً يبين أهم المستويات التي وصل لها سعر سهم الراجحي خلال شهر أوت، الصفحة 364)، و قد وصل سعر سهم الراجحي إلى مستوى 74 ريال بعد إجازة عيد الفطر (يوم 25 أوت 2012)، و هو التاريخ الذي كسر فيه مؤشر سوق السهم السعودي حاجز 7100 نقطة.

و بداية من شهر أوت و حتى نهاية الأسبوع الثالث من التداول لشهر سبتمبر تكون نموذج آخر بالنسبة لسهم الراجحي و تمثل في نموذج المستطيل، و الذي تكون نتيجة لتحرك سعر سهم الراجحي بين خطين أفقيين متوازيين أحدهما مقاومة (74.25 ريال) والآخر دعم (72.75 ريال). ويمثل نموذج المستطيل فترة توقف (استراحة) في الاتجاه الأساسي (الاتجاه الأساسي لسعر سهم الراجحي هو الاتجاه التنازلي)، حيث يلاحظ أن سعر السهم لم يغير اتجاهه بعد الخروج من النموذج، حيث واصل سعر السهم الهبوط بداية من تاريخ 24 سبتمبر، و اكتمل هذا النموذج بعد أن اخترق سعر السهم الحد السفلي من النموذج في ظل ازدياد حجم التداول.

أما خلال شهر أكتوبر فقد أعلن مصرف الراجحي عن النتائج المالية للربع الثالث بتاريخ 14 أكتوبر حيث بلغ صافي الربح خلال الربع الثالث 1869 مليون ريال مقابل 1936 مليون ريال للربع المماثل من العام السابق وذلك بانخفاض قدره 3.5% ومقابل صافي ربح للربع السابق قدر بـ 2093 مليون ريال وذلك بانخفاض قدرة 10.7%.

و بلغ صافي الربح خلال تسعة أشهر 5974 مليون ريال مقابل 5479 مليون ريال للفترة المماثلة من العام السابق وذلك بارتفاع قدرة 9%. وبلغت ربحية السهم خلال تسعة أشهر 3.98 ريال مقابل 3.65 ريال للفترة المماثلة من العام السابق. ويعود سبب الارتفاع في صافي الأرباح لفترة التسعة أشهر مقارنة بالعام السابق إلى ارتفاع إجمالي دخل العمليات، كما يعود سبب انخفاض صافي ربح الربع الثالث من العام الحالي مقارنة بالربع السابق ومقارنة بالربع المماثل من العام الماضي إلى ارتفاع إجمالي مصاريف العمليات¹⁴⁶.

و قد تراوحت القيم التي تذبذب سعر السهم الراجحي خلال شهر أكتوبر ما بين 69.00 ريال و 71.75 ريال، (أنظر الملحق رقم 18 الذي يبين التطورات التي شهدتها سهم مصرف الراجحي خلال شهر أكتوبر، الصفحة 366).

¹⁴⁶ <http://www.cnbcarabia.com/?m=201210>

- <http://www.argaam.com/content/images/favicon.ico>

- <http://www.aleqt.com/img/favicon.png>

أما خلال شهر نوفمبر فقد تراوحت قيم سعر سهم مصرف الراجحي ما بين 63.50 ريال و 70.25 ريال، (أنظر الملحق رقم 19 الذي يوضح التطورات التي شهدتها سهم مصرف الراجحي خلال شهر نوفمبر، الصفحة 367).

و باستعمال النماذج الفنية كان يفترض أن يحقق نموذج الرأس و الكتفين هدفه بحيث يجب أن ينخفض سعر سهم الراجحي بنفس المسافة الفاصلة بين الرأس و خط الرقبة، و هي المسافة التي تبدأ من النقطة F إلى الأسفل، أي وصول سعر سهم الراجحي إلى مستوى (67.25 ريال). و فعلا بتاريخ 24 نوفمبر 2012 أغلق سهم مصرف الراجحي عند مستوى 67.25 ريال (أنظر الملحق رقم 19 و الذي يبين التطورات التي شهدتها سهم مصرف الراجحي خلال شهر نوفمبر، الصفحة 367).

الشكل رقم (4-29) : تطور نموذج الرأس و الكتفين العادي الخاص بسهم مصرف الراجحي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 30 ماي 2012.

أما باستعمال المؤشرات الفنية و خاصة مؤشر البولنجر باوند فقد كانت هناك ثلاثة احتمالات متوقعة يمكن أن يسلكها سعر سهم مصرف الراجحي في المستقبل، و لتبيان الاحتمالات التي تحققت يمكن الاستعانة بالتمثيل البياني رقم (30-4)¹⁴⁷ و الذي يبرز مؤشر البولنجر باوند خلال شهري جوان و جويلية . فمن خلال الشكل 30-4 يلاحظ ما يلي:

- تذبذب سعر سهم الراجحي في مستوى سعري يقع تحت المتوسط المتحرك لمدة عشرين يوم و ذلك منذ بداية اليوم الأول من التداول لشهر جوان و حتى اليوم السادس. و بذلك تحققت الاحتمال الأول.
- في اليوم السابع من التداول من شهر جوان قطع منحني سعر سهم الراجحي المتوسط المتحرك لمدة عشرين يوم و اتجه نحو الأعلى و لامس الحد العلوي من مؤشر البولنجر باوند ثم عاود و قطع منحني المتوسط المتحرك لمدة لعشرين يوم و ارتد عنه ليتجه السعر نحو الأعلى و يتحقق الاحتمال الثاني والذي كان يشير إلى ارتفاع سهم مصرف الراجحي و وصوله إلى مستوى 75.18 ريال (بالتقريب 75.25 ريال، و هو ما حدث فعلا بتاريخ 4 جويلية 2012 حيث أغلق سهم مصرف الراجحي عند مستوى 75.25 ريال (أنظر الملحق رقم 15 الذي يبين التطورات التي شهدها سهم مصرف الراجحي خلال شهر جويلية، الصفحة 363).

الشكل رقم (30-4) : مؤشر البولنجر باوند الخاص بسهم الراجحي - حتى نهاية شهر جويلية-



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، تاريخ الاطلاع يوم 31 جويلية 2012.

¹⁴⁷ إن المستويات المستهدفة بالارتفاع (upper 71.59) و الانخفاض (Lower 68.23) الخاصة بسهم مصرف الراجحي و التي يبرزها التمثيل البياني رقم 4- 30 تخص الفترات المقبلة، أي التوقعات الخاصة بالأشهر التي تلي شهر جويلية.

خاتمة:

تناولنا في هذا الفصل دراسة تبرز كيفية تطبيق مبادئ التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي وذلك من أجل التنبؤ بالتوجهات المستقبلية للسوق ككل من خلال تتبع مؤشر السوق " تداول " ، وبالتالي التنبؤ بالأسعار المستقبلية لبعض أسهم الشركات المدرجة في السوق (سهم سابك و سهم مصرف الراجحي). و قد تضمن هذا الفصل أربعة مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى نشأة و تطور سوق الأسهم السعودي، و تحليلاً لمختلف مؤشرات هذا السوق و تطوراتها، بالإضافة إلى استعراض أهم الأحداث التي أثرت على سوق الأسهم السعودي منذ بداية القرن الحالي و ذلك بدءاً من انهيار السوق في سنة 2006 ، و التي أدت إلى حدوث حركة تصحيحية للأسعار و كبدت المستثمرين خسائر كبيرة، مروراً بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و تأثيرها على السوق، فلم تكن المملكة العربية السعودية بمعزل عن العالم، فقد تأثر اقتصادها وقطاعاته بشكل مباشر وغير مباشر بالأزمة المالية العالمية، وصولاً إلى استعراض أهم الأحداث التي ميزت عام 2011 وكان لها أثر على سوق الأسهم السعودي و منها الأحداث سياسية في المنطقة العربية، كما كان لأزمة اليورو التي عقدت الأوضاع الاقتصادية لعدة بلدان أوروبية أثرها على السوق السعودي إضافة إلى تخفيض ستاندرد آند بورز التصنيف الائتماني الممتاز للولايات المتحدة الأمريكية في أوت. و من خلال المبحث الثاني حاولنا تطبيق مبادئ التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي و ذلك بالتطبيق على مؤشر السوق من أجل التنبؤ بالتوجهات و المستويات المتوقعة بالارتفاع أو الانخفاض لمؤشر السوق، أما المبحث الثالث فقد تم من خلاله تطبيق مبادئ و مؤشرات التحليل الفني على أسهم فردية مدرجة في السوق السعودي و هما سهم سابك و سهم مصرف الراجحي، و في المبحث الرابع والأخير تعرضنا إلى أهم التطورات التي مست السوق والساهمين و التطورات التي حدثت على خرائط الأسعار من خلال تكون و اكتمال النماذج الفنية التي لعبت دوراً كبيراً في تحديد الاتجاهات المستقبلية للسوق و أسعار الساهمين.

و قد تم الاعتماد على بيانات أسعار الإقفال اليومية المتعلقة بكل من مؤشر سوق الأسهم السعودي وكذا بيانات أسعار الإقفال اليومية لكل من سهمي سابك و الراجحي و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2012/1/1 إلى غاية 2012/12/1.

و قد تم تحليل البيانات باستعمال النماذج الفنية و ذلك من خلال تتبع حركة أسعار الساهمين و قيم المؤشر بهدف التنبؤ بالتوجهات المستقبلية بأسعار الأسهم و السوق.

كما تم تحليل البيانات باستعمال المؤشرات الفنية و ذلك من أجل تحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق أو من سهم معين، و كذا لتحديد المستويات المستهدفة بالارتفاع أو الانخفاض في كل من أسعار الساهمين و قيمة المؤشر، و لتحقيق ذلك تم الاعتماد على موقع www.asmainfo.com، و برنامج Metastock . و من بين المؤشرات الفنية تم اختيار المؤشرات التالية:

- المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس، و منها تم اختيار المتوسطات المتحركة ومؤشر البولنجر باوند .
- المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس، ومن بين تلك المؤشرات تم اختيار ما يلي:
 - تقارب وتباعد المتوسطات المتحركة (MACD) .
 - الرسم البياني النسيجي للماكد MACD Histogram .
 - مؤشر قناة السلع (CCI) .
 - مؤشر القوة النسبية (RSI) .
 - مؤشرات الأستوكاستيك % K, % D, OSC - Stochastic .
 - مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM) .

وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعتبر النماذج الفنية أداة فعالة لتحديد الاتجاهات و الأسعار في سوق الأسهم السعودي، كما أنها تساعد على تحديد المستويات المستهدفة سواء بالارتفاع أو الانخفاض في كل من قيم المؤشر و أسعار الأسهم التي طبقت عليها الدراسة.
- يعد مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands من بين المؤشرات الفنية التي لها القدرة على تحديد المستويات المستهدفة للارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر أو أسعار الأسهم السعودية.
- يمكن الاعتماد على مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum Oscillators للتنبؤ بانعكاس اتجاه المؤشر أو أسعار الأسهم.
- يمكن للمستثمر الاعتماد إما على الماكد أو الرسم البياني النسيجي للماكد لتحديد نقاط الدخول والخروج من السوق أو من السهم، لأن الإشارات التي يعطيها كل منها تتطابقان.
- يبين الرسم البياني النسيجي للماكد الأوقات التي يكون فيها الاتجاه التصاعد أو التنازلي ضعيفا، وبالتالي يمكن للمستثمر الاعتماد عليه في الدخول و الخروج من السوق أو السهم.
- يمكن للمستثمر في سوق الأسهم السعودي الاعتماد على مجموعة من المؤشرات الفنية من أجل تحديد نقاط الدخول والخروج من السوق أو الأسهم الفردية.
- سوق الأسهم السعودي حساس تجاه الأحداث السياسية و الاقتصادية -محلية و العالمية-.

الخاتمة العامة

الخلاصة العامة:

تعتبر سوق الأوراق المالية عالم له أساليبه و أدواته و آلياته الخاصة به، و هو ما يستوجب على المستثمرين معرفتها و إتقانها. و يرتبط التعامل مع هذه الأسواق و النفوذ إليها أساسا بتحليل سلوك أسعار الأوراق المالية المدرجة فيها، و معرفة مختلف المتغيرات و العوامل المؤثرة فيها، و ذلك بغرض الوصول إلى النتائج التي من خلالها يمكن للمستثمر اتخاذ القرار السليم.

و يعد سوق الأوراق المالية من أكثر التنظيمات تناقضا و تباينا في تعاملاته اليومية، فهو حينما يتوافق مع الحسابات و التوقعات المدروسة بطرق إحصائية كمية، و حينما آخر نراه يتوقف جملة وتفصيلا على أمرجة و نفسيات و سلوكيات المضاربين دون عرف معهود فلا يعرف له بذلك حال و لا مستقر.

لذلك تعتبر عملية تحليل و تقييم الأوراق المالية خطوة أساسية تساعد المستثمر على اتخاذ القرارات المتعلقة بجيازة أو عدم جيازة تلك الأوراق، فبدون التحليل العلمي لسلوك أسعار الأوراق المالية المستند على المعلومات و البيانات، و بدون تخطيط مسبق لاتخاذ القرارات سوف يكون الاستثمار معرضا لمخاطر كبيرة.

و هناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما مدخل التحليل الفني و مدخل التحليل الأساسي. فباستعمال التحليل الأساسي سيتم اختار الأوراق المالية، أما باستعمال التحليل الفني فسيتم متابعة حركتها و التعرف على سلوكها.

و قد طرحت عدة تساؤلات حول إمكانية التحليل الفني على التعرف على سلوك أسعار الأوراق المالية و اتجاهات الأسواق المالية في المستقبل؟ و مدى قدرة أدواته على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية؟ و قد جاءت هذه الدراسة كمحاولة للإجابة على هذه الأسئلة. و تمثل هدفها في دراسة المبادئ و النظريات و الأدوات التي يقوم على التحليل الفني و بيان مدى قدرتها على التنبؤ باتجاهات أسواق الأوراق المالية، و بالتالي التنبؤ بأسعار الأوراق المالية.

تطلبت الدراسة أربعة فصول، تعرضنا في الفصل الأول منها إلى دراسة أساسيات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، و في الفصل الثاني إلى التحليل الأساسي للأوراق المالية، و في الفصل الثالث إلى التحليل الفني للأسواق و الأوراق المالية، و في الفصل الرابع تعرضنا إلى كيفية تطبيق مبادئ التحليل الفني على واحد من أهم الأسواق الناشئة أولا و هو سوق الأسهم السعودي.

و سنحاول فيما يلي عرض أهم النتائج المتوصل إليها من خلال كل فصل.

يتمحور الهدف الأساسي لقرار المستثمرين على الرغبة في تعظيم العائد وذلك في حدود مستويات مقبولة من المخاطرة، و يتوقف نجاحهم في تحقيق هذا الهدف على مدى قدرتهم على إدارة استثماراتهم. و يعتمد المستثمرون في صياغة قراراتهم الاستثمارية على المعلومات المالية التي توصف بكونها أحد أهم الأركان الساندة لضمان كفاءة السوق المالي و تطوره، و المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية لتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية من جهة و تسعير الأوراق المالية من جهة أخرى.

- و من بين أهم نتائج الفصل الأول ما يلي:
- يمتاز المستثمرون بالرشد في اتخاذ قراراتهم، لذلك فهم يعتمدون على العائد و المخاطرة كأساس للمفاضلة بين مختلف البدائل الاستثمارية المتاحة.
 - من أجل تعظيم العائد وتقليل المخاطر يجب أخذ العلاقة بين عوائد و مخاطر الأوراق المالية في الحسبان عند تكوين المحفظة المالية.
 - تركز عملية اختيار المحافظ الاستثمارية المثلى على دوال المنفعة و منحنيات السواء.
 - هناك علاقة بين عائد الأصل الاستثماري وعائد محفظة السوق و هو ما يجسده نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.
 - يوضح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة الطردية بين العائد المتوقع والخطر المنتظم للأصل فهو يركز على أساس أن المخاطر التي يتحملها المستثمر هي المخاطر المنتظمة -والتي تقاس بمعامل بيتا-، أما المخاطر غير المنتظمة فهي ليست ذات أهمية نظرا لإمكانية السيطرة عليها باستعمال التنويع.
 - يوفر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية آلية يمكن من خلالها الحكم على القيمة السوقية للورقة المالية وما إذا كانت مغال فيها أو أمّا أقل مما ينبغي.
 - أما نظرية الأسعار المرجحة - و التي تعتبر امتدادا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية- فتفترض أن عائد الأصل هو دالة خطية لمجموعة من العوامل و ليس دالة لتغير واحد.
 - من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة يجب على المستثمر أن يدرك الكيفية التي تمكنه من الاستفادة من المعلومات والبيانات المتاحة، فهذه الأخيرة تعد الركيزة الأساسية لكفاءة الأسواق المالية.
 - السوق الكفاء هو الذي لا توجد في أي أصول مقيمة بأكبر من قيمتها أو أقل من قيمتها، فسعر الأصل يكون مساويا لقيمته الجوهرية أو الأساسية، كما أن الأسعار المعلن عنها تسمح بالتوظيف الأمثل والتخصيص الكفأ للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية.
 - هناك ثلاث صيغ للكفاءة، الأولى و هي الصيغة الضعيفة والتي تؤكد أن الأسعار الحالية للأوراق المالية مستقلة تماما عن أسعارها في الماضي أي أن عملية تحليل المعلومات الماضية عديمة الجدوى بالنسبة للمستثمر باعتبار أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، أما الصيغة الثانية فهي الصيغة المتوسطة القوة والتي تكون فيها الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس كافة المعلومات العامة والتاريخية عن الأسعار وحجم المبادلات، بينما الصيغة الثالثة والأخيرة فهي الصيغة القوية والتي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كل المعلومات العامة و الخاصة.
 - تحظى الصيغة الضعيفة بقبول واسع لدى أصحاب القرارات الاستثمارية حيث تقتضي تلك الصيغة بأن السعر الذي يباع به السهم في أي لحظة يعكس بالفعل كافة البيانات التاريخية و من بينها السعر الذي كان يباع به السهم من قبل، وعليه فإن تحليل البيانات والمعلومات التاريخية و تتبع حركة الأسهم من

أجل إيجاد نمط أو سلوك يمكن معه تحقيق أرباح غير عادية هو جهد ضائع لا طائل من ورائه، و بالتالي فإن التحليل الفني لا جدوى منه خاصة وأن المحلل الفني لا يؤمن بعشوائية حركة أسعار الأسهم. وعلى العكس من ذلك فإن التحليل الأساسي سيكون ذي جدوى طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال التحليلات و التقارير و غيرها من المعلومات التي ترد إلى المستثمر يوميا.

و بالتالي فإنه يوجد مدخلين لتحليل الأوراق المالية أحدهما يرفض فرضية كفاءة أسواق المالية - التحليل الفني- و الآخر يؤمن بكفاءة سوق الأوراق المالية - التحليل الأساسي- و الذي شكل محور الدراسة في الفصل الثاني.

ويعتبر التحليل الأساسي أحد الطرق لتقييم أسهم الشركات لقياس أدائها التاريخي و الحالي وتوقع المبيعات و الأرباح المستقبلية للشركة ، فهو يبحث عن الأسباب التي تؤدي إلى إحداث تغير في أسعار الأوراق المالية، و كذا مجموع العوامل المؤثرة على تلك الأسعار.

كما يهدف التحليل الأساسي إلى محاولة التوصل إلى القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها و مقارنتها بالسعر السائد في السوق، بهدف التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري، أي التي تكون أسعارها السوقية مختلفة عن أسعارها المتوقعة، و هو ما يساعد المستثمر على اختيار مجموعة الأوراق المالية التي تحقق أهدافه (تحديد الأوراق المالية التي يقوم ببيعها أو شرائها).

ويجب التحليل الأساسي على الأسئلة التالية:

- لماذا تتغير أسعار الأوراق المالية؟

- ما العوامل المؤثرة في ذلك؟

- ماذا نشترى أو نبيع من الأوراق المالية؟

إن الأفكار المستمدة من نظريتي الاستثمار و التقييم هي ركيزة التحليل الأساسي، فهذا الأخير يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع و تحليل للمعلومات، لينتقل إلى مرحلة ثانية وهي قياس القيمة (القيمة الحقيقية) التي ستؤول إليها الأصول المالية محل التحليل، ليصل أخيرا إلى اتخاذ القرار الاستثماري المناسب (شراء أو بيع أو الاحتفاظ) . و بالتالي يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة التي تنشأ بين السبب والنتيجة على مستويات ثلاثة هي: الاقتصاد في مجموعه، و السوق بقطاعاته، و الشركة المنفردة.

● تحليل العوامل الكلية للاقتصاد: و ذلك من خلال قيام المحلل الأساسي بالتحرف على الحالة الاقتصادية (رواج أو كساد)، و تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية و النقدية و مدى تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الاستهلاك، البطالة، الكتلة النقدية، التضخم، أسعار الفائدة، معدلات النمو...، و بعدها يحاول معرفة تأثير التغيرات الحاصلة في مؤشرات الاقتصاد الكلي

على توقعات الأرباح و معدلات العائد، و المخاطر للشركات، و على سلوك أسعار الأوراق المالية لتلك الشركات داخل سوق الأوراق المالية.

● تحليل وضعية القطاع: و تعتبر مرحلة أساسية لاختيار الأوراق المالية للشركات، فهذه الأخيرة تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنتمي إليه و تنشط فيه، فتحليل القطاع يوفر للمحلل الأساسي معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حواجز الدخول والخروج من الصناعة...، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه مختلف الصناعات والقطاعات، فتحليل الصناعة (القطاع) و جمع المعلومات عنه يساعد المحلل على تشكيل صورة أولية عن الشركات المنتمة إلى نفس القطاع بهدف توقع العائد و المخاطر المرتبطة بالشركة.

● تحليل الشركة: و ذلك من خلال القيام بالتشخيص و الفحص الشامل لوضعية الشركة، بغرض تتبع وتوقع الأداء الاقتصادي للشركة، و هو ما يمكن المحلل الأساسي من فهم سلوك أسهم الشركة، وذلك بالاعتماد على تقدير التدفق النقدي و العائد و المخاطرة المرتبطة بها، فإذا كانت توقعات الشركة جيدة فإن سعر السهم سيتجه نحو الارتفاع و العكس صحيح. و تمر عملية تحليل الشركة بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية للتنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا، إذ يتم تحليل البيانات و المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركة (قائمة المركز المالي -الميزانية-، قائمة الدخل -جدول حسابات النتائج-، وقائمة التدفقات النقدية) للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي و المالي للشركة خلال الفترات السابقة من خلال مجموعة من النسب منها: نسب السيولة، الربحية، النشاط، نسب الاقتراض، نسب السوق....، و هو ما يساعد على قياس العائد والمخاطرة، كما يقف المحلل على مجموعة من المعلومات النوعية و التي تشمل طبيعة النشاط و القدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تعمل في ظله.

و بعد الانتهاء من مرحلة التحليل السابقة و جمع المعلومات و البيانات يقوم المحلل باستعمال نماذج التقييم المتعددة مثل نموذج خصم التوزيعات، نموذج الربحية، نموذج التدفق النقدي...، من أجل تحديد القيمة الحقيقية للأصول المالية، فالقيمة الحقيقية تعتبر مخرجا لنظام التقييم تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب و ذلك بمقارنة تلك القيمة مع القيمة السائدة في السوق وقت التقييم، و بالنظر إلى وضعية المستثمر بالنسبة للأصول أي هل يمتلك الأصول أو لا يمتلكها.

و تكون قرارات التي يتخذها المستثمر اعتمادا على الاعتبارات السابقة كما يلي:

- إذا كانت القيمة الحقيقية للأصل أكبر من قيمته السوقية سيكون القرار المناسب بالنسبة للمستثمر الذي يمتلك الورقة هو الاحتفاظ بها، أما إذا كان لا يمتلكها فإنه يقرر شراءها و بذلك سيحقق أرباحا عندما ترتفع قيمتها السوقية.

- إذا كانت القيمة الحقيقية أقل من القيمة السوقية سيكون القرار المناسب بالنسبة للمستثمر الذي يمتلك الورقة هو بيعها تفاديا لتكبده خسائر، أما إذا كان لا يمتلك الورقة المالية فإن أحسن قرار هو بيع تلك الورقة على المكشوف و بذلك سيحقق ربحا إضافيا.

- إذا كانت القيمة الحقيقية مساوية للقيمة السوقية ففي هذه الحالة لا يمكن لأي من المتعاملين من تحقيق أرباح غير عادية. و ما يحكم المستثمرون من اتخاذ قرارات الشراء و البيع و الاحتفاظ يكون في إطار تسيير محافظتهم المالية، إذ تعد العوائد (توزيعات الأرباح) والمخاطرة المحرك الأساسي لاتخاذ القرار الاستثماري الملائم.

إذن؛ يرتكز التحليل الأساسي على دراسة العوامل المباشرة و غير المباشرة المؤثرة على أسعار الأسهم كالظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة و ظروف الشركة، و هو ما سيمكن المستثمر من تقييم الأوراق المالية المتداولة و اختيار الأنسب منها من أجل الاستثمار فيها.

فإذا كان هذا هو المبدأ الذي يقوم على التحليل الأساسي فما هي المبادئ و الأسس التي يقوم عليها التحليل الفني و الذي يستعمله المحللون و المستثمرون من أجل اختيار استثماراتهم؟ و عليه سيكون التحليل الفني هو محور الدراسة في الفصل الثالث.

يقوم التحليل الفني على تتبع حركة الأسعار وأحجام التداول التي سبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط لحركة الأسعار ل يتم على إثرها -خلال فترة زمنية محددة- التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية. ويهتم التحليل الفني بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق، كما يتم تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية على خرائط، وتغيرات الأسعار وأحجام التداول وغيرها لسهم معين أو مؤشر معين باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القائمة، و بعدها يتم استنتاج الاتجاه المستقبلي المحتمل من خلال الصورة التاريخية للماضي.

ويعتبر التحليل الفني طريقة بديلة لاتخاذ قرار الاستثمار و الرد على الأسئلة التالية:

✓ ما هي الأوراق المالية التي يجب أن يقوم المستثمر بشراؤها أو بيعها؟

✓ و متى يجب القيام بذلك؟

و تتمثل أهم النقاط التي يمكن استخلاصها من الفصل الثالث فيما يلي:

- تمثل نظرية داو الركيزة الأساسية التي قام عليها التحليل الفني، فهي التي وضعت أسسه وأرست قواعده.

- يستند التحليل الفني على ثلاثة أركان رئيسية هي: حركة السوق تحتوي على كافة المتغيرات (السوق يعرف كل شيء)، تتحرك الأسعار في اتجاهات، التاريخ يكرر نفسه.

- يعتبر الاتجاه أداة مهمة تساعد على قياس اتجاه السوق بغرض الاستثمار والمضاربة.

- حسب داو معظم الأسهم تسبح معا، وأن أسعارها في المتوسط تتأرجح معا بين الصعود أو الهبوط (رفض فرضية أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي).
- توجد ثلاثة قرارات تواجه المستثمر و هي الشراء أو البيع أو الوقوف جانبا بدون فعل شيء، فعندما يكون السوق في اتجاه صاعد تكون إستراتيجية الشراء هي المفضلة، وعندما يكون في حالة تنازلية يكون القرار البيع هو القرار الصائب، أما عندما تكون حركة السوق جانبية (مستوي) فإن القرار الملائم هو عدم التداول .
- يقوم التحليل الفني على مبدأ أن سعر الورقة المالية يتحدد بفعل عوامل العرض والطلب والتي بدورها تحدد اتجاهات السوق ككل أو اتجاه سهم منفرد، فحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه و التوقيت الملائم لذلك عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغير في الأسعار في السوق بصفة عامة بعد ذلك يتفرغ لتحليل نمط التغير في سعر سهم معين.
- تتمثل الفكرة الأساسية لجميع نظريات التحليل الفني في أن التاريخ يميل لتكرار نفسه، بمعنى أن الأنماط الماضية لسلوك أسعار الأوراق المالية سوف تتكرر في المستقبل (رفض فكرة الحركة العشوائية للأسعار وبالتالي رفض فكرة كفاءة السوق المالي)، ومن خلال دراسة تلك الأنماط يمكن التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار (تحديد التوقيت) سواء بالبيع أو الشراء.
- السعر هو محصلة لمجموعة من المعلومات والمخاوف والتوقعات للمتعاملين في السوق، و سلوك المستثمر تجاه ظروف السوق (التشاؤم والتفاؤل).
- السوق هو مكان المواجهة بين العرض و الطلب (حلبة للصراع بين المشتريين و البائعين) فالسوق هو أفضل متنبئ بنفسه، و أفضل مورد للبيانات.
- يتم تلخيص هذه البيانات والمعلومات في عدة أشكال مثل الرسومات و الخرائط البيانية و التي تخبر بدورها المستثمر متى يبيع؟ و متى يشتري الأوراق المالية؟
- يعتمد الفنيون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم إذ يقومون بدراسة نمط تغير سعر السهم، ويسجلون بيانات الأسهم على خرائط بيانية سواء كانت خرائط خطية أو خرائط أعمدة، أو خرائط النقطة والشكل أو خرائط للشموع اليابانية - والتي تجسد تصويرا سيكولوجيا لعقلية المتعاملين في السوق المالي-.
- تستخدم الرسوم البيانية للتعرف على الاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة الأسعار وحجم التداول، كما أنها تمثل وسيلة من وسائل توقيت اتخاذ قرارات الشراء والبيع للأسهم.
- ينظر إلى مستويات الدعم و المقاومة على أنها حواجز سلوكية و إن أي اختراق يحصل لهما يشير إلى الرغبة الجيدة للشراء و/أو نقص حافز للبيع و يفسر على أن السعر سوف يستمر بذلك الاتجاه.

- يعتمد المحلل الفني على نماذج السعر لتتبع الأسهم و التنبؤ باتجاهاتها المستقبلية، و يوجد نوعين من نماذج السعر و هي النماذج الانعكاسية والنماذج الاستمرارية، حيث تشير النماذج الانعكاسية إلى وجود انعكاس هام في الاتجاه وهو ما يسمح بإبراز الأوقات التي تعد نقطة انطلاق تغير آراء المستثمرين عن السوق أو عن السهم ، وتتضمن نماذج السعر الانعكاسية نموذج الرأس والكتفين، القمم والقيعان الثلاثية، القمم والقيعان المزدوجة، المسمار والنموذج الصحن. أما نماذج السعر الاستمرارية فتشير إلى أن السوق في فترة توقف مؤقتة و أنه من المحتمل أن يستأنف اتجاهه الأصلي بعدها، وتتضمن النماذج الاستمرارية عدة أنواع منها: المثلثات، و الأعلام، و الرايات والمستطيلات.
 - تستخدم المؤشرات الفنية في تحديد قوة تحركات الأسعار بشكل قد لا تتمكن العين المجردة من إدراكه على الخرائط الفنية
 - المؤشرات الفنية هي عبارة عن سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها انطلاقاً من البيانات التاريخية للأسعار و/أو الأحجام حيث تتم معالجة تلك البيانات في صيغ رياضية بهدف الحصول على سلسلة جديدة من النتائج يتم إعادة تقديمها على منحنيات الأسعار.
 - كما تكمن أهداف المؤشرات الفنية في التأكيد و التعزيز و التنبؤ.
 - تعد نظرية الموجات لإليوت أداة تنبؤ و أداة تحليل سوقية، تساعد المحللين الفنيين في معرفة دورات السوق، كما تجسد هذه النظرية الوصف الدقيق لآلية تشكل السلوك الجماعي للمتعاملين (البائعين والمشتريين)، وانتقال لسيكولوجيا المتعاملين من حالة التشاؤم إلى حالة التفاؤل ثم العكس، و ذلك في سياق دورة طبيعية تخلق نماذج حركة محددة قابلة للقياس.
 - بدأ Elliott بحوثه من إيمانه بأنه ليس للعشوائية مكان في هذا العالم، فحسبه أن سوق الأسهم يسير على إيقاع تكراري وفق موجات ذات نسق معين و بشكل متكرر يمكن من خلالها التنبؤ بما سيكون عليه السوق في المستقبل.
- و عليه يسعى التحليل الفني إلى إيجاد قاعدة تعامل ترشد المستثمر إلى التوقيت الذي يجب أن يقوم فيه بالشراء أو البيع، و يتم ذلك عن طريق تحليل أداء السوق (أو أسهم معينة) في الماضي من أجل توقع أداء هذا السوق (أو هذا السهم) في المستقبل و ذلك بالاعتماد على تحليل البيانات التاريخية المتوقعة لأسعار الأسهم وأحجام التداول و الاهتمام بميول و رغبات المستثمرين، و هو محور الدراسة في الفصل الرابع.
- فمن خلال الفصل الرابع قمنا بدراسة حالة من خلال تطبيق مبادئ التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي (المؤشر) و بعض الأسهم المدرجة فيها (سهم سابك و سهم الراجحي) محاولين تبيان مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ باتجاهات سوق الأسهم السعودي و بالتالي التنبؤ بأسعار الأوراق المالية.
- و قد حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار الفرضيات التالية:

- المبادئ التي قوم عليها التحليل الفني تؤهله لأن يكون أسلوبا فعالا للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية و كذا اتجاهات الأسواق.
- تعتبر المؤشرات الفنية أداة فعالة في تحديد مستويات السعر المستهدفة، كما تساعد على تحديد توقيت الدخول و الخروج من السوق.
- تؤثر الأحداث الاقتصادية في السوق و لكنها ليست الحدث الوحيد الذي يؤثر على مسار أسعار الأسهم.
- و لاختبار صحة هذه الفرضيات تم الاعتماد على بيانات أسعار الإقفال اليومية المتعلقة بكل من مؤشر سوق الأسهم السعودي و كذا بيانات أسعار الإقفال اليومية لكل من سهمي سابك و الراجحي و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2012/1/1 إلى غاية 2012/12/1.
- و قد تم تحليل البيانات باستعمال النماذج الفنية و ذلك من خلال تتبع حركة أسعار السهمين و قيم المؤشر بهدف التنبؤ بالتوجهات المستقبلية بأسعار الأسهم و السوق.
- كما تم تحليل البيانات باستعمال المؤشرات الفنية و ذلك من أجل تحديد نقاط الدخول و الخروج من السوق أو من سهم معين، و كذا لتحديد المستويات المستهدفة بالارتفاع أو الانخفاض في كل من أسعار السهمين و قيمة المؤشر، ولتحقيق ذلك تم الاعتماد على موقع www.asmainfo.com، و برنامج Metastock . و من بين المؤشرات الفنية تم اختيار المؤشرات التالية:
- **المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس، و منها تم اختيار ما يلي:**
 - المتوسطات المتحركة (المتوسط المتحرك البسيط لمدة 20 يوم، متوسطين متحركين لـ 20 يوم و 40 يوم -طريقة التقاطع المزدوج-)، ثلاثة متوسطات متحركة لـ 4 أيام و 9 أيام و 18 يوم).
 - مؤشر البولنجر باوند .
- **المؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس، و من بين تلك المؤشرات تم اختيار ما يلي:**
 - تقارب و تباعد المتوسطات المتحركة (MACD) .
 - الرسم البياني النسيجي للماكد MACD Histogram .
 - مؤشر قناة السلع (CCI) .
 - مؤشر القوة النسبية (RSI) .
 - مؤشرات الأستوكاستيك Stochastic - OSC-% D, % K .
 - مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum (MTM) .

و تم التوصل إلى النتائج التالية:

- تعتبر نماذج السعر أداة فعالة لتحديد الاتجاهات و الأسعار في سوق الأسهم السعودي، كما أنها تساعد على تحديد المستويات المستهدفة سواء بالارتفاع أو الانخفاض - في كل من قيم المؤشر و أسعار الأسهم التي طبقت عليها الدراسة- ، وحتى و إن ظهرت نماذج أخرى و حققت أهدافها فإن النماذج السابقة ستحقق أهدافها لاحقا (هذا ما حدث بالنسبة لسهم الراجحي، و يتوقع أن يحدث بالنسبة لمؤشر السوق) .
- يعد مؤشر البولنجر باوند Bollinger Bands من بين المؤشرات الفنية التي لها القدرة على تحديد المستويات المستهدفة للارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر أو أسعار الأسهم السعودية.
- سوق الأسهم السعودي حساس تجاه الأحداث الاقتصادية الإقليمية و العالمية (تأثره بالأزمة المالية العالمية لـ 2008، الأحداث التي تجرى في كل من الو. م.أ و الدول الأوروبية و الصين، تغيرات أسعار النفط...) و كذا تجاه الأحداث السياسية (ما حدث في الدول العربية خلال عام 2011)، كما تتأثر السوق و الأسهم بالقرارات التي تصدرها الحكومة السعودية و التي ترتبط بنشاط المؤسسات والشركات المدرجة في السوق (إقرار مجلس الوزراء في المملكة بتاريخ 2 جويلية لأنظمة الرهن العقاري حيث تفاعل سوق الأسهم السعودي فوراً مع هذا القرار).
- يمكن الاعتماد على مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) Momentum Oscillators للتنبؤ بانعكاس اتجاه المؤشر أو أسعار الأسهم.
- يمكن للمستثمر في سوق الأسهم السعودي الاعتماد على مجموعة من المؤشرات الفنية من أجل تحديد نقاط الدخول والخروج من السوق. و قد يحتاج المستثمر إلى إتباع أكثر من قاعدة فنية أو مؤشر فني لتأكيد إشارات البيع أو الشراء .
- على المستثمر في سوق الأسهم السعودي التبع الجيد و اليومي للأحداث التي تجرى في السوق والتغيرات التي تحدث على المؤشرات الفنية، فخلال مرحلة ما قد لا تتضح معالم المؤشرات الفنية (مثلا مؤشر البولنجر باوند) لذلك لا يجب اتخاذ قرارات متسارعة حتى تكتمل الصورة النهائية للمؤشر الفني.

المراجع

المصادر و المراجع

I. المراجع باللغة العربية

1. أبو زيد محمد مبروك " التحليل المالي شركات و أسواق مالية" دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية 2009.
2. أبو طربوش رائد محمود " الاحتيال و البورصة العالمية" دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010.
3. أحمد محمد لطفي أحمد" معاملات البورصة بين النظم الوضعية و الأحكام الشرعية" دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2006.
4. إدريس ثابت عبد الرحمان " نظم المعلومات الإدارية في المنظمات المعاصرة" الدار الجامعية الإسكندرية 2005 .
5. آل شبيب دريد كامل " مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة" دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007.
6. آل شبيب دريد كامل "الاستثمار و التحليل الاستثماري" دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2009.
7. أمين السيد أحمد لطفي " التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة" الدار الجامعية الإسكندرية 2007.
8. أمين السيد احمد لطفي " المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، مصر 2000.
9. أندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها" دار الفكر الجامعي الإسكندرية مصر، الطبعة الأولى 2006.
10. أندراوس عاطف وليم " السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق " مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية 2005 .
11. بلعزوز بن علي" محاضرات في النظريات و السياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية 2000
12. بن دعاس جمال " السياسة النقدية في النظامين الإسلامي و الوضعي : دراسة مقارنة" دار الخلدونية للنشر و التوزيع الجزائر، الطبعة الأولى 2007.
13. التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية : إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2010.
14. التميمي أرشد فؤاد /سلام أسامة عزمي " الاستثمار في الأوراق المالية" دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2004.
15. توفيق جميل أحمد " أساسيات الإدارة المالية" دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، دون سنة نشر.
16. جبار محفوظ" البورصة وواقعها من أسواق العمليات المالية" دار هومه للطباعة،الجزائر، الطبعة الأولى 2002 .
17. جودة صلاح الدين " بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا" مطبعة الإشعاع الفنية مصر، الطبعة الأولى 2000.
18. جورج دانيال غالي" تطوير مهنة المراجعة لمواجهة المشكلات المعاصرة و تحديات الألفية الثالثة" الدار الجامعية الإسكندرية 2001 .

19. حجازي وجدي حامد " تحليل القوائم المالية في ظل المعايير المحاسبية" دار التعليم الجامعي للطباعة و التوزيع، الإسكندرية 2010.
20. حردان طاهر حيدر " مبادئ الاستثمار" دار المستقبل للنشر و التوزيع 1997.
21. حسن كريم حمزة " العولمة المالية و النمو الاقتصادي" دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2011.
22. حسين عصام " أسواق الأوراق المالية : الأصول العلمية و التحليل الأساسي" دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008.
23. الحسيني صلاح حسن ، الدوري مؤيد عبد رحمان " إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر"، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
24. الحصري حامد العربي " تقييم الاستثمارات" دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، مصر 2000.
25. حماد طارق عبد العال " التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية" الدار الجامعية، الإسكندرية مصر 2002.
26. حماد طارق عبد العال " حوكمة الشركات : المفاهيم، المبادئ، التجارب، تطبيق الحوكمة في المصارف" الدار الجامعية، الإسكندرية 2005.
27. حماد طارق عبد العال "المشتقات المالية : مفاهيم -إدارة المخاطر - المحاسبة" الدار الجامعية، الإسكندرية 2001 .
28. حماد طارق عبد العال " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر 2005.
29. حميدات محمود " النظريات والسياسات النقدية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 1996.
30. الحناوي محمد الصالح / مصطفى مهال فريد " مبادئ و أساسيات الاستثمار" المكتب الجامعي الحديث 2006 .
31. الحناوي محمد صالح " تحليل و تقييم الأسهم و السندات" الدار الجامعية الإسكندرية 1999.
32. الحناوي محمد صالح / مصطفى مهال فريد / العبد جلال إبراهيم " الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني" الدار الجامعية الإسكندرية مصر 2004-2005 .
33. حنفي عبد الغفار " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية 2005 .
34. حنفي عبد الغفار / قرياقص رسمية " أسواق المال ، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار" الدار الجامعية، مصر 2008.
35. حنفي عبد الغفار حنفي "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية" دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر 2003.
36. خريوش حسني علي / أرشيد عبد المعطي رضا / جودة محفوظ أحمد " الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات" دار زهران 1998 .
37. خشبية محمد سعيد " موسوعة المعلومات و التكنولوجيا" معهد الدراسات و البحوث الاقتصادية القاهرة مصر 1991.
38. الخطيب أحمد / زيغان خالد " إدارة المعرفة و نظم المعلومات" عالم الكتاب الحديث و جدارا للكتاب العالمي الأردن الطبعة الأولى 2009 .
39. الخطيب محمد محمود " الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات" دار حامد عمان، الطبعة الأولى 2010.
40. خلف فليح حسن " الأسواق المالية و النقدية" عالم الكتاب الحديث و جدارا للكتاب العلمي، الأردن، الطبعة الأولى 2006.
41. خليل نبيل مرسي "الميزة التنافسية في مجال الأعمال" الدار الجامعية، الإسكندرية 1996.
42. الداغر محمود محمد "الأسواق المالية" دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2005 .

43. الدسوقي إيهاب " اقتصاديات كفاءة البورصة" دار النهضة العربية القاهرة بدون سنة نشر.
44. الدهراوي كمال الدين " تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار" الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
45. الدوري زكريا ، السامرائي يسرى " البنوك المركزية و السياسات النقدية" دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2006.
46. راضي عبد المنعم " النقود و البنوك" مكتبة عين شمس - القاهرة 1998.
47. الراوي خالد وهيب " إدارة المخاطر المالية" دار الميسرة النشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
48. رمضان زياد "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي" دار وائل للنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الثالثة 2005 .
49. الزبيدي حسين بن سالم جابر " التضخم و الكساد" مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2011 .
50. الزبيدي حمزة محمود " الاستثمار في الأوراق المالية" مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن 2001.
51. الزبيدي حمزة محمود " التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل" دار الوراق للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الثانية 2011،
52. الزرري عبد النافع و غازي فرح " الأسواق المالية" دار وائل للنشر الأردن، الطبعة الأولى 2001.
53. زويل محمود أمين " بورصة الأوراق المالية : موقعها من السوق - أحوالها و مستقبلها" ، دار الوفاء للطباعة و النشر، الإسكندرية 2000.
54. سليمان محمد مصطفى " دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي و الإداري: دراسة مقارنة" الدار الجامعية الإسكندرية 2009.
55. سويلم محمد " إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية" الشركة العربية المتحدة للنشر و التوزيع، مصر 1992.
56. السيد سيد عطا الله " نظم المعلومات الحاسبية" دار الراجة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009 .
57. السيسى صلاح الدين حسن" بورصة الأوراق المالية: الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح" عالم الكتب القاهرة 2003.
58. شامية أحمد زهير " النقود و المصارف" دار زهران للنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الأولى، 1993.
59. الشرفاوي مسعد محمود " مبادئ الحاسبة المالية" المكتبة العصرية للنشر و التوزيع مصر، الجزء الأول 2007.
60. الشمري ناظم ، البياتي طاهر فاضل ، صيام أحمد زكريا "أساسيات الاستثمار العيني و المالي" جامعة العلوم التطبيقية عمان الأردن الطبعة الأولى 1999.
61. شموط مروان / كنجو عبود كنجو " أسس الاستثمار" الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة مصر 2008.
62. الشنطي أيمن/ شقر عامر " مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي" دار البداية للنشر، الطبعة الأولى ، عمان، الطبعة الأولى 2007.
63. الشوارة فيصل محمود" الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية" دار وائل للنشر عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008.
64. شوش سهيل مطر ذيب " النقود و البنوك" دار الطباعة و النشر 1995-1996.
65. شيحة مصطفى رشدي " الاقتصاد النقدي المصرفي و البورصات" الدار الجامعية، الإسكندرية 1998.
66. الشيخ فهمي مصطفى " التحليل المالي" فلسطين ، الطبعة الأولى 2008 .

67. صافي وليد / البكري أنس " الأسواق المالية و الدولية" دار البداية و دار المستقبل للنشر و التوزيع عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
68. الصيرفي محمد " البورصات" دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر 2007.
69. الطوابي حمد حلمي " أثر السياسات المالية الشرعية في تحقيق التوازن المالي في الدولة الحديثة: دراسة مقارنة" دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2007.
70. طواهر محمد التهامي / صديقي مسعود " المراجعة و تدقيق الحسابات : الإطار النظري و الممارسة التطبيقية" ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2003.
71. غايب وليد عبد الحميد " الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي: دراسة تطبيقية قياسية لنماذج التنمية الاقتصادية" مكتبة حسن العصرية، بيروت لبنان 2010 .
72. عبد الجواد محمد عوض و الشديفات علي إبراهيم " الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية" دار حامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2003
73. عبد الحافظ السيد بدوي " إدارة الأسواق و المؤسسات المالية: نظرة معاصرة" القاهرة، بدون سنة نشر .
74. عبد الستار حيدر فاخر " التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي" دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية 2002.
75. عبد العزيز حسن أمين " الأسواق المالية" دار قباء الحديثة للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة 2007.
76. عبد العزيز سمير محمد " اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي" مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر و التوزيع الإسكندرية 1997.
77. عبد القادر السيد متولي " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير" دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010.
78. عبد النبي محمد أحمد " الأسواق المالية: الأصول العلمية و التحليل الأساسي" زمزم ناشرون و موزعون، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
79. عبد الهادي محمد سعيد " الإدارة المالية: الاستثمار و التمويل، التحليل المالي للأسواق المالية الدولية" دار حامد للنشر و التوزيع عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008.
80. عبيد سعيد توفيق " الاستثمار في الأوراق المالية " مكتبة عين الشمس، القاهرة.
81. عرفة سيد سالم " إدارة المخاطر الاستثمارية" دار الراجية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
82. عشيش حسن سمير " التحليل الائتماني و دوره في ترشيد عمليات الإقراض و التوسع النقدي في البنوك" مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010.
83. عصام حسين " أسواق الأوراق المالية: البورصة" دار أسامة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008.
84. عطون مروان " الأسواق النقدية و المالية" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2003.
85. علوان قاسم نايف "إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق" دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009.
86. عليان ربحي مصطفى " اقتصاد المعلومات " دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2010 .
87. العمري ماجد فهد " مقدمة إلى الشموع اليابانية" الناشر شبكة إعلانات العرب، النسخة الثانية 2005.

88. غنيم حسين عطا / دحلان عبد الله صادق " دراسات في التمويل: أساسيات الاستثمار و تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية" مجموعة دار نايف، جدة المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2004.
89. القطب محي الدين " الخيار الاستراتيجي و أثره في تحقيق الميزة التنافسية" دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2012.
90. كداوي طلال "تقييم القرارات الاستثمارية" دار اليازوري للنشر والتوزيع , عمان الأردن 2008.
91. كمال الدين الدهراوي" تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار" الدار الجامعية، الإسكندرية 2004.
92. المؤمني غازي فلاح"إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة" دار المناهج للنشر و التوزيع، بدون سنة نشر.
93. محب خلة توفيق" الهندسة المالية: الإطار النظري و التطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار" دار الفكر الجامعي الإسكندرية، الطبعة الأولى 2011.
94. محمد محمود عبد ربه محمد " طريق إلى البورصة : مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية" الدار الجامعية مصر، بدون سنة نشر.
95. محمد منير شاكر ، إسماعيل إسماعيل، نور عبد الناصر" التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات" دار وائل، عمان الأردن، الطبعة الثانية 2005.
96. المخيزم عبد الرحمان " دور المدقق في التحقق من ممارسات ونتائج المحاسبة الإبداعية" ديوان المحاسبة، الكويت 2008.
97. مدحت صادق " النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي " دار غريب للطباعة و النشر 1997.
98. مطر محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية" دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الرابعة 2004.
99. مطر محمد و السويطي موسى " التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية " دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثانية 2008 .
100. مفلح محمد عقل " مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي" مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان الأردن الطبعة الأولى 2006.
101. ملاك وسام " البورصات و الأسواق المالية العالمية" دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع الجزء الأول، بيروت لبنان، الطبعة الأولى 2003.
102. المهيلمي عبد المجيد " التحليل الفني للأسواق المالية" البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع عمان، الطبعة الخامسة 2006.
103. موسوي ضياء مجيد "البورصات : أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات" مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية 2003.
104. ناجي جمال " إدارة محفظة الأوراق المالية" المؤسسة الجامعية للدراسات لبنان- الطبعة الأولى 1998.
105. الناقه احمد أبو الفتوح" نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1998 .
106. النعيمي عدنان تايه / مهدي سعدون / سلام أسامة عزمي / موسى شقيري نوري " الإدارة المالية: النظرية والتطبيق" دار الميسرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2007.
107. نور عبد الناصر ابراهيم / صيام وليد زكريا / الخداش حسام الدين مصطفى" أصول المحاسبة المالية" الجزء الثاني دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة عمان الأردن ، الطبعة الثانية 1999.

108. هارون محمد صبري "أحكام الأسواق المالية: الأسهم و السندات ضوابط الانتفاع و التصرف بها في الفقه الإسلامي" دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن، الطبعة الأولى 1999.
109. الهندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999 .
110. الهندي منير إبراهيم " الأوراق المالية و أسواق رأس المال" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999.
111. الهندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار" منشأة المعارف، الإسكندرية 1999 .
112. الوادي محمود حسين و عزام زكرياء أحمد "المالية العامة والنظام المالي في الإسلام" دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
113. وليد ناجي الحياي " الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي " منشورات الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك 2007.
114. ياسين محمد يوسف " البورصة " منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى 2004.

II. المراجع باللغة الفرنسية

1. Fleurient Michel et Simon Yves « **Bourse et marchés financiers** » 2^é édition Dunod, 2002.
2. Aftalion Florin « **La nouvelle Finance et la gestion des portefeuilles** » Economica , Paris 3^é édition 2008.
3. Amat Oriel et Puig Xavier « **L'analyse technique du marché boursier** » édition D'organisation, paris 1991.
4. Artus Patrick « **Anomalies sur les marchés financiers** » Economica paris 1995 .
5. Augros Jean -Claude et Quérueil Michel « **Risque de taux d'intérêt et gestion bancaire** » Economica 2000.
6. Baron François « **chandeliers Japonais : figures d'indivision et de continuation** » édition d'organisation, paris 2004
7. Baron François « **Le chartisme : méthodes et stratégies pour gagner en bourse** » édition d'organisation , paris 2004.
8. Béchu Thierry , Bertrand Eric, Nebenzahl Julien « **L'analyse Technique : Théories et méthodes** » Economica, Paris 2008.
9. Berk Jonathan / De Marzo Peter/Cappelle-Blancard Gunther/ Couderc Nicolas/ Nalpus Colas « **Finance d'entreprise** » Preason Education, France 2008.
10. Bradley Xavier/ Christian Descamps « **Monnaie, Banque, Financement** » Dalloz, Paris 2005.
11. Broquet Claude /Cobbaut Robert/ Gillet Roland/ Van den Berg André « **Gestion de portefeuille** » Edition de Boeck Université Bruxelles , 4^é édition 2004.
12. Cahan Philippe « **Analyse technique dynamique** » Economica, paris, 3 édition 2000.
13. Ceaux-Dutheil Stéphane « **Bourse et analyse technique** » Economica, Paris 2002.
14. Cuthbertson Keith « **Economie financière quantitative : Action, Obligation et taux de change** » DeBeock université, paris, 1^{ère} édition 2000.
15. Dayan Armand /Alain burlaud/Maurice lemelin/ Alain courtois/Sandrine macé/Philippe rusch/ Jacques droesbeke/ Claude Simon/ Frédéric fréry/ Christophe thibierge" **Manuel de gestion Volume**" 2 Ellipses/Auf 1999.
16. De Morgues Michelle « **Macroéconomie monétaire** » Edition Economica 2000.
17. Dordain Jean-Noel et Singh Niladri « **Finance quantitative** » Economica , paris 1999.

18. Dubois Michel / Girerd-Potin Isabelle « **exercices de théorie financière et de gestion de portefeuille** » édition de Boeck université Bruxelles 2001.
19. Gillet Philippe « **L'efficience des marchés financiers** » Economica, paris, 2^{ème} édition 2006.
20. Gitman Lawrence / Joegnk Michael / Dsnuliers Gérard / Herbin Frédéric / Jokung Octave / Langlois Georges « **Investissement et marchés financiers** » Pearson Education France, 9 édition 2005.
21. Gobbaut Roberte « **Théorie financière** » Economica, paris, 4 édition 2002.
22. Goffin Robert " **Principe de finance moderne** " Economica , Paris,3^{ème} Edition 2001.
23. Gounant Hervé « **Améliorer ses performances avec le Trading** » Gualino éditeur , paris 2006,
24. Grandin Pascal et Al « **Performance de portefeuille** » Pearson éducation France 2006.
25. Grandin Pascal « **La gestion de portefeuille d'action :exercices et cas corrigés de gestion** » Nathan, paris, 1998.
26. Hull John « **Option, Futures et autre actif dérivés** » Preason Education, france2007.
27. Hurson Christian et Zoporinids Costantin « **Gestion de portefeuille et analyse multicritère** » Economica, paris 1997.
28. Jaquillat Bertrand et Solnik Brono « **Marchés financières : gestion de portefeuille et des risques** » 4^{ème} édition, Dunod, paris 2002.
29. J-J. perquel « **Les bourse Américaines** »Vuibert , Paris 1992.
30. J-P Gourlaouen « **Les nouveaux instruments financiers** » édition Vuibert, 1989 .
31. Jura Michel « **Technique financière internationale** » Dunod , paris 2^{ème} édition 2003.
32. Lardic Sandrine et Mignon Valérie « **L'efficience informationnel des marchés financiers** » La Découverte, paris 2006.
33. Pascal Grandin « **La gestion de portefeuille d'action : exercice et cas corrigés** » Edition Nathan, Paris 1998.
34. Peyrard Josette « **Analyse financière** » 7ème édition.
35. Peyrard Josette « **La Bourse** » Vuibert entreprise paris, 9ème édition 2000.
36. Philon Dominique « **Les taux de change** » Edition la découverte paris ,3^{ème} édition 2001.
37. Picon Olivier « **La bourse : ses mécanismes, Gérés son portefeuille, réussir ses placements** » Dalloz, paris ,14ème édition 2000.
38. Portait Roland / Poncet Patrice « **Finance de marché** » Dalloz, paris2008.
39. Simon Yves / Mannai Samir "**Technique financières international**" Economica, paris ,7^{ème} Edition 2002.
40. Spieser Philippe « **Information économique et marchés financiers** » Economica, paris 2000.
41. Tudela Felipe « **Le code sucrait des bougies japonaises** » Gualino éditeur, France 2007,
42. Tvede Lars « **La psychologie des marchés financiers** » Brochage, France 2001.
43. Vernimmen Pierre « **Finance d'entreprise** » Dalloz, paris 6^{ème} édition 2005.
44. Viviani Jean-Laurent « **Gestion de portefeuille** » Dunod, paris, 2 è éditon 2001.
45. Vizzavona Patrice « **Marchés financiers** » édition ATOL , Paris, 3 édition 2002.
46. Xavier burckert et Didier marteau et Dahlia Tang « **Le marché des changes et la zone Franc** »ED/CEF 1989 .
47. Yves Simon « **Encyclopédie des marchés financiers** » Economica Tome 2 1997.

III. المراجع باللغة الانجليزية

1. John .J. Murphy “ **Technical Analysis of financial markets : a comprehensive guide to trading methods and application**” New York institute finance , United Sated of America 1999.
2. Nison Steve « **Beyond Candlesticks :new Japanese charting techniques revealed** » Wiley Finance Edition.
3. Timothy R. Mayes and Todd M. Shank « **Financial Analysis with Microsoft Excel** » 4éme edition.

IV. الدوريات:

1. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول 2007، العدد 49 .
2. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2007، العدد 50.
3. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2007، العدد 51.
4. صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2007، العدد 52.
5. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثاني 2008، العدد 54.
6. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2008، العدد 55.
7. صندوق النقد العربي : قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2008، العدد 56.
8. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث 2009، العدد 59.
9. صندوق النقد العربي : أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2009، العدد 60.
10. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الأول و الثاني 2010 ، العدد 61.
11. صندوق النقد العربي: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2010 ، العدد 63.
12. صندوق النقد العربي : أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع 2011، العدد 67.

V. مواقع الإنترنت

1. مقال بعنوان " نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي" على موقع الأنترنت <http://www.sahmy.com/external.php?type=RSS2&forumids=134>
2. مقال بعنوان " دراسة تاريخية لسوق الأسهم السعودي" على موقع الأنترنت <http://www.tdwl.net/vb/external.php?type=RSS2&forumids=28>
3. مقال بعنوان دراسة: 8 أسباب تضعف العلاقة بين الاقتصاد السعودي وسوق الأسهم على موقع الأنترنت-<http://www.sahmy.com/external.php?type=RSS2&forumids=134> new-action_show-id-33.fichiers/shares.json
4. مقال بعنوان " الشموع اليابانية " ، على الموقع الالكتروني [www.sahmy.com](http://www.sahmy.com/external.php?type=RSS2&forumids=134)
5. القاسم عبد الله " الشموع اليابانية من الألف إلى الياء".

6. الحفري ياسين عبد الرحمن " انهيار سوق الأسهم السعودي.. هل آن الأوان لقول الحقيقة ؟ " بتاريخ 2006/12/23 على موقع الأنترنت showthread.php.htm2_fichiers/vbulletin_post_loader.js
7. المصدر: مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان " الذكرى الخامسة لانهيار سوق الأسهم السعودي 2006-2011 " جريدة الرياض على موقع الأنترنت <http://www.alriyadh.com/css/img/iefavicon.ico>
8. مقال لـ العمري عبد الحميد بعنوان " زلزال الأزمة المالية العالمية و سوق الأسهم السعودية عام من مواجهة الأزمة " بتاريخ 26 مارس 2010.
9. مقال بعنوان "السوق السعودي ينهي عام 2011 على خسائر تقدر بـ 3% وسط أحداث إقليمية وعالمية صعبة" على موقع الأنترنت www.argaam.com تاريخ الاطلاع يوم 8 يناير 2012.
10. مقال بعنوان " هل يعيد التاريخ نفسه بالنسبة لسوق الأسهم السعودية؟" على موقع الأنترنت www.saudishars.net/vb/favicon.ico تاريخ الاطلاع يوم 1 مارس 2012.
11. مقال منشور على موقع الأنترنت www.indexsignal.com/community/
12. مقال لـ الشديدي عبد الاله بعنوان "السوق السعودية تسجل 500 مليار دولار كقيمة للأسهم المتداولة في 2011" على موقع الأنترنت <http://arabic.arabia> تاريخ الاطلاع يوم الخميس 12 يناير 2012.
13. مقال بعنوان "السوق السعودي ينهي عام 2011 على خسائر تقدر بـ 3% وسط أحداث إقليمية وعالمية صعبة" على موقع الأنترنت www.argaam.com تاريخ الاطلاع يوم 8 يناير 2012.
14. مقال بعنوان " هل يعيد التاريخ نفسه بالنسبة لسوق الأسهم السعودية؟" على موقع الأنترنت www.saudishars.net/vb/favicon.ico تاريخ الاطلاع يوم 1 مارس 2012.
15. مقال منشور على موقع الأنترنت www.indexsignal.com/community/
16. تقرير تداول الإحصائي للربع الأول من 2012 (بورصة السعودية) على موقع الأنترنت www.asmainfo.com
17. مقال لـ القحيس علي بعنوان " سابك والراجحي والاتصالات السعودية ضمن قائمة «فاينانشيال تايمز» لأكثر 500 شركة عالمية" جريدة الرياض، العدد 16008، على موقع الأنترنت
18. مقال بعنوان " البورصة تكسب 100 نقطة في يوم واحد بعد إغلاق السوق خلال إجازة العيد" على الموقع الإلكتروني <http://www.alarabiya.net>، تاريخ الاطلاع يوم الأحد 26 أوت 2012.
19. مقال بعنوان " سابك توزع أرباح نقدية بواقع 20% (2 ريال للسهم) عن النصف الأول 2012 على موقع الأنترنت www.argaam.com تاريخ الاطلاع يوم 18/07/2012.
20. مقال بعنوان "انخفاض أسعار المبيعات وارتفاع أسعار المواد الخام يخفضان أرباح سابك بـ 20%" جريدة الرياض، العدد 16100 على موقع الأنترنت www.alriyadh.com/2012/07/23/article753948.html ، تاريخ الاطلاع يوم الاثنين 23/07/2012.
21. مقال بعنوان " محللون: المؤشر سيواصل المسار الصاعد حتى إعلان نتائج الربع الثالث" على موقع الأنترنت <http://about.reuters.com/fullleal.asp> تاريخ الاطلاع يوم الخميس 13 سبتمبر 2012.
22. www.upmf-grenoble.fr/curei/mofi/index.htm

23. www.stockcharts.com/favicom.gif.
24. www.asmainfo.com
25. www.abcbourse.com
26. www.arabstockinfo.com
27. www.forex.com.sa
28. <http://www.forexpros.ae/forums/forum59/thread6377.html>.
29. <http://www.sabic.com/me/ar/ourcompany/corporateprofile/default.aspx>
30. www.zawya.com
31. www.argaam.com
32. <http://alroya.com>
33. <http://www.alarabiya.net>
34. <http://www.cnbcarabia.com/?m=201210>
35. <http://www.argaam.com/content/images/favicon.ico>
36. <http://www.aleqt.com/img/favicon.png>
37. http://news.swalif.com/cache/thumbnails/small_images/timthumb.pn

الملاحق

الملحق رقم (1): مختلف القطاعات و الشركات التي تكون مؤشر سوق الأسهم السعودي¹⁴⁸

| القطاعات | الشركات |
|----------------------------|---|
| المصارف والخدمات المالية | البنك السعودي الفرنسي - البنك السعودي الهولندي - البنك السعودي للاستثمار - البنك العربي الوطني - بنك البلاد - بنك الجزيرة - بنك الرياض - مجموعة سامبا المالية - مصرف الراجحي - مصرف الإنماء- ساب. |
| الصناعات البتروكيماوية | سبكيم - سابك - المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي - سافكو - المتقدمة - شركة التصنيع الوطنية - الصحراء - اللجين - بترورابغ - كيان - نماء - كيماونول- بيتروكيم- بنساب. |
| قطاع الاسمنت | اسمنت القصيم - اسمنت المنطقة الجنوبية - اسمنت المنطقة الشرقية - اسمنت اليمامة - اسمنت تبوك - اسمنت ينبع - الاسمنت السعودية - الاسمنت العربية- اسمنت الجوف- اسمنت بحران- اسمنت حائل. |
| قطاع التجزئة | الخليج - الدريس - حرير - الحكير - فبحي - أسواق العنيم- الخليج للتدريب- شركة المواسة- ثمار- اكسترا. |
| الطاقة والمرافق الخدمية | كهرباء السعودية - الغاز و التصنيع |
| الزراعة والصناعات الغذائية | سدافكو - نادك-السعودية للأسمك - الجوف الزراعية - الشرقية الزراعية - القصيم الزراعية - المراعي - الغذائية - تبوك الزراعية - أنعام القابضة - صافولا - حلواني إخوان - هرفي- الخطوط السعودية للتأمين- جازان للتنمية. |
| قطاع الاتصالات | اتحاد عذيب - زين السعودية - موبيلي- السعودية للاتصالات المتكاملة. |
| قطاع التأمين | التعاونية للتأمين- ملاذ للتأمين-ميدغلف- البانز للتأمين- سلامة - ولاء للتأمين- الدرع العربي- سند للتأمين - وقاية-الأهلية للتأمين- ولاء للتأمين- الهندية للتأمين- إعادة- سايكو - أسيج- بوبا العربية - ساب تكافل- اتحاد الخليج للتأمين التعاوني - الأهلي للتكافل- الاتحاد التجاري للتأمين - التأمين العربية - الصفر للتأمين- المتحدة للتأمين- تكافل الراجحي- العالمية للتأمين - الخليجية للتأمين- ايس للتأمين-أكسا للتأمين- سوليديتي- بروج للتأمين- الوطنية للتأمين- الانماء طوكيو مارين- عناية السعودية للتأمين- أمانة للتأمين. |
| الاستثمار المتعدد | سيسكو - الصناعات المتطورة - الاحساء للتنمية - الباحة للاستثمار- المملكة القابضة -شركة عسير- المصافي السعودية. |
| الاستثمار الصناعي | الورق - الصادرات الصناعية - الدوائية-الكيميائية الأساسية - الكيمائية السعودية- معدنية - زجاج - العبد اللطيف للاستثمار الصناعي - فيكو - معادن - أسترا الصناعية- مجموعة السريع- شركة شاكر- شركة تكوين |
| قطاع التشييد والبناء | الفخارية - صدق - الأنابيب - الباطين-البحر الأحمر- الجبس - الخزف - الزامل - مسك - الكابلات - امبانتيت - المعجل- المصافي السعودية- العربية للأنابيب- شركة الخضري |
| قطاع التطوير العقاري | إعمار الاقتصادية - العقارية - جبل عمر - دار الأركان - طيبة - مكة للإنشاء والتعمير- الرياض للتعمير- مدينة المعرفة. |
| قطاع النقل | مبرد - بدجت السعودية - النقل البحري- النقل الجماعي. |
| قطاع الإعلام والنشر | الطباعة والتغليف - الأبحاث والتسويق - تهامة. |
| الفنادق والسياحة | الفنادق - شمس- مجموعة الطيار للسفر. |

¹⁴⁸الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي بتاريخ 30 ماي 2012.

الملحق رقم (2): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر جوان 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| 6672.86 | 6975.27 | 6975.27 | 294.1- | 6975.27 | 6681.18 | 2 جوان |
| 6653.33 | 6752.22 | 6681.18 | 66.5 | 6681.18 | 6747.69 | 06/03 |
| 6671.56 | 6774.81 | 6747.69 | 22.5 | 6747.69 | 6770.19 | 06/04 |
| 6733.90 | 6795.79 | 6770.19 | 33.4- | 6770.19 | 6736.82 | 06/05 |
| 6615.97 | 6806.17 | 6736.82 | 75.6- | 6736.82 | 6661.26 | 06/06 |
| 6643.60 | 6751.17 | 6661.26 | 1.8 | 6661.26 | 6663.03 | 06/09 |
| 6657.38 | 6751.47 | 6663.03 | 86.5 | 6663.03 | 6749.49 | 06/10 |
| 6749.49 | 6830.61 | 6749.49 | 41.5 | 6749.49 | 6790.96 | 06/11 |
| 6711.10 | 6791.39 | 6790.96 | 63.1- | 6790.96 | 6727.83 | 06/12 |
| 6726.89 | 6770.19 | 6727.83 | 16.7 | 6727.83 | 6744.53 | 06/13 |
| 6565.82 | 6816.79 | 6744.53 | 20.1- | 6744.53 | 6724.46 | 06/16 |
| 6713.89 | 6766.30 | 6724.46 | 29.8 | 6724.46 | 6754.23 | 06/17 |
| 6754.23 | 6812.83 | 6754.23 | 53.3 | 6754.23 | 6807.51 | 06/18 |
| 6790.24 | 6821.88 | 6807.51 | 9.8 | 6807.51 | 6817.51 | 06/19 |
| 6805.81 | 6840.87 | 6817.51 | 20.8 | 6817.51 | 6838.05 | 06/20 |
| 6770.49 | 6838.05 | 6838.05 | 63.79- | 6838.05 | 6774.26 | 06/23 |
| 6729.23 | 6776.69 | 6774.26 | 28.90- | 6774.26 | 6745.36 | 06/24 |
| 6678.43 | 6753.34 | 6745.36 | 62.02- | 6745.36 | 6683.34 | 06/25 |
| 6680.60 | 6719.09 | 6683.34 | 13.50 | 6683.34 | 6696.84 | 06/26 |
| 6543.62 | 6704.86 | 6696.84 | 111.21- | 6696.84 | 6585.63 | 06/27 |
| 6585.63 | 6730.33 | 6585.63 | 124.28 | 6585.63 | 6709.91 | 06/30 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، جوان 2012.

الملحق رقم (3): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر جويلية 2012

| التاريخ | إفغال | إفغال سابق | التغير | الافتتاح | الأعلى | الأدنى |
|--------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 07/01 | 6705.49 | 6709.91 | 4.42- | 6709.91 | 6718.50 | 6670.84 |
| 07/02 | 6742.04 | 6705.49 | 36.55 | 6705.49 | 6743.92 | 6692.65 |
| 07/03 | 6885.27 | 6742.04 | 143.23 | 6742.04 | 6907.16 | 6742.04 |
| 07/04 | 6834.77 | 6885.27 | 50.50- | 6885.27 | 6889.92 | 6822.79 |
| 07/07 | 6859.59 | 6834.77 | 24.82 | 6834.77 | 6859.66 | 6788.97 |
| 07/08 | 6855.12 | 6859.59 | 4.47- | 6859.59 | 6872.74 | 6834.53 |
| 07/09 | 6756.99 | 6855.12 | 98.13- | 6855.12 | 6855.18 | 6750.48 |
| 07/10 | 6713.18 | 6756.99 | 43.81- | 6756.99 | 6762.11 | 6682.16 |
| 07/11 | 6659.58 | 6713.18 | 53.60- | 6713.18 | 6722.93 | 6628.69 |
| 07/14 | 6701.09 | 6659.58 | 41.51 | 6659.58 | 6703.13 | 6652.61 |
| 07/15 | 6662.92 | 6701.09 | 38.13- | 6701.09 | 6701.65 | 6627.93 |
| 07/16 | 6641.30 | 6662.92 | 21.66- | 6662.92 | 6681.74 | 6638.94 |
| 07/17 | 6588.81 | 6641.30 | 52.49- | 6641.30 | 6650.53 | 6574.28 |
| 07/18 | 6628.26 | 6588.81 | 39.49 | 6588.81 | 6637.81 | 6555.91 |
| 07/21 | 6665.65 | 6628.26 | 37.39 | 6628.26 | 6670.92 | 6621.21 |
| 07/22 | 6700.36 | 6665.65 | 34.71 | 6665.65 | 6701.30 | 6645.89 |
| 07/23 | 6641.10 | 6700.36 | 59.26- | 6700.36 | 6701.19 | 6638.18 |
| 07/24 | 6670.02 | 6641.10 | 28.92 | 6641.10 | 6671.24 | 6627.69 |
| 07/25 | 6666.80 | 6670.02 | 3.22- | 6670.02 | 6675.54 | 6649.75 |
| 07/28 | 6767.81 | 6666.80 | 101.01 | 6666.80 | 6789.14 | 6666.80 |
| 07/29 | 6769.12 | 6767.81 | 1.31 | 6767.81 | 6774.22 | 6736.17 |
| 07/30 | 6822.86 | 6769.12 | 53.74 | 6769.12 | 6769.12 | 6625.31 |
| 07/31 | 6878.19 | 6822.86 | 55.33 | 6822.86 | 6879.82 | 6813.13 |

المصدر: من إعداد المطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، جويلية 2012.

الملحق رقم (4): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر أوت 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| 6849.17 | 6898.23 | 6878.19 | 14.43 | 6878.19 | 6892.62 | 08/01 |
| 6892.62 | 6965.37 | 6892.62 | 59.04 | 6892.62 | 6951.66 | 08/04 |
| 6924.04 | 6959.59 | 6951.66 | 6.55- | 6951.66 | 6945.11 | 08/05 |
| 6933.85 | 6958.63 | 6945.11 | 1.47- | 6945.11 | 6943.64 | 08/06 |
| 6943.64 | 6967.80 | 6943.64 | 17.70 | 6943.64 | 6961.34 | 08/07 |
| 6941.60 | 6983.19 | 6961.34 | 7.75- | 6961.34 | 6953.59 | 08/08 |
| 6953.59 | 7004.58 | 6953.59 | 33.47 | 6953.59 | 6887.06 | 08/11 |
| 6953.05 | 6996.15 | 6987.06 | 8.34 | 6987.06 | 6995.40 | 08/12 |
| 6961.45 | 7002.83 | 6995.40 | 29.74- | 6995.40 | 6965.66 | 08/13 |
| 6937.28 | 6980.84 | 6965.66 | 2.65 | 6965.66 | 6968.31 | 08/14 |
| 6967.15 | 7008.83 | 6968.31 | 35.48 | 6968.31 | 7003.79 | 08/15 |
| 7003.79 | 7104.68 | 7003.79 | 100.69 | 7003.79 | 7104.48 | 08/25 |
| 7082.54 | 7114.30 | 7104.48 | 0.29- | 7104.48 | 7104.19 | 08/26 |
| 7094.81 | 7140.79 | 7104.19 | 33.67 | 7104.19 | 7137.86 | 08/27 |
| 7120.59 | 7157.84 | 7137.86 | 0.05- | 7137.86 | 7137.81 | 08/28 |
| 7122.01 | 7142.72 | 7137.81 | 1.20 | 7137.81 | 7139.01 | 08/29 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com أوت 2012.

الملحق رقم (5): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر سبتمبر 2012

| التاريخ | إفغال | إفغال سابق | التغير | الافتتاح | الأعلى | الأدنى |
|--------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 09/01 | 7134.24 | 7139.01 | 4.77- | 7139.01 | 7179.49 | 7127.98 |
| 09/02 | 7090.90 | 7134.24 | 43.34- | 7134.24 | 7136.38 | 7088.39 |
| 09/03 | 7078.53 | 7090.90 | 12.37- | 7090.90 | 7107.19 | 7065.54 |
| 09/04 | 7050.34 | 7078.53 | 28.19- | 7078.53 | 7079.59 | 7017.13 |
| 09/05 | 7049.51 | 7050.34 | 0.83- | 7050.34 | 7056.08 | 7027.93 |
| 09/08 | 7105.04 | 7049.51 | 55.53 | 7049.51 | 7113.97 | 7049.51 |
| 09/09 | 7095.76 | 7105.04 | 9.28- | 7105.04 | 7112.15 | 7071.39 |
| 09/10 | 7072.60 | 7095.76 | 23.16- | 7095.76 | 7099.31 | 7048.37 |
| 09/11 | 7086.80 | 7072.60 | 14.20 | 7072.60 | 7094.08 | 7065.27 |
| 09/12 | 7104.50 | 7086.80 | 17.70 | 7086.80 | 7121.84 | 7081.46 |
| 09/15 | 7165.86 | 7104.50 | 61.36 | 7104.50 | 7178.44 | 7104.50 |
| 09/16 | 7155.77 | 7165.86 | 10.09- | 7165.86 | 7169.58 | 743.69 |
| 09/17 | 7149.42 | 7155.77 | 6.35- | 7155.77 | 7162.16 | 7134.70 |
| 09/18 | 7105.52 | 7149.42 | 43.90- | 7149.42 | 7152.03 | 7093.39 |
| 09/19 | 7057.01 | 7105.52 | 48.51- | 7105.52 | 7125.31 | 7032.70 |
| 09/22 | 7031.04 | 7057.01 | 25.97- | 7057.01 | 7059.60 | 7009.67 |
| 09/24 | 6960.65 | 7031.04 | 70.39- | 7031.04 | 7034.80 | 6909.19 |
| 09/25 | 6977.67 | 6960.65 | 17.02 | 6960.65 | 6979.65 | 6909.16 |
| 09/26 | 6878.72 | 6977.67 | 98.95- | 6977.67 | 6977.67 | 6865.85 |
| 09/29 | 6807.71 | 6878.72 | 71.01- | 6878.72 | 6899.97 | 6797.19 |
| 09/30 | 6839.83 | 6807.71 | 32.12 | 6807.71 | 6861.21 | 6785.70 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، سبتمبر 2012.

الملحق رقم (6): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر أكتوبر 2012

| التاريخ | إفقال | إفقال سابق | التغير | الافتتاح | الأعلى | الأدنى |
|---------|---------|------------|---------|----------|---------|---------|
| 10/01 | 6882.12 | 6839.83 | 42.29 | 6839.83 | 6893.17 | 6839.83 |
| 10/02 | 6892.10 | 6882.12 | 13.98 | 6882.12 | 6909.09 | 6876.28 |
| 10/03 | 6887.29 | 6892.10 | 8.81- | 6892.10 | 6898.07 | 6868.32 |
| 10/06 | 6887.97 | 6887.29 | 0.68 | 6887.29 | 6929.53 | 6876.91 |
| 10/07 | 6863.29 | 6887.97 | 24.68- | 6887.97 | 6888.33 | 6818.74 |
| 10/08 | 6807.30 | 6863.29 | 55.99- | 6863.29 | 6863.29 | 6755.25 |
| 10/09 | 6790.20 | 6807.30 | 17.1- | 6807.30 | 6818.40 | 6776.37 |
| 10/10 | 6796.99 | 6790.20 | 6.79 | 6790.20 | 6800.61 | 6752.56 |
| 10/13 | 6682.47 | 6796.99 | 114.52- | 6796.99 | 6798.66 | 6667.88 |
| 10/14 | 6661.99 | 6682.47 | 20.48- | 6682.47 | 6687.62 | 6635.43 |
| 10/15 | 6723.21 | 6661.99 | 61.22 | 6661.99 | 6725.12 | 6658.94 |
| 10/16 | 6749.00 | 6723.21 | 25.79 | 6723.21 | 6755.13 | 6720.89 |
| 10/17 | 6811.19 | 6749.00 | 62.19 | 6749.00 | 6815.02 | 6749.00 |
| 10/20 | 6809.30 | 6811.19 | 1.89- | 6811.19 | 6811.43 | 6756.30 |
| 10/21 | 6780.00 | 6809.30 | 29.30- | 6809.30 | 6833.78 | 6766.82 |
| 10/22 | 6741.80 | 6780.00 | 38.18- | 6780.00 | 6788.65 | 6732.14 |
| 10/23 | 6729.48 | 6741.80 | 12.34- | 6741.80 | 6742.20 | 6708.96 |
| 10/24 | 6791.04 | 6729.48 | 61.56 | 6729.48 | 6792.41 | 6679.59 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، أكتوبر 2012.

الملحق رقم (7): تطور مؤشر سوق الأسهم السعودي خلال شهر نوفمبر 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|--------------|
| 6765.59 | 6801.86 | 6791.04 | 9.78 | 6791.04 | 6800.82 | 11/03 |
| 6792.53 | 6824.16 | 6800.82 | 12.80 | 6800.82 | 6813.62 | 11/04 |
| 6804.84 | 6846.27 | 6813.62 | 29.53 | 6813.62 | 6843.15 | 11/05 |
| 6841.20 | 6919.17 | 6843.15 | 76.02 | 6843.15 | 6919.17 | 11/06 |
| 6917.44 | 6961.02 | 6919.17 | 22.80 | 6919.17 | 6941.97 | 11/07 |
| 6891.55 | 6941.97 | 6941.97 | 22.91- | 6941.97 | 6919.06 | 11/10 |
| 6862.99 | 6922.08 | 6919.06 | 34.77- | 6919.06 | 6884.29 | 11/11 |
| 6820.69 | 6884.29 | 6884.29 | 54.76- | 6884.29 | 6829.53 | 11/12 |
| 6807.37 | 6836.20 | 6829.53 | 1.34- | 6829.53 | 6828.19 | 11/13 |
| 6806.15 | 6843.35 | 6828.19 | 11.26- | 6828.19 | 6816.93 | 11/14 |
| 6763.35 | 6817.22 | 6816.93 | 24.40- | 6816.93 | 6792.53 | 11/17 |
| 6748.81 | 6797.24 | 3792.53 | 27.24- | 3792.53 | 6765.29 | 11/18 |
| 6631.32 | 6769.28 | 6765.29 | 98.83- | 6765.29 | 6666.46 | 09/19 |
| 6617.63 | 6701.61 | 6666.46 | 4.42- | 6666.46 | 6662.04 | 11/20 |
| 6601.63 | 6668.34 | 6662.04 | 52.34- | 6662.04 | 6609.70 | 11/21 |
| 6609.22 | 6675.03 | 6609.70 | 55.79 | 6609.70 | 6665.49 | 11/24 |
| 6508.52 | 6665.49 | 6665.49 | 141.34- | 6665.49 | 6524.15 | 11/25 |
| 6423.60 | 6559.24 | 6524.15 | 23.04 | 6524.15 | 6547.19 | 11/26 |
| 6436.81 | 6550.76 | 6547.19 | 84.73- | 6547.19 | 6462.46 | 11/27 |
| 6461.90 | 6550.27 | 6462.46 | 70.68 | 6462.46 | 6533.14 | 11/28 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، نوفمبر 2012.

الملحق رقم (8): تطور سعر سهم سابك خلال شهر جوان 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------|--------|----------|--------------|--------------|--------------|---------|
| 90.00 | 91.75 | 91.50 | 3.50- | 93.50 | 90.00 | 2 جوان |
| 90.00 | 90.75 | 90.00 | 0.75 | 90.00 | 90.75 | 06/03 |
| 90.00 | 92.00 | 90.50 | 1.25 | 90.75 | 92.00 | 06/04 |
| 90.75 | 92.50 | 92.25 | 1.00- | 92.00 | 91.00 | 06/05 |
| 89.00 | 93.00 | 91.75 | 1.00- | 91.00 | 90.00 | 06/06 |
| 90.00 | 91.25 | 90.75 | 0.25 | 90.00 | 90.25 | 06/09 |
| 90.50 | 91.25 | 90.50 | 1.00 | 90.25 | 91.25 | 06/10 |
| 91.50 | 92.25 | 91.75 | 0.75 | 91.25 | 92.00 | 06/11 |
| 89.50 | 91.25 | 91.25 | 2.50- | 92.00 | 89.50 | 06/12 |
| 90.00 | 90.50 | 90.25 | 0.75 | 89.50 | 90.25 | 06/13 |
| 87.75 | 91.50 | 91.00 | 0.50- | 90.25 | 89.75 | 06/16 |
| 89.75 | 91.00 | 89.75 | 0.75 | 89.75 | 90.50 | 06/17 |
| 90.50 | 91.75 | 91.50 | 0.00 | 90.50 | 90.50 | 06/18 |
| 90.75 | 92.00 | 91.00 | 1.25 | 90.50 | 91.75 | 06/19 |
| 91.75 | 92.50 | 92.00 | 0.25 | 91.75 | 92.00 | 06/20 |
| 91.00 | 91.72 | 91.50 | 0.50- | 92.00 | 91.05 | 06/23 |
| 90.75 | 91.75 | 91.50 | 0.50- | 91.50 | 91.00 | 06/24 |
| 90.00 | 91.00 | 91.00 | 1.00- | 91.00 | 90.00 | 06/25 |
| 90.25 | 91.25 | 90.25 | 1.00 | 90.00 | 91.00 | 06/26 |
| 89.00 | 91.25 | 91.00 | 1.75- | 91.00 | 89.25 | 06/27 |
| 91.00 | 93.00 | 91.25 | 3.50 | 89.25 | 92.75 | 06/30 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، جوان 2012.

الملحق رقم (9): تطور سعر سهم سابك خلال شهر جويلية 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 91.25 | 94.00 | 93.00 | 1.25- | 92.75 | 91.50 | 07/01 |
| 91.00 | 92.00 | 91.25 | 0.50- | 91.50 | 91.00 | 07/02 |
| 90.75 | 92.00 | 91.50 | 0.25 | 91.00 | 91.25 | 07/03 |
| 90.00 | 91.25 | 91.25 | 1.25- | 91.25 | 90.00 | 07/04 |
| 89.25 | 90.25 | 90.00 | 0.50- | 90.00 | 89.50 | 07/07 |
| 89.25 | 90.00 | 90.00 | 0.00 | 89.50 | 89.50 | 07/08 |
| 88.50 | 89.75 | 89.50 | 1.00- | 89.50 | 88.50 | 07/09 |
| 87.25 | 88.75 | 88.75 | 0.75- | 88.50 | 87.75 | 07/10 |
| 86.50 | 88.00 | 88.00 | 0.50- | 87.75 | 87.25 | 07/11 |
| 86.50 | 88.00 | 87.75 | 0.50- | 87.25 | 86.75 | 07/14 |
| 84.75 | 86.75 | 86.50 | 1.50- | 86.75 | 85.25 | 07/15 |
| 85.50 | 87.00 | 85.50 | 1.25 | 85.25 | 86.50 | 07/16 |
| 86.25 | 87.50 | 86.50 | 0.25- | 86.50 | 86.25 | 07/17 |
| 84.75 | 87.50 | 85.25 | 0.50 | 86.25 | 86.75 | 07/18 |
| 87.25 | 88.75 | 88.00 | 1.00 | 86.75 | 87.75 | 07/21 |
| 88.00 | 89.25 | 88.00 | 1.00 | 87.75 | 88.75 | 07/22 |
| 85.75 | 88.75 | 88.50 | 2.75- | 88.75 | 86.00 | 07/23 |
| 85.75 | 87.25 | 86.25 | 1.25 | 86.00 | 87.25 | 07/24 |
| 86.25 | 87.25 | 87.25 | 1.00- | 87.25 | 86.25 | 07/25 |
| 87.75 | 90.00 | 87.75 | 3.50 | 86.25 | 89.75 | 07/28 |
| 87.75 | 88.50 | 88.50 | 1.75- | 89.75 | 88.00 | 07/29 |
| 88.00 | 89.75 | 88.00 | 1.25 | 88.00 | 89.25 | 07/30 |
| 89.50 | 90.50 | 89.50 | 1.25 | 89.25 | 90.50 | 07/31 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، جويلية 2012.

الملحق رقم (10): تطور سعر سهم سابك خلال شهر أوت 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 89.75 | 90.50 | 90.25 | 0.75- | 90.50 | 89.75 | 1 أوت |
| 90.50 | 92.00 | 91.25 | 1.00 | 89.75 | 90.75 | 08/04 |
| 90.75 | 91.75 | 91.00 | 0.50 | 90.75 | 91.25 | 08/05 |
| 91.25 | 92.00 | 91.25 | 0.25 | 91.25 | 91.50 | 08/06 |
| 91.50 | 92.50 | 91.75 | 0.00 | 91.50 | 91.50 | 08/07 |
| 91.00 | 92.00 | 91.75 | 0.50- | 91.50 | 91.00 | 08/08 |
| 91.25 | 92.00 | 91.50 | 0.25 | 91.00 | 91.25 | 08/11 |
| 91.25 | 92.25 | 91.50 | 0.75 | 91.25 | 92.00 | 08/12 |
| 91.50 | 92.75 | 92.00 | 0.50- | 92.00 | 91.50 | 08/13 |
| 91.50 | 92.00 | 91.50 | 0.00 | 91.50 | 91.50 | 08/14 |
| 91.00 | 92.25 | 91.50 | 0.25- | 91.50 | 91.25 | 08/15 |
| 92.00 | 93.00 | 92.00 | 1.25 | 91.25 | 92.50 | 08/25 |
| 92.00 | 93.00 | 92.75 | 0.25- | 92.50 | 92.25 | 08/26 |
| 92.25 | 92.75 | 92.25 | 0.25 | 92.25 | 92.50 | 08/27 |
| 92.25 | 93.00 | 92.50 | 0.00 | 92.50 | 92.50 | 08/28 |
| 92.00 | 92.75 | 92.50 | 0.50- | 92.50 | 92.00 | 08/29 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، أوت 2012.

الملحق رقم (11): تطور سعر سهم سابك خلال شهر سبتمبر 2012

| التاريخ | إقفال | إقفال سابق | التغير | الافتتاح | الأعلى | الأدنى |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 09/01 | 92.50 | 92.00 | 0.50 | 92.50 | 93.25 | 92.00 |
| 09/02 | 91.25 | 92.50 | 1.25- | 92.25 | 92.50 | 91.25 |
| 09/03 | 90.50 | 91.25 | 0.75- | 91.75 | 92.00 | 89.75 |
| 09/04 | 89.00 | 90.50 | 1.50- | 90.50 | 90.75 | 88.75 |
| 09/05 | 89.00 | 89.00 | 0.00 | 89.25 | 89.75 | 88.50 |
| 09/08 | 91.00 | 89.00 | 2.00 | 90.25 | 91.75 | 90.25 |
| 09/09 | 90.75 | 91.00 | 0.25- | 91.25 | 91.50 | 90.75 |
| 09/10 | 90.50 | 90.75 | 0.25- | 91.00 | 91.25 | 90.50 |
| 09/11 | 91.25 | 90.50 | 0.75 | 90.75 | 91.75 | 90.50 |
| 09/12 | 92.50 | 91.25 | 1.25 | 91.75 | 93.00 | 91.75 |
| 09/15 | 95.00 | 92.50 | 2.50 | 95.00 | 95.25 | 94.25 |
| 09/16 | 94.50 | 95.00 | 0.50- | 95.00 | 95.25 | 94.00 |
| 09/17 | 94.25 | 94.50 | 0.25- | 94.25 | 94.50 | 93.75 |
| 09/18 | 93.50 | 94.25 | 0.75- | 94.00 | 94.25 | 93.00 |
| 09/19 | 92.50 | 93.50 | 1.00- | 93.75 | 93.75 | 91.50 |
| 09/22 | 91.50 | 92.50 | 1.00- | 92.00 | 92.75 | 91.25 |
| 09/24 | 90.00 | 91.50 | 1.50- | 91.50 | 91.75 | 89.00 |
| 09/25 | 90.75 | 90.00 | 0.75 | 89.75 | 91.00 | 89.25 |
| 09/26 | 89.75 | 90.75 | 1.00- | 90.00 | 90.50 | 89.25 |
| 09/29 | 89.25 | 89.75 | 0.50- | 89.75 | 91.50 | 89.25 |
| 09/30 | 91.00 | 89.25 | 1.75 | 89.50 | 91.50 | 89.50 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، سبتمبر 2012.

الملحق رقم (12): تطور سعر سهم سابك خلال شهر أكتوبر 2012

| التاريخ | إقفال | إقفال سابق | التغير | الافتتاح | الأعلى | الأدنى |
|---------|-------|------------|--------|----------|--------|--------|
| 10/01 | 91.25 | 91.00 | 0.25 | 91.00 | 91.75 | 91.00 |
| 10/02 | 91.25 | 91.25 | 0.00 | 91.25 | 92.00 | 91.00 |
| 10/03 | 91.50 | 91.25 | 0.25 | 91.00 | 92.00 | 91.00 |
| 10/06 | 91.50 | 91.50 | 0.00 | 91.50 | 92.25 | 91.00 |
| 10/07 | 90.50 | 91.50 | 1.00- | 91.50 | 92.00 | 89.25 |
| 10/08 | 89.75 | 90.50 | 0.75- | 90.50 | 90.75 | 89.00 |
| 10/09 | 89.75 | 89.75 | 0.00 | 90.00 | 90.25 | 89.50 |
| 10/10 | 89.25 | 89.75 | 0.50- | 89.75 | 89.75 | 89.00 |
| 10/13 | 88.25 | 89.25 | 1.00- | 89.50 | 89.75 | 88.00 |
| 10/14 | 88.00 | 88.25 | 0.25- | 88.50 | 88.75 | 87.00 |
| 10/15 | 88.25 | 88.00 | 0.25 | 87.75 | 88.75 | 87.50 |
| 10/16 | 88.75 | 88.25 | 0.50 | 88.50 | 89.00 | 88.25 |
| 10/17 | 90.00 | 88.75 | 1.25 | 90.00 | 90.75 | 89.25 |
| 10/20 | 89.50 | 90.00 | 0.50- | 89.25 | 89.75 | 88.75 |
| 10/21 | 89.25 | 89.50 | 0.25- | 89.75 | 90.25 | 89.25 |
| 10/22 | 88.75 | 89.25 | 0.50- | 89.75 | 90.00 | 88.25 |
| 10/23 | 87.75 | 88.75 | 1.00- | 88.75 | 88.75 | 87.50 |
| 10/24 | 88.50 | 87.75 | 0.75 | 87.75 | 88.75 | 87.00 |

المصدر: من إعداد المطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، أكتوبر 2012.

الملحق رقم (13): تطور سعر سهم سابك خلال شهر نوفمبر 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------|--------|----------|--------|------------|-------|---------|
| 88.00 | 89.00 | 88.50 | 0.25 | 88.50 | 88.75 | 11/03 |
| 88.50 | 89.00 | 88.75 | 0.25 | 88.75 | 89.00 | 11/04 |
| 88.50 | 89.50 | 89.00 | 0.00 | 89.00 | 89.00 | 11/05 |
| 89.50 | 91.50 | 89.50 | 2.00 | 89.00 | 91.00 | 11/06 |
| 89.50 | 92.00 | 91.25 | 0.50 | 91.00 | 91.50 | 11/07 |
| 91.25 | 91.50 | 91.00 | 0.75- | 91.50 | 90.75 | 11/10 |
| 90.00 | 90.75 | 90.75 | 0.50- | 90.75 | 90.25 | 11/11 |
| 89.25 | 90.25 | 89.75 | 0.50- | 90.25 | 89.75 | 11/12 |
| 89.25 | 90.00 | 89.50 | 0.00 | 89.75 | 89.75 | 11/13 |
| 90.00 | 91.00 | 90.25 | 0.50 | 89.75 | 90.25 | 11/14 |
| 89.25 | 90.00 | 90.00 | 0.50- | 90.25 | 89.75 | 11/17 |
| 89.25 | 90.25 | 89.75 | 0.25 | 89.75 | 90.00 | 11/18 |
| 88.00 | 90.00 | 90.00 | 1.25- | 90.00 | 88.75 | 09/19 |
| 88.00 | 89.25 | 89.00 | 0.00 | 88.75 | 88.75 | 11/20 |
| 87.50 | 89.25 | 88.50 | 0.50- | 88.75 | 88.25 | 11/21 |
| 88.50 | 89.75 | 88.75 | 0.75 | 88.25 | 89.00 | 11/24 |
| 86.75 | 89.00 | 88.75 | 2.00- | 89.00 | 87.00 | 11/25 |
| 86.50 | 88.00 | 87.75 | 0.75 | 87.00 | 87.75 | 11/26 |
| 86.25 | 87.75 | 87.50 | 0.75- | 87.75 | 87.00 | 11/27 |
| 86.25 | 87.75 | 86.75 | 0.25 | 87.00 | 87.25 | 11/28 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، نوفمبر 2012.

الملحق رقم (14): تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر جوان 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------|--------|----------|--------|------------|-------|---------|
| 70.00 | 71.50 | 71.50 | 2.25- | 72.75 | 70.50 | 06/02 |
| 70.00 | 71.00 | 70.50 | 0.50 | 70.50 | 71.00 | 06/03 |
| 70.00 | 71.50 | 70.25 | 0.25 | 71.00 | 71.25 | 06/04 |
| 71.00 | 71.50 | 71.50 | 0.25- | 71.25 | 71.00 | 06/05 |
| 70.75 | 72.00 | 71.50 | 0.00 | 71.00 | 71.00 | 06/06 |
| 71.75 | 72.50 | 71.75 | 1.00 | 71.00 | 72.00 | 06/09 |
| 72.00 | 74.00 | 72.25 | 1.75 | 72.00 | 73.75 | 06/10 |
| 74.00 | 75.00 | 74.00 | 0.75 | 73.75 | 74.50 | 06/11 |
| 73.00 | 74.25 | 74.00 | 1.25- | 74.50 | 73.25 | 06/12 |
| 73.50 | 74.25 | 74.00 | 0.50 | 73.25 | 73.75 | 06/13 |
| 71.00 | 74.50 | 74.50 | 1.00- | 73.75 | 72.75 | 06/16 |
| 72.25 | 73.50 | 72.25 | 0.00 | 72.75 | 72.75 | 06/17 |
| 73.25 | 74.00 | 73.25 | 1.25 | 72.75 | 74.00 | 06/18 |
| 73.00 | 74.25 | 73.75 | 0.25- | 74.00 | 73.75 | 06/19 |
| 73.50 | 74.25 | 73.75 | 0.50 | 73.75 | 74.25 | 06/20 |
| 73.50 | 74.25 | 74.00 | 0.75- | 74.25 | 73.50 | 06/23 |
| 73.25 | 73.75 | 73.50 | 0.25- | 73.50 | 73.25 | 06/24 |
| 72.75 | 73.50 | 73.25 | 0.50- | 73.25 | 72.75 | 06/25 |
| 72.75 | 73.75 | 72.75 | 0.50 | 72.75 | 73.25 | 06/26 |
| 71.50 | 73.25 | 73.25 | 1.50- | 73.25 | 71.75 | 06/27 |
| 73.00 | 74.00 | 73.00 | 2.00 | 71.25 | 73.75 | 06/30 |

المصدر: من إعداد المطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، جوان 2012.

الملحق رقم (15): تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر جويلية 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 73.25 | 73.75 | 73.50 | 0.25- | 73.75 | 73.50 | 07/01 |
| 73.00 | 73.50 | 73.25 | 0.00 | 73.50 | 73.50 | 07/02 |
| 74.25 | 77.00 | 74.25 | 3.00 | 73.50 | 76.50 | 07/03 |
| 75.00 | 76.50 | 76.25 | 1.25- | 76.50 | 75.25 | 07/04 |
| 73.75 | 75.25 | 75.25 | 1.00- | 75.25 | 74.25 | 07/07 |
| 73.75 | 74.75 | 74.25 | 0.25- | 74.25 | 74.00 | 07/08 |
| 72.75 | 74.00 | 73.75 | 0.75- | 74.00 | 73.25 | 07/09 |
| 72.50 | 73.75 | 73.25 | 0.25- | 73.25 | 73.00 | 07/10 |
| 72.25 | 73.75 | 73.50 | 0.25- | 73.00 | 72.75 | 07/11 |
| 72.25 | 73.50 | 73.00 | 0.50 | 72.75 | 73.25 | 07/14 |
| 73.00 | 73.75 | 73.25 | 0.25 | 73.25 | 73.50 | 07/15 |
| 73.25 | 73.75 | 73.25 | 0.25 | 73.50 | 73.75 | 07/16 |
| 72.00 | 72.75 | 72.75 | 1.50- | 73.75 | 72.25 | 07/17 |
| 71.00 | 72.50 | 72.25 | 0.75- | 72.25 | 71.50 | 07/18 |
| 71.00 | 71.75 | 71.50 | 0.25 | 71.50 | 71.75 | 07/21 |
| 71.50 | 72.00 | 71.75 | 0.25 | 71.75 | 72.00 | 07/22 |
| 71.00 | 71.75 | 71.75 | 0.50- | 72.00 | 71.50 | 07/23 |
| 71.25 | 71.75 | 71.25 | 0.00 | 71.50 | 71.50 | 07/24 |
| 71.50 | 72.00 | 71.50 | 0.25 | 71.50 | 71.75 | 07/25 |
| 71.75 | 72.75 | 72.00 | 0.25 | 71.75 | 72.00 | 07/28 |
| 71.75 | 72.25 | 72.00 | 0.25- | 72.00 | 71.75 | 07/29 |
| 71.75 | 72.75 | 72.00 | 0.75 | 71.75 | 72.50 | 07/30 |
| 72.25 | 73.00 | 72.75 | 0.25 | 72.50 | 72.75 | 07/31 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، جويلية 2012.

الملحق رقم (16): تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر أوت 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 72.50 | 73.00 | 72.75 | 0.00 | 72.75 | 72.75 | 1 أوت |
| 73.25 | 74.00 | 73.25 | 1.00 | 72.75 | 73.75 | 08/04 |
| 73.25 | 74.25 | 73.75 | 0.50- | 73.75 | 73.25 | 08/05 |
| 73.00 | 73.75 | 73.25 | 0.00 | 73.25 | 73.25 | 08/06 |
| 72.75 | 73.75 | 73.25 | 0.25 | 73.25 | 73.50 | 08/07 |
| 73.50 | 74.00 | 73.75 | 0.25 | 73.50 | 73.75 | 08/08 |
| 73.75 | 74.25 | 73.75 | 0.00 | 73.75 | 73.75 | 08/11 |
| 73.25 | 74.00 | 73.75 | 0.00 | 73.75 | 73.75 | 08/12 |
| 73.00 | 73.75 | 73.50 | 0.50- | 73.75 | 73.25 | 08/13 |
| 73.00 | 73.75 | 73.50 | 0.00 | 73.25 | 73.25 | 08/14 |
| 73.25 | 73.50 | 73.50 | 0.25 | 73.25 | 73.50 | 08/15 |
| 73.75 | 74.25 | 74.00 | 0.50 | 73.50 | 74.00 | 08/25 |
| 73.75 | 74.25 | 74.25 | 0.25- | 74.00 | 73.75 | 08/26 |
| 73.75 | 74.25 | 74.00 | 0.25 | 73.75 | 74.00 | 08/27 |
| 73.75 | 74.25 | 73.75 | 0.00 | 74.00 | 74.00 | 08/28 |
| 73.75 | 74.00 | 73.75 | 0.25- | 74.00 | 73.75 | 08/29 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، أوت 2012.

الملحق رقم (17): تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر سبتمبر 2012

| التاريخ | إقفال | إقفال سابق | التغير | الافتتاح | الأعلى | الأدنى |
|---------|-------|------------|--------|----------|--------|--------|
| 09/01 | 74.00 | 73.75 | 0.25 | 74.00 | 75.50 | 74.00 |
| 09/02 | 73.50 | 74.00 | 0.50- | 74.00 | 74.25 | 73.50 |
| 09/03 | 73.75 | 73.50 | 0.25 | 73.50 | 74.00 | 73.50 |
| 09/04 | 73.75 | 73.75 | 0.00 | 73.75 | 74.00 | 73.25 |
| 09/05 | 73.75 | 73.75 | 0.00 | 73.75 | 74.00 | 73.25 |
| 09/08 | 74.25 | 73.75 | 0.50 | 74.00 | 74.25 | 73.75 |
| 09/09 | 74.00 | 74.25 | 0.25- | 74.25 | 74.25 | 73.75 |
| 09/10 | 73.75 | 74.00 | 0.25- | 74.00 | 74.00 | 73.50 |
| 09/11 | 73.75 | 73.75 | 0.00 | 73.50 | 74.00 | 73.50 |
| 09/12 | 73.75 | 73.75 | 0.00 | 73.50 | 74.00 | 73.50 |
| 09/15 | 74.00 | 73.75 | 0.25 | 73.50 | 74.00 | 73.50 |
| 09/16 | 73.75 | 74.00 | 0.25- | 73.75 | 74.00 | 73.50 |
| 09/17 | 73.50 | 73.75 | 0.25- | 74.00 | 74.00 | 73.50 |
| 09/18 | 73.25 | 73.50 | 0.25- | 74.00 | 73.75 | 73.00 |
| 09/19 | 73.00 | 73.25 | 0.25- | 73.75 | 73.75 | 73.00 |
| 09/22 | 73.25 | 73.00 | 0.25 | 73.25 | 73.25 | 72.75 |
| 09/24 | 72.75 | 73.25 | 0.50- | 73.00 | 73.25 | 72.00 |
| 09/25 | 72.25 | 72.75 | 0.50- | 73.50 | 72.75 | 71.75 |
| 09/26 | 71.50 | 72.25 | 0.75- | 72.25 | 72.50 | 71.25 |
| 09/29 | 71.00 | 71.50 | 0.50- | 71.25 | 71.25 | 70.50 |
| 09/30 | 71.25 | 71.00 | 0.25 | 71.00 | 71.50 | 70.75 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، سبتمبر 2012.

الملحق رقم (18): تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر أكتوبر 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 71.75 | 72.00 | 71.75 | 0.50 | 71.25 | 71.75 | 10/01 |
| 71.00 | 72.25 | 72.00 | 0.25- | 71.75 | 71.50 | 10/02 |
| 71.00 | 71.75 | 71.25 | 0.25- | 71.50 | 71.25 | 10/03 |
| 71.00 | 71.75 | 71.25 | 0.00 | 71.25 | 71.25 | 10/06 |
| 70.75 | 71.50 | 71.25 | 0.00 | 71.25 | 71.25 | 10/07 |
| 67.25 | 71.25 | 71.00 | 2.00- | 71.25 | 69.25 | 10/08 |
| 68.00 | 69.50 | 69.25 | 0.75- | 69.25 | 68.50 | 10/09 |
| 68.25 | 70.25 | 68.50 | 1.75 | 68.50 | 70.25 | 10/10 |
| 68.75 | 70.50 | 70.25 | 1.25- | 70.25 | 69.00 | 10/13 |
| 68.00 | 68.75 | 68.50 | 0.75- | 69.00 | 68.25 | 10/14 |
| 68.00 | 69.75 | 68.00 | 1.00 | 68.25 | 69.25 | 10/15 |
| 69.00 | 70.75 | 69.00 | 1.00 | 69.25 | 70.25 | 10/16 |
| 70.25 | 71.00 | 70.50 | 0.25 | 70.25 | 70.50 | 10/17 |
| 70.25 | 70.75 | 70.50 | 0.00 | 70.50 | 70.50 | 10/20 |
| 70.25 | 70.75 | 70.50 | 0.25- | 70.50 | 70.25 | 10/21 |
| 69.75 | 70.50 | 70.25 | 0.50- | 70.25 | 69.75 | 10/22 |
| 69.00 | 70.00 | 69.75 | 0.25- | 69.75 | 69.50 | 10/23 |
| 69.25 | 70.25 | 69.25 | 0.75 | 69.50 | 70.25 | 10/24 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، أكتوبر 2012.

الملحق رقم (19): تطور سعر سهم مصرف الراجحي خلال شهر نوفمبر 2012

| الأدنى | الأعلى | الافتتاح | التغير | إقفال سابق | إقفال | التاريخ |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 69.75 | 70.25 | 70.00 | 0.50- | 70.25 | 69.75 | 11/03 |
| 69.25 | 69.75 | 69.75 | 0.25- | 69.75 | 69.50 | 11/04 |
| 69.50 | 70.25 | 69.50 | 0.25 | 69.50 | 69.75 | 11/05 |
| 69.75 | 70.25 | 69.75 | 0.25 | 69.75 | 70.00 | 11/06 |
| 70.00 | 70.50 | 70.00 | 0.25 | 70.00 | 70.25 | 11/07 |
| 69.50 | 70.00 | 69.75 | 0.50- | 70.25 | 89.75 | 11/10 |
| 69.50 | 70.00 | 70.00 | 0.25- | 89.75 | 69.50 | 11/11 |
| 69.25 | 69.75 | 69.50 | 0.25- | 69.50 | 69.25 | 11/12 |
| 69.25 | 70.00 | 69.25 | 0.25 | 69.25 | 69.50 | 11/13 |
| 69.50 | 70.00 | 69.75 | 0.25 | 69.50 | 69.75 | 11/14 |
| 69.00 | 69.75 | 69.75 | 0.50- | 69.75 | 69.25 | 11/17 |
| 68.75 | 69.25 | 69.25 | 0.00 | 69.25 | 69.25 | 11/18 |
| 67.00 | 69.25 | 69.00 | 1.00- | 69.25 | 68.25 | 09/19 |
| 68.00 | 68.75 | 68.25 | 0.00 | 68.25 | 68.25 | 11/20 |
| 67.50 | 68.75 | 68.00 | 0.25- | 68.25 | 68.00 | 11/21 |
| 67.00 | 68.25 | 68.25 | 0.75- | 68.00 | 67.25 | 11/24 |
| 67.75 | 67.50 | 67.25 | 0.75- | 67.25 | 66.50 | 11/25 |
| 65.00 | 66.75 | 66.50 | 1.00- | 66.50 | 65.50 | 11/26 |
| 61.00 | 65.75 | 65.75 | 2.00- | 65.50 | 63.50 | 11/27 |
| 63.25 | 65.25 | 63.50 | 0.50 | 63.50 | 64.00 | 11/28 |

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على موقع الإنترنت www.asmainfo.com، نوفمبر 2012.

الملخص:

يتمثل هدف هذا البحث في دراسة مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق. و لتحقيق هذا الهدف قسمت الدراسة إلى جزأين؛ جزء نظري تضمن عرضاً لمختلف أساليب التحليل الاستثماري (الأساسي والفني)، وجزء تطبيقي خصص لإبراز كيفية تطبيق التحليل الفني على سوق الأسهم السعودي لما له من خصائص تميزه من حيث القيمة السوقية وحيث حجم التداول. وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعتبر نماذج السعر أداة فعالة لتحديد الاتجاهات والأسعار في السوق السعودي، كما أنها تساعد على تحديد المستويات المستهدفة للأسعار.
 - يعد مؤشر البولنجر باوند من بين المؤشرات الفنية التي لها القدرة على تحديد المستويات المستهدفة للارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر أو أسعار الأسهم السعودية.
 - يمكن للمستثمر في سوق الأسهم السعودي الاعتماد على مجموعة من المؤشرات الفنية من أجل تحديد نقاط الدخول والخروج من السوق. و قد يحتاج المستثمر إلى إتباع أكثر من أداة فنية أو مؤشر فني لتأكيد إشارات البيع أو الشراء .
- الكلمات المفتاحية:** التحليل الفني، التحليل الأساسي، نماذج السعر الفنية، المؤشرات الفنية، الاتجاه، الأسعار المستقبلية، نظرية داو.

Résumé :

L'objectif de cette recherche est de présenter la capacité de l'analyse technique dans la prédiction des prix des actifs financiers et les tendances des marchés.

L'étude a été divisée en deux parties, la première est théorique a étudié les différents méthodes de l'analyse d'investissement (Fondamentale et Techniques) et l'autre pratique a démontré l'application de l'analyse technique dans le marché financiers Saoudien vue ses caractéristiques (market value, volume de transaction ...).

L'étude a abouti aux résultats suivants :

- Les figures chartistes sont considérées comme un moyen efficace pour définir les tendances et les prix des actions Saoudien.
- L'indicateur Bands Bollinger est considéré comme étant l'un des indicateurs techniques qui a la capacité de définir les niveaux cibles pour l'augmentation et la baisse de la valeur de l'indice et les prix des actions.
- L'investisseur dans le marché Saoudien peut compter sur un ensemble des indicateurs techniques pour définir les points d'entrée- sortie du marché.

Les mots clés : analyse technique, analyse fondamentale, figures chartiste, indicateurs technique, tendance, prix futurs, la théorie de Dow.

Abstract:

The objective of this research is to the study the ability of the Technical Analysis to predict the price of financial assets and markets trends. To achieve this objective the study was divided into two parts; a theoretical part that consist of a presentation of the various methods of investment analysis (Fundamental and technical); and a second one (applied) which is devoted to highlight the application of Technical Analysis.

The main conclusions of the study are:

- The prices patterns are an effective tool to determine the trends and the prices in the Saudi market it also helps to identify the target levels of price.
- The Bollinger Bands is one of technical indicators that have the ability to determine the target levels (rise or fall) in value of index or shares.
- The investor in the Saudi stock market can use many technical indicators to determine the inner and outer points for the market.

Key words: Technical analysis, Fundamental analysis, prices patterns, technical indicators, trends, future prices, Dow Theory.