



الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المحاسبة

أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي

دراسة ميدانية

مرسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في المحاسبة

إعداد الطالب:

أمين فؤاد سوسق

إشراف الأستاذ الدكتور:

اسماعيل اسماعيل

١٤٣٢هـ - ٢٠١١م

**Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Accounting Department**



**Impact Of Technical Analysis On The Decision
Of Investors In The Financial Market
Field Study**

Study Prepared For The Master's Degree In Accounting

**Prepared by:
Ayman Fouad Sawsak**

**Supervision by Prof,Dr:
Ismail Ismail**

2011



جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المحاسبة

الاستبانة

الأستاذ الفاضل / الأستاذة الفاضلة .

تحية طيبة وبعد :

أضع بين أيديكم هذا الاستبيان الذي تم إعداده استكمالاً لنيل درجة الماجستير في المحاسبة من كلية الاقتصاد في جامعة دمشق بعنوان :

" اثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي "

دراسة ميدانية

أرجو التكرم بالإجابة على الأسئلة المطروحة وتزويد الباحث بآرائكم القيمة ، ويأمل الباحث أن تغني إجاباتكم وترفع من المستوى العلمي لهذا البحث، والذي تأتي أهميته بشكل كبير بعد البدء بأعمال التداول في سوق دمشق للأوراق المالية . حيث أن نتائج هذا البحث يمكن أن تكون هادياً ومرشداً للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية .

مع العلم أن جميع الأسئلة المطروحة ضمن هذا الاستبيان لأغراض البحث العلمي وإجاباتكم ستكون محاطة بالسرية الكاملة ولن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي .

شكراً لتعاونكم وحسن استجابتكم

الباحث : أ.م.م. سوسن

تتكون أسئلة الاستبيان من قسمين ، يتعلق القسم الأول بالجوانب الشخصية للمجيبين ، بينما يتعلق القسم الثاني بأسئلة ذات علاقة بمتغيرات الدراسة :

القسم الأول : البيانات الشخصية :

١. المؤهل العلمي :

□ أقل من ثانوي □ ثانوي □ دبلوم □ بكالوريوس □ ماجستير □ دكتوراه

٢. التخصص العلمي :

٣. مجال العمل الوظيفي:

٤. مدة الاستثمار في السوق :

□ ست أشهر وأقل من سنة □ سنة وأقل من ثلاث سنوات

□ ثلاث سنوات وأقل من خمس سنوات □ أكثر من خمس سنوات

٥. مدة الاحتفاظ بالورقة المالية :

□ أقل من شهر □ شهر وأقل من ثلاث أشهر

□ ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر □ ست أشهر وأقل من سنة □ سنة فأكثر

٦. حجم استثمارك في السوق :

□ ١٠٠ ألف وأقل من ٥٠٠ ألف □ ٥٠٠ ألف وأقل من مليون

□ مليون وأقل من ٥ مليون □ ٥ مليون وما فوق

القسم الثاني : الأسئلة :
أولاً : يعتمد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم.

الرقم	البيان	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
١	هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .					
٢	هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذك القرار الاستثماري .					
٣	هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .					
٤	هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري .					
٥	هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .					
٦	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة.					
٧	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .					
٨	هل تلجأ إلى شركات الوساطة المالية والمختصين عند اتخاذك القرار الاستثماري .					
٩	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.					
١٠	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.					

ثانياً :لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليل الفني مما يؤثر سلباً على اعتمادهم على التحليل الفني اتخاذ قراراتهم .

الرقم	البيان	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
١	هل يعتبر ارتفاع نسبة البيع على المكشوف مؤشراً لارتفاع الأسعار في المستقبل .					
٢	هل يعتبر ارتفاع مؤشر الثقة بارون مؤشراً لارتفاع الأسعار في المستقبل .					
٣	هل تعتقد أن مؤشر الارتفاع والانخفاض عند نسبة ٣٥% مؤشراً جيداً للشراء .					
٤	هل يعتبر الاتجاه الصاعد في خرائط النقطة والشكل مؤشراً جيداً للشراء .					
٥	هل يعتبر الاتجاه الصاعد لسعر السهم والمتوسط المتحرك للسهم مؤشراً جيداً للشراء					
٦	هل يعتبر انخفاض مؤشر القوة النسبية إلى ما دون ٣٠ % مؤشراً جيداً للشراء .					
٧	هل يعتبر ارتفاع مؤشر القوة النسبية إلى ما فوق ٧٠ % مؤشراً جيداً للبيع .					
٨	هل يعتبر وصول الأسعار إلى مستوى الدعم مؤشراً جيداً للشراء .					
٩	هل يشير وجود الشمعة البيضاء إلى أن السوق في حالة صعود .					
١٠	هل يشير وجود شمعة الاختراق إلى أن السوق في حالة صعود .					

ثالثاً : تتوقف درجة الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار على عدة عوامل منها درجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين والإشاعات في السوق سواء الايجابية أو السلبية .

الرقم	البيان	دائماً	غالباً	أحياناً	نادراً	أبداً
١	هل تؤثر الإشاعات السائدة في السوق على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري					
٢	هل تؤثر نصائح الأصدقاء على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .					
٣	هل تؤثر الأخبار المنشورة في وسائل الإعلام على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .					
٤	هل تؤثر المعلومات المنشورة عن القطاع الذي تستثمر فيه على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري.					
٥	هل تؤثر المعلومات المنشورة عن الشركة (مركزها التنافسي ، أعضاء مجلس إدارتها ، كفاءة إدارة الشركة ، جودة المنتجات) على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .					
٦	هل قلة عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري.					
٧	هل يؤثر حجم التداول على الشركات المدرجة في سوق دمشق على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري.					
٨	هل تمتع جميع المستثمرين بالمساواة التامة في الحصول على المعلومات تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .					
٩	هل استجابة سوق دمشق للأخبار والبيانات المالية بالسرعة الكافية تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .					
١٠	هل تؤثر تكاليف الوساطة ونقل الملكية والضرائب على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .					



لجنة المناقشة والحكم

تشكلت لجنة المناقشة والحكم من السادة:

١ - الدكتور : إسماعيل إسماعيل عضواً مشرفاً

الأستاذ في قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

٢ - الدكتور : بطرس ميالة عضواً

الأستاذ في قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

٣ - الدكتور : عبد الرحمن مرعي عضواً

الأستاذ المساعد في قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

{ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ
وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَى عَالِمِ الْغَيْبِ
وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ }

سُورَةُ التَّوْبَةِ

سورة التوبة: الآية رقم ١٠٥

الاهداء

إلى من وصى بها الله في محكم آياته..... والدي أطال الله في عمرهما

إلى من أشروا الله بهم أنزلي..... إخوتي حفظهم الله

إلى كل من أحببهم في الله وأحبوني فيه..... بأصدقائي وفقهم الله

أنهدي هذا الجود المتواضع...

الباحث

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين ، والصلاة والسلام على سيدنا محمد ، وعلى آله وأصحابه أجمعين. الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله . وأشكره تعالى جلّ في علاه على نعمته وتوفيقه في إنجاز هذه الدراسة، ولله الحمد والمنة . اللهم علّمنا ما ينفعنا وانفعنا بما علّمتنا وزدنا علماً وعملاً. وبعد

يطيب لي أن أتقدم بجزيل شكري وعظيم امتناني للأستاذ الفاضل الدكتور إسماعيل إسماعيل لتفضله بتحمل عناء الإشراف على هذه الدراسة. والذي كان له الفضل الكبير في إعداد هذا البحث المتواضع منذ أن كان فكرة وحتى أصبح أطروحة في متناول اليد، والذي كان ولا زال يدعمني بنصائحه وتوجيهاته السديدة فله مني جل الشكر والتقدير وعميق الامتنان وجزاه الله كل خير.

وبمزيد من التقدير أتقدم بشكري للأستاذة الأفاضل الدكتور بطرس ميالة والدكتور عبد الرحمن مرعي أعضاء لجنة الحكم على تكريمهم بقراءة وتقييم ومناقشة هذه الدراسة و إثرائها بآرائهم .

ويقتضي واجب العرفان بالجميل أن أتقدم بالشكر والتقدير إلى كل من أسدى إلي نصحاً، أو قدم لي عوناً في سبيل تقديم هذا الجهد المتواضع، إلى كل من لم يخل عن إرشادي وتوجيهي، إلى كل من بذل ما في وسعه لم يد العون لي فحزاهم الله كل خير.

الفهرس

الموضوع	
أ	موافقة لجنة الحكم
ب	آية قرآنية
ج	إهداء
د	شكر وتقدير
هـ-ح	قائمة المحتويات
ط	قائمة الأشكال
ي	قائمة الجداول
ك	الملخص باللغة العربية
٨-١	الإطار العام للدراسة
٢	مقدمة
٣	مشكلة الدراسة
٤	أهمية الدراسة
٤	هدف الدراسة
٤	فروض الدراسة
٤	منهجية الدراسة
٥	مجتمع وعينة الدراسة
٥	الدراسات السابقة
٨	خصوصية البحث
٦٨-٩	الفصل الأول: التحليل الفني
٢٤-١٠	المبحث الأول : مفهوم التحليل الفني
١١	أولاً : تعريف التحليل الفني
١٥	ثانياً : فلسفة التحليل الفني
١٧	ثانياً : الافتراضات الأساسية للتحليل الفني
١٨	ثالثاً : مزايا التحليل الفني
١٨	رابعاً : التحديات والانتقادات التي تواجه التحليل الفني
٢٠	خامساً : فروع التحليل الفني

٢٢	سادساً : أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
٣٨-٢٥	المبحث الثاني : نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني
٢٦	أولاً : نظرية داو Dow Theory
٢٩	ثانياً : فلسفة تحليلات جان William D. Gann
٣٢	ثالثاً : نظرية أمواج إليوت Elliott Waves Theory
٣٧	رابعاً : نظرية الرأي المخالف Contrary Opinion Theory
٦٧-٣٩	المبحث الثالث : أدوات التحليل الفني
٤٤-٤٠	أولاً : أدوات التحليل الفني لأسعار السوق :
٤٠	١. مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين Investor Sentiment
٤٢	٢. مقاييس وجهة النظر المضادة Contrary Opinion
٤٣	٣. مقاييس المستثمر المحترف Professional Investor
٦٨-٤٥	ثانياً : أدوات التحليل الفني لسعر السهم :
٤٥	١. خرائط النقطة والشكل Point And Figure Charts
٤٧	٢. مؤشر المتوسط المتحرك Moving Average
٥١	٣. مؤشر القوة النسبية (RSI) Relative Strength Index
٥٣	٤. خريطة القوة النسبية للسهم Relative Strength Chart
٥٣	٥. خرائط الأعمدة Bar Chart
٥٧	٦. خرائط الخطوط Line Chart
٥٨	٧. مؤشر التذبذب (التأرجح) Oscillator
٥٩	٨. الشموع اليابانية Japanese Candlesticks
١٢٤-٦٩	الفصل الثاني : الاستثمار في سوق الأوراق المالية
٩٠-٧٠	المبحث الأول : مقدمة في الأسواق المالية
٧١	أولاً : مفهوم الأسواق المالية
٧٧	ثانياً : المتعاملون في الأسواق المالية
٨٣-٨٠	ثالثاً : الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية :
٨٠	١. الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود
٨١	٢. الأوراق المالية محل التعامل في سوق رأس المال
٨٥-٨٤	رابعاً : آليات التعامل في الأسواق المالية :
٨٤	١. حجم الأوامر

٨٤	٢. أنواع الأوامر
٩٠-٨٦	خامساً : مؤشرات الأسواق المالية :
٨٦	١. الاستخدامات والمزايا التي تقدمها مؤشرات سوق المال
٨٧	٢. أنواع المؤشرات
٨٨	٣. كيفية بناء المؤشر
٩٠	٤. بعض المؤشرات في الأسواق المالية العربية والعالمية
١٠٤-٩١	المبحث الثاني : كفاءة الأسواق المالية
٩٣	أولاً : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
٩٨-٩٥	ثانياً : أنواع كفاءة السوق :
٩٥	أ - الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market
٩٧	ب- الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient Market
٩٩-٩٨	ثالثاً : متطلبات كفاءة السوق :
٩٨	١. كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) Operational Efficiency
٩٨	٢. كفاءة التسعير أو المعلومات (الكفاءة الخارجية) Price Efficiency
١٠٣-٩٩	رابعاً مستويات كفاءة السوق :
٩٩	١. المستوى الضعيف للكفاءة Weak From Efficiency
١٠١	٢. المستوى نصف القوي للكفاءة Semi – Strong From Efficiency
١٠٢	٣. المستوى القوي للكفاءة Strong From Efficiency
١٠٣	خامساً : العلاقة بين كفاءة السوق وسيولتها
١٠٤	سادساً : أسباب عدم كفاءة السوق
١٢١-١٠٥	المبحث الثالث : أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية
١٠٦	أولاً : مفهوم الاستثمار
١٠٨	ثانياً : أنواع الاستثمار
١٠٩	ثالثاً : أنواع القرارات الاستثمارية
١١٦-١٠٩	رابعاً : محددات الاستثمار في الأوراق المالية
١١٠	١. العائد على الاستثمار وقياسه
١١١	٢. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
١١٨-١١٧	خامساً : استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية
١٢١-١١٩	سادساً : إستراتيجية الاستثمار في ظل فروض كفاءة السوق :

١١٩	١. إستراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق
١٢٠	٢. إستراتيجية الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة السوق
١٤٧-١٢٢	الفصل الثالث : الدراسة الميدانية
١٢٩-١٢٣	المبحث الأول: جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليلها
١٢٣	أولاً: منهج الدراسة
١٢٣	ثانياً: المجتمع الأصلي للدراسة وعينتها
١٢٥	ثالثاً: أداة الدراسة
١٢٦	رابعاً: اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها
١٢٩	خامساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات
١٤٧-١٣٠	المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفروض
١٣٠	أولاً : هل يعتمد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم
١٤٢	ثانياً : لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليل الفني مما يؤثر سلباً على اتخاذ قراراتهم
١٤٤	ثالثاً: تتوقف درجة الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار على عدة عوامل منها درجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين والإشاعات في السوق .
١٥٢-١٤٨	النتائج والتوصيات
١٤٩	النتائج
١٥١	التوصيات
١٦٠-١٥٣	قائمة المراجع
١٦١	الملاحق
	الملخص باللغة الإنجليزية

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
١	أمواج إليوت (Elliott)	٣٢
٢	بنية أمواج إليوت (Elliott)	٣٥
٣	خريطة النقطة والشكل	٤٦
٤	مؤشر الماكد	٥٠
٥	خرائط الأعمدة	٥٤
٦	خارطة قمة الرأس والأكتاف	٥٥
٧	خريطة المستويات المساعدة والمقاومة	٥٦
٨	تحول الدعم إلى مقاومة وتحول المقاومة إلى دعم	٥٧
٩	مكونات الشموع اليابانية	٥٩
١٠	شمعة المطرقة Hammer	٦١
١١	شمعة الرجل المشنوق Hanging Man	٦١
١٢	شمعة الشهاب shooting star	٦٢
١٣	شمعة الدوجي Doji	٦٢
١٤	شمعة المربوز MARUBOZU	٦٣
١٥	شمعة الحصار الصاعد (الشمعة البالعة) Bullish Engulfing	٦٣
١٦	شمعة الاختراق Piercing Pattern	٦٤
١٧	شمعة المرأة الحامل Harami	٦٤
١٨	شمعة نجمة الصباح Morning Star	٦٥
١٩	شمعة نجمة المساء Evening Star	٦٦
٢٠	شمعة الغريان الثلاثة السود و شمعة الجنود الثلاثة البيض	٦٦
٢١	الفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	٩٧
٢٢	العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني.	١٤٣
٢٣	العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري والإشاعات.	١٤٧

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
١	المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	٢٤
٢	مقاييس مؤشر RSI	٥٢
٣	الشموع اليابانية	٦٧
٤	بعض المؤشرات العربية و العالمية	٩٠
٥	العينة المستهدفة	١٢٣
٦	المؤهل العلمي لأفراد العينة	١٢٤
٧	التخصص العلمي لأفراد عينة الدراسة	١٢٤
٨	مدة الاستثمار في السوق لأفراد عينة الدراسة	١٢٤
٩	مدة الاحتفاظ بالورقة المالية لأفراد عينة الدراسة	١٢٥
١٠	حجم الاستثمار لأفراد عينة الدراسة	١٢٥
١١	ارتباطات بعد التحليل الفني مع بنوده	١٢٦
١٢	ارتباطات لبعد الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني مع بنوده	١٢٦
١٣	ارتباطات ببعد العوامل المؤثرة على الاعتماد على التحليل الفني مع بنوده	١٢٧
١٤	الارتباطات بين المجموع الكلي والأبعاد الفرعية	١٢٧
١٥	معاملات الثبات للمقياس وأبعاده	١٢٨
١٦	دلالات الاستبانة	١٣٠
١٧	متوسط أسئلة الاعتماد على التحليل الفني لكل سؤال لأفراد العينة	١٣٠-١٣١
١٨	دراسة الفروق تبعاً للمؤهل العلمي للفرضية الأولى لأفراد العينة	١٣٢-١٣٣
١٩	دراسة الفروق تبعاً للتخصص العلمي للفرضية الأولى لأفراد العينة	١٣٤-١٣٥
٢٠	دراسة الفروق تبعاً لمدة الاستثمار في السوق للفرضية الأولى لأفراد العينة	١٣٦-١٣٧
٢١	دراسة الفروق تبعاً لمدة الاحتفاظ بالورقة المالية للفرضية الأولى لأفراد العينة	١٣٨-١٣٩
٢٢	دراسة الفروق تبعاً لحجم الاستثمار للفرضية الأولى لأفراد العينة	١٤٠-١٤١
٢٣	متوسط أبعاد الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني لأفراد العينة	١٤٢
٢٤	العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني.	١٤٢
٢٥	العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري و الإشاعات في السوق ودرجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين .	١٤٤
٢٦	نتائج تبين الاعتماد على التحليل الفني وكل بعد على حدة	١٤٦

أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي " دراسة ميدانية "

إعداد الطالب :أيمن فؤاد سوسق

إشراف الأستاذ الدكتور :اسماعيل اسماعيل

ملخص الدراسة :

تهدف الدراسة إلى تحديد أهمية ودور التحليل الفني في اتخاذ القرارات عند المستثمرين و دراسة العوامل المؤثرة على مدى اعتماد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم و دراسة اتجاه المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم .

و تتبع أهمية الدراسة من خلال تسليط الضوء على دور التحليل الفني وأهميته في اتخاذ قرار الاستثمار من خلال دراسة سلوك المستثمرين في اتخاذ قراراتهم والأسس المتبعة في اتخاذ قراراتهم ومدى اعتمادهم على التحليل الفني .و بحثت الدراسة في جانبها النظري مفهوم التحليل الفني وأدواته لسعر السهم والسوق ونظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني . كما تناولت الدراسة مفهوم الأسواق المالية وأساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية .

و انسجماً مع أهداف وفرضيات الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي وتتكون الدراسة من جانبين هما الدراسة النظرية من خلال الاستعانة بالمراجع والدوريات العربية والأجنبية وغيرها من مصادر المعلومات و الدراسة الميدانية من خلال توزيع الاستبيان على المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية والعاملين في شركات الوساطة المالية والباحثين المهتمين بالتحليل الفني . واهم ما خلصت إليه الدراسة من نتائج :

١. عدم الاعتماد على التحليل الفني بشكل أساسي وعدم التأثير بنتائج تحليل المؤشرات الفنية عند اتخاذ القرار الاستثماري و الاعتماد على التحليل الأساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري .
٢. ضعف الثقة بنتائج التحليل الفني والثقة بدرجة اكبر في نتائج التحليل الأساسي .
٣. يتوقف مدى الاعتماد على التحليل الفني عند اتخاذ القرار الاستثماري على عدد من العوامل من أهمها المؤهل والتخصص العلمي ومدة الاستثمار في السوق ومدة الاحتفاظ بالورقة المالية .
٤. لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني مما يؤثر سلباً على اعتمادهم على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم .
٥. تؤثر الأخبار المنشورة في وسائل الإعلام على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بشكل سلبي، وهذا بدوره يدل على التأثير الكبير الذي تلعبه وسائل الإعلام في اتخاذ القرار الاستثماري .
٦. تؤثر الإشاعات السائدة في السوق ونصائح الأصدقاء و قلة الشركات المدرجة وقلة حجم التداول في سوق دمشق بشكل سلبي على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري .

منهج البحث:

المقدمة

مشكلة البحث

أهمية البحث

أهداف البحث

فرضيات البحث

منهجية البحث

مجتمع وعينة الدراسة

الدراسات السابقة

خصوصية البحث

المقدمة:

تعتبر مساهمة الأسواق المالية في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، أي في توجيه الاستثمارات إلى المجالات الأكثر ربحية من أهم الأسباب التي تستدعي وجود السوق المالي وتنظيم عملها فالأسواق المالية في أي دولة فرصة استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية. ويُعد الاستثمار المحرك الأساسي للاقتصاد في نموه واستقراره ويمثل الاستثمار في الأسهم أحد مجالات الاستثمارات الجيدة التي تلقى قبولاً متزايداً من جميع فئات المجتمع لما تحققه من عوائد مجزية وخصوصاً إذا تم استثمارها بأساليب علمية صحيحة، حيث يهتم المستثمر أولاً بمعدل العائد الذي يتقاضاه مقابل المخاطر التي يتحملها نتيجة لاستثماره في الأسهم، بالتالي فإن المستثمر يحتاج لترشيد قراراته الاستثمارية وإلى معرفة العوامل التي على أساسها يتم اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي . فللاستثمار في الأوراق المالية فن له أصوله ويقوم على أسس علمية ثابتة أفرزتها التجارب السابقة وأحدثت بها الابتكارات والاختراعات الكثير من التطوير والتحديث، وكان للتطور التكنولوجي وثورة الاتصالات عميق الأثر في هذا الشأن .

فالمعاملين في أسواق الأوراق المالية يحتاجون قبل اتخاذ قراراتهم بالبيع والشراء إلى تحسس المستقبل ومحاولة معرفة أسعار الأوراق المالية ومن هنا ظهرت أهمية التوقع أو التنبؤ بمسقبل أسعار الأوراق المالية استناداً إلى ما هو متوفر من بيانات .

وبشكل عام لا يكفي أن تتوافر البيانات بل لا بد من الاستناد إلى قانون أو فرض نظري يفسر العلاقات بين الظواهر . فلا يمكن الاعتماد على البيانات دون الخوض فيما ورائها معتمدين بذلك على مجموعة من الفروض والنظريات ومن هنا طرحت قضية التحليل المالي .

واهتم المستثمرون بالتحليل المالي حيث يهدف المستثمرون الماليون من وراء استثماراتهم في الأوراق المالية إلى تعظيم مكاسبهم ومنافعهم وزيادة ثرواتهم ، ولتحقيق ذلك لابد لهم من توفر أدوات منهجية تساعدهم في اتخاذ القرارات المرتبطة بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ حسب كل حالة ضمن السياسة والإستراتيجية المتبعة في إدارة استثماراتهم .

حيث يمكن للمستثمرين استخدام المدخل الأساسي أو المدخل الفني لاختيار الأوراق المالية حيث يركز المدخل الأساسي على الظروف الاقتصادية مثل مستوى الـ توظيف والنمو الاقتصادي والظروف المالية مثل مستوى واتجاه التغيرات في أسعار الفائدة وبيحث المدخل أيضاً في مدى قدرة المنشأة على الكسب وربحيته وإمكانات نموها ومصادر تمويلها ويقارن المحللون الذين

يستخدمون هذه الطريقة بين منشآت الصناعة الواحدة للتعرف على المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل وإمكانات نمو قوية و يتم التركيز في ظل هذا المدخل على الأداء الاقتصادي للمنشأة وإمكانية تحسن وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها ، وتعتبر النسب والبيانات المالية والملاحظات الذكية هي الأدوات الرئيسية للمدخل الأساسي .

ويقوم المدخل الفني على دراسة الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي ويحاول هذا المدخل التعرف على الاستثمارات الممتازة من خلال تحليل الأداء السعري وحجم التداول في الأوراق المالية للمنشأة ، وهذا النوع من التحليل يركز على الاتجاهات السعرية والانحرافات التي تحدث في الأسعار أو أحجام التداول العادية ، فهو لا يعنى بتحديد السعر الحقيقي للسهم ولا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة مثل الأخبار الاقتصادية وغيرها ذلك لأنه ينصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلالها تحديد التوقيت السليم للقرار فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل . هذا هو الأساس الذي يقوم عليه التحليل الفني وكما يبدو فإنه يبتعد كثيراً عن التحليل الأساسي.

مشكلة البحث:

مما سبق نجد أن كلا المدخلين يحاولان التعرف على الأوراق المالية لشرائها ، إلا إن هناك اختلاف كبير بينهما، ففي حين أن مدخل التحليل الأساسي يركز على تحديد القيمة الحقيقية للسهم من خلال دراسة العوامل التي يتوقع أن تؤثر على العوائد المتوقعة للسهم ومخاطر الاستثمار فيها والتي ترتبط بالأحداث الدولية وبالظروف الاقتصادية العامة وبالصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم وبالشركة نفسها ، وبعد تحديد القيمة الحقيقية للسهم يقارن المحللون الأساسيين بين القيمة الحقيقية للسهم وبين سعره السوقي وبنتيجه المقارنة ينصح بشراء السهم أو بيعه . أما مدخل التحليل الفني ينطلق من الفكرة القائلة بأن التاريخ يعيد نفسه ، أي أن النماذج السابقة لتحركات أسعار الأسهم تميل لتكرار نفسها في المستقبل ، وبالتالي فإن تحليل سلوك سعر السهم في الماضي يعد أمراً ضرورياً لمعرفة التغير المتوقع في سعر السهم ولا يولي التحليل الفني اهتماماً كبيراً إلى ظروف السوق ، وبنتيجه ذلك ينصح بشراء السهم أو بيعه .

وانطلاقاً مما سبق تتكون مشكلة البحث في التساؤلين التاليين ؟

١. ما مدى اعتماد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم ؟
٢. ماهي العوامل المؤثرة على اعتماد المستثمرين على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم؟

أهمية البحث:

نظراً لنقص الوعي الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية فيما يخص عملية تداول الأسهم في السوق والتي قد تتسبب بشكل مباشر أو غير مباشر في مخاطر للمستثمرين . لذلك تنبع أهمية البحث من خلال تسليط الضوء على دور التحليل الفني وأهميته في اتخاذ قرار الاستثمار من خلال دراسة سلوك المستثمرين في اتخاذ قراراتهم والأسس المتبعة في اتخاذ قراراتهم ومدى اعتمادهم على التحليل الفني .

أهداف البحث :

يهدف البحث إلى:

١. دراسة التحليل الفني وتحديد أهمية ودور التحليل الفني في اتخاذ القرارات عند المستثمرين .
٢. دراسة العوامل المؤثرة على اعتماد المستثمرين على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم.
٣. دراسة اتجاه المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية في اتخاذ قراراتهم .

فرضيات البحث :

للإجابة على الأسئلة الواردة في مشكلة البحث تم صياغة الفرضيات التالية:

١. يعتمد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم.
٢. لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني مما يؤثر سلباً على اعتمادهم على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم .
٣. تتوقف درجة الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار على عدة عوامل منها درجة كفاءة السوق والمستوى التعليم للمستثمرين والإشاعات في السوق سواء الايجابية أو السلبية .

منهجية البحث :

انسجاماً مع أهداف وفرضيات الدراسة فقد اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي في إعداد هذه الدراسة وتتكون الدراسة من جانبين هما :

١. الدراسة النظرية :

وقد تم تنفيذها لغرض عرض الجانب النظري للدراسة من خلال الاستعانة بالمراجع والدوريات العربية والأجنبية وغيرها من مصادر المعلومات ذات الصلة بموضوع الدراسة .

٢. الدراسة الميدانية:

سيعتمد هذا البحث على استمارة استبيان تتضمن أسئلة بمدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، ومدى معرفة المستثمرين بأدوات وأساليب التحليل الفني ، و ماهي العوامل المؤثرة على المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وسيتم توزيع الاستبيان على المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية والعاملين في شركات السمسرة والوساطة المالية والباحثين المهتمين بالتحليل الفني. وهدف الباحث من خلال الاستمارة الموزعة دعم الجانب النظري للدراسة فيما يتعلق أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي .

مجتمع وعينة الدراسة :

١. **مجتمع الدراسة** :ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها ، تم تحديد مجتمع الدراسة للمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية و العاملين في شركات الوساطة المالية والباحثين المهتمين بالتحليل الفني .

٢. **عينة الدراسة** : عينة عشوائية عرضية إذ تم سحب عينة تمثل المجتمع الأصلي تتناسب مع المجموع الكلي لمجموع أفراد المجتمع الأصلي، حيث قام الباحث بتوزيع ٢٠٠ استبانة واسترد منها ١٤٠ استبانة قابلة للتحليل وتم استبعاد ٦٠ استبانة لأخطاء وعدم استكمال إجابات أسئلة الاستبانة. وبذلك يكون المجموع (١٤٠) فرد تم إجراء الدراسة عليهم.

الدراسات السابقة :

١. **دراسة جديني ٢٠١٠** "مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية"^١: تناولت الدراسة مفهوم الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية ومتطلبات قيامها ونجاحها وأسباب الأزمات المالية والانهيئات التي قد تتعرض لها الأسواق المالية من خلال تحليل أهم الأزمات المالية ، كما تم بيان الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثمار السليم في السوق المالي وشرح المداخل الرئيسية لاتخاذ القرار الاستثمار

^١ جديني .جهان فتحي ، مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير ،جامعة دمشق ، دمشق ،٢٠١٠.

وهي مدخل التحليل الفني والتحليل الأساسي .ومن الناحية العملية تناولت الدراسة أسس اتخاذ القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

١. يعتبر التحليل الفني مكملاً للتحليل الأساسي وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق دبي .

٢. انخفاض مدى الاعتماد على التحليل الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق دبي .

٣. هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثمار وهي ليست مرتبطة بشكل مباشر بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للاقتصاد ككل أو للشركة .

٢.دراسة نجم ٢٠٠٦ " مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية"^١:هدفت الدراسة إلى التعرف على إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية وحاولت الإجابة على المشكلة والتي تمثلت في اختبار مدى إدراك المستثمر لأهمية المعلومات المحاسبية ومدى كفاية تلك المعلومات في التقارير المالية ومدى الاعتماد عليها في ترشيد القرارات الاستثمارية .

و أظهرت نتائج الدراسة أن المستثمرين في سوق فلسطين يدركون أهمية استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، وأن المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية كافية ويتم استخدامها في قرار الاستثمار، وإن هناك معلومات أخرى غير واردة في القوائم المالية تؤثر في قرار الاستثمار، وكذلك توجد معوقات تحد من استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد القرار الاستثماري.

^١ نجم. أنور ، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية ، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، ٢٠٠٦ .

٣.دراسة ياقوت ٢٠٠٠"فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية "١: هدفت

الدراسة إلى التعرف على طبيعة التحليل الفني في سوق العملات بشكل خاص ومقارنته مع التحليل الأساسي ، والكيفية التي يستخدم بها من خلال الاطلاع على التحليل الفني ونظرياته ، ومن ثم القيام الدراسة ميدانية تنقسم إلى جزأين : يتضمن جزئها الأول دراسة مصغرة للتعرف على مدى اعتماد المتعاملين في السوق على التحليل الفني ، وكان جزئها الثاني عبارة عن توجيه بعض المستثمرين بواسطة نصائح وأتباع استراتيجيات معينة ومقارنتها مع عمليات متعاملين آخرين في السوق قاموا بها بشكل عشوائي.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية :

١. وجود فروق بين العائد الناتج عن عمليات التحليل الفني والعائد الناتج عن العمليات العشوائية.
٢. التركيز على التحليل الأساسي إلى جانب التحليل الفني عند دخول السوق للأجل الطويل.
٣. الاهتمام بالتنوع وتشغيل محفظة من العملات الأجنبية في سوق معين أو عملة معينة .
٤. الاهتمام بتتبع حركة رؤوس الأموال وحركة أسعار الصرف وسلوك توقعات المستثمرين في السوق لأنها من ركائز التحليل الفني .

٤.دراسة (Nicolosi, Peng , and Zhu 2004)^٢ : تبحث هذه الدراسة ما إذا كانت

التوجهات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد بالأسهم هي حسب ما يملكون من قدرات اختيارية و التي من الممكن الاستدلال عليها من تاريخهم الاستثماري ، حيث أظهرت النتائج إن المقدرة على التنبؤ بعائدات الأسهم تؤثر بصورة ذات دلالة على نشاط المستثمرين بالاستثمار ، حيث أن المستثمرين يشترون بشكل فاعل إذا كان لديهم مقدرة كبيرة تمكنهم الاختيار من بين الأسهم المراد شرائها بالإضافة لذلك فلق الخبرة الاستثمارية يمكن أن تقاس بعدد مرات الشراء للأسهم المتنوعة، و التباين بين الكميات المشتراة ، فذلك يساعد المستثمرين بصورة دالة على تحسين أداء محفظتهم الاستثمارية ، بالإضافة لذلك نجد أن السلوك التعليمي يختلف من مستثمر لآخر مما يؤكد أن هناك تفاوت في السلوك الاستثماري عبر أصناف مختلفة من المستثمرين الأفراد.

^١ ياقوت . نوال محمد ، فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، العدد السابع عشر ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ٢٠٠٠.

²Nicolosi . Gina , Peng . Liang , Zhu . Ning , Do Individual Investors Learn from Their Trading Experience, , University of Cincinnati , 2004 .

٥.دراسة (Wright .Ken-1996)^١ :تناولت هذه الدراسة دور وأهمية المعلومات المحاسبية عند اتخاذ القرار في الاستثمار في الأوراق المالية بهدف محاولة زيادة الوعي بسلوك المستثمرين وذلك بالتطبيق على أسواق رأس المال في المملكة المتحدة .

وتوصلت الدراسة إلى أهمية المعلومات المحاسبية (القيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية وتوزيعات الأرباح والعائد على الاستثمار والقيمة الاستبدالية للأصول) عند التقييم والمفاضلة بين الأنواع المختلفة من أسهم الوحدات الاقتصادية (الأوراق المالية) وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في الورقة المالية .

٦.دراسة (Francis et .al 1992)^٢:تناولت الدراسة مدى استجابة سوق الأوراق الأمريكية لنشر المعلومات المالية ،و أشارت الدراسة إلى انخفاض تأثير المعلومات المالية المنشورة على أسعار الأسهم في تاريخ النشر مما يعني انخفا ض القوة التفسيرية لها ، وفسر ذلك في احتمال تسرب المعلومات إلى السوق قبل نشرها مما فقدتها محتواها الإعلامي وتأثيرها على الأسعار .

خصوصية البحث :

- معظم الدراسات السابقة تناولت موضوع الإفصاح ونشر المعلومات المحاسبية وتأثيرها على قرار المستثمرين أو أثرها على حجم التداول و أسعار الأسهم في السوق المالي .
- ركزت دراسة و ياقوت على التحليل الفني بشكل عام ومدى نجاحه في التنبؤ بالأسعار في سوق العملات واقتراح بعض الحلول والنصائح الموجهة للمستثمرين.
- ركزت دراسة جديني وهي الأقرب على مفهوم الأسواق المالية والأزمات المالية والتحليل الفني بشكل عام دون الخوض في أدوات وأساليب التحليل الفني ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري.
- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها سوف تتناول نظريات و أدوات وأساليب التحليل الفني بشكل خاص وأهمية ودور التحليل الفني في اتخاذ القرار عند المستثمرين و تسليط الضوء على سلوك المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية.

¹Wright .Mike , Ken .Robbie , "Venture capitalists unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information " .Accounting &Business research .1996.

^٢ حسنين .احمد سعيد ، تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم المقدرة التفسيرية للمعلومات المالية في سوق الأوراق المالية السعودية ، مركز بحوث كلية العلوم الإدارية ، جامعة الملك سعود ، السعودية ، ٢٠٠٦ ، ص ١٤ .

الفصل الأول : التحليل الفني

المبحث الأول : مفهوم التحليل الفني

المبحث الثاني : نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني

المبحث الثالث : أدوات التحليل الفني

المبحث الأول : مفهوم التحليل الفني

أولاً : تعريف التحليل الفني .

ثانياً : فلسفة التحليل الفني .

ثالثاً : الافتراضات الأساسية للتحليل الفني .

رابعاً : مزايا التحليل الفني .

خامساً : التحديات و الانتقادات التي تواجه التحليل الفني .

سادساً : فروع التحليل الفني .

سابعاً : أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني .

المبحث الأول : مفهوم التحليل الفني:

أولاً : تعريف التحليل الفني :

نشأ التحليل الفني بعد ظهور نظرية داو ويعتبر أسلوب التحليل الفني أقدم شكل من أشكال تحليل الأوراق المالية التي عرفها الإنسان ، ولا تزال الكثير من طرق التحليل الفني المستخدمة حالياً قد استخدمت منذ أكثر من خمسين عاماً ، وإن كان استخدام الحاسبات الآلية أعطى إمكانية لإدخال مزيد من التطورات الجوهرية عليه¹.

وفي الواقع يعتبر التحليل الفني عند الكثيرين الشكل الأصلي للتحليل الاستثماري ، فاستخدام هذا الأسلوب ترجع بداياته إلى أواخر عام ١٨٠٠م عندما لم تكن البيانات المالية متوفرة من أجل أي نوع من التحليل الكمي ، وانتشر استخدامه بصورة واسعة قبل فترة عصر التوسع في المعلومات المالية، كما ساعدت هذه الفترة على مزيد من التطوير لأسلوب التحليل الفني .

وعلى الرغم من أن التحليل الفني فكرة قديمة و توقف نظام العمل به عام ١٩٢٩، إلا أنه لا يزال يلعب دوراً هاماً في العصر الحديث بعد أن عاود الرجوع عام ١٩٦٠، وقد أبدا الكثير من الفنيين ميولهم للتحليل الفني في الوقت الحاضر لأنهم لاحظوا أن المستثمرين الذين اعتمدوا على التحليل الأساسي باعتباره أفضل من التحليل الفني خلال الفترة ١٩٧٣-١٩٧٤ أصيبوا بخيبة أمل كبيرة في اعتقادهم ذلك ، الأمر الذي جعل مقام التحليل الفني يرتفع بعد هذه الفترة عند المستثمرين بصفة عامة^٢. وتناول التحليل الفني العديد من الباحثين والمحللين الفنيين .

حيث عرف من قبل توماس مايرز Thomas A. Meyers: بأنه دراسة الأوراق المالية كل على حده، وكذلك السوق ككل وفقاً للعرض والطلب من خلال الاستعانة بالمعلومات التاريخية ال خاصة بأسعار وكمية التعامل خلال فترة زمنية معينة والتي يتم تمثيلها على شكل خرائط لمعرفة الاتجاهات المختلفة^٣.

ويرى مارتن برنج Martin j. Pring أن المنهج الفني للاستثمار يعتبر بصفة أساسية انعكاس لفكرة أن الأسعار تتحرك في اتجاهين والتي يتم التعرف عليها عن طريق السلوك المتغير للمستهلكين تجاه مجموعة من القوى الاقتصادية والنقدية والسياسية، ويقول مارتن "أن فن التحليل الفني - لأنه

¹Half . Richard A, Investing In Securities , Prentice Hall international , London, 1992, P94 .

²Cohen. Jerome B, Zinbraq .Edward D, Zeikel .Arther, Investment Analysis And Portfolio Management, Lllinois, Richard D. Irwin, Lnc, 1987, P547.

³ Meyers . Thomas A, The Technical Analysis Course. Mc Grow-Hill , New York , 1989, P7.

يعتبر فن - هو التعرف على المتغيرات في الاتجاه في مرحلة مبكرة وأن تحتفظ بوضع استثماري حتى يتضح الدليل الكافي على أن الاتجاه قد انعكس"^١.

لما يعرف الفن هول Alvin D. Hall التحليل الفني عبارة عن بحث يهتم بالتنبؤ بمستقبل تحرك السهم أو السوق الكلي باستخدام السعر والكمية كمؤشرات للتغيرات في العروض والطلب^٢. ويعرف جون دالتون John Dalton التحليل الفني بأنه دراسة تحركات السعر السابقة والقيام بتفسيراتها المحتملة تفسيراً دقيقاً كاملاً والتي باستطاعتها أن تدل على نماذج السعر المستقبلية^٣. وترى ديانا هارنجتون وآخرون أن التحليل الفني هو تحليل معلومات السوق واستخدام القواعد الميكانيكية للبحث عن النماذج المتكررة لبعض الأشياء مثل حجم التداول وتحركات السعر والفائدة القصيرة والصفقات الكسرية^٤.

ويعرف كل من روبرت إدوارد وجون ماجي أن مصطلح كلمة فني في تطبيقاته على سوق الأسهم له معنى خاص يختلف عن المعنى العادي في القاموس، وتعريف كلمة الفني هنا تشير إلى دراسة أفعال السوق على عكس دراسة السلع التي يتعامل فيها السوق أو السلع المتداولة في السوق . وبهذا فإن تعريف التحليل الفني من وجهة نظرهم هو علم تسجيل المعلومات، وعادةً تكون في شكل رسوم لأوراق مالية معينة ومن ثم استنتاج التصور المحتمل للاتجاه المستقبلي^٥.

ويعرف جون ميرفي John Murphy التحليل الفني بأنه دراسة أفعال السوق أساساً من خلال استخدام الخرائط وذلك من أجل التنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية^٦.

ويعرف طارق حماد التحليل الفني بأنه استخدام البيانات التي تتولد في سوق معينة وذلك لتحليلها بشكل عام وتحليل الأسهم المتداولة فيها بشكل فردي ،حيث يعتقد المحللون الفنيون أنه للقي ام بالتنبؤات الخاصة بالسوق فإن تلك السوق نفسها أفضل مزود للبيانات والتي تشمل على أسعار ومؤشرات الأسهم وحجم الأسهم المتداولة والمؤشرات الفنية^٧.

¹ .Pring. Martin J, Technical Analysis Explained , Mc Grow-Hill, New York , 2002 , p.3.

² .Hall . Alvin D, Getting Started in stocks , John Wiley and Sons. Inc, New York ,1998 .p 142.

³ .Dalton . John M ,How the Stock Market Works, New York institute of Finance, New York, 1990.p.180.

⁴ Harrington. Diana R , Fabozzi . Frank J, Foggier . Rusel, H, The New Stock Market , Probus Publish Company , USA , 1990 , P91.

⁵ .Edwards.Robert, Magee . john, Technical analysis of stock trends, St. Lucie Press , new York ,2001, P4.

⁶ Murphy. John J, Technical Analysis Of The Futures Market , Institute Of Finance, New York ,1986, P10 .

^٧ حماد .طارق عبد العال ،التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،١٩٩٨ ، ص ١٤٩ .

ويعرف محمد صالح حناوي و آخرون التحليل الفني بأنه أسلوب يهتم بدراسة الإشكال المختلفة للأسعار كما تظهر من خلال ال خرائط والرسوم البيانية ، وبديهيًا أن الأسعار تتحدد بتوقعات المستثمرين في السوق أولئك الذين يعتزمون الدخول فيه .

وعلى هذا الأساس فإن سعر أي ورقة مالية في أي وقت ، إنما يتوقف على المعرفة والآمال والخوف والتوقعات لهؤلاء الأفراد الذين يمتلكونها أو الذين يفكرون في امتلاكها¹.

ويذكر تشارلز جونز Charles P. Jones أن مصطلح التحليل الفني يشير إلى طريقة البحث والتنبؤ بالتغيرات في أسعار الأسهم والسندات، ويمكن لتلك الطريقة أن تطبق على المستوى السوق ككل بدون التركيز على العوامل الاقتصادية التي تؤثر على المنشأة أو السوق.

ويلخص تشارلز جونز Charles P. Jones النقاط الأساسية للتحليل الفني فيما يلي² :

–يعتمد التحليل الفني على البيانات المنشورة بسوق الأوراق المالية.

–يركز التحليل الفني على التوقيت، ويكون التركيز على التغيرات في الأسعار.

–يركز التحليل الفني على العوامل الداخلية وذلك بتحليل التحركات في السوق .

–يميل خبراء التحليل الفني إلى التنبؤ بحركة الأسعار في المدى القصير.

وبناءً على ما سبق يجتهد الباحث في وضع تعريف لمفهوم التحليل الفني — فيرى بأنه أسلوب

يهدف إلى تمثيل المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار وحجوم التداول لسهم معين أو للسوق ككل في شكل خرائط خلال فترة زمنية محدودة ليس فقط للتنبؤ بمستقبل التغير في اتجاهات السعر بناءً على قوى العرض والطلب ، وإنما القدرة والمهارة في اكتشاف نمط لتلك الاتجاهات يساعد على تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري المناسب بيعاً أو شراءً من خلال تحديد النقاط التي تحدث عندها التغيرات في هذه الاتجاهات.

ويرى الباحث أنه يمكن التعبير عن التحليل الفني على أنه نظام تتمثل مدخلاته في الأسعار التاريخية سواء كانت للسهم أو للسوق ككل، وأن هذه الأسعار يتم عليها عمليات تحويلية تتمثل في شكل خرائط لتعطي مخرجات لا تمثل فقط التغيرات المحتملة في الأسعار والتي تعد بمثابة إشارات للبيع والشراء وإنما المساعدة على اكتشاف نمط لاتجاهات الأسعار تساعد في تحديد التوقيت

¹ الحناوي .محمد صالح ، مصطفى .نهال فريد ، العبد .جلال إبراهيم ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشقاتها : مدخل التحليل الأساسي والفني ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،٢٠٠٥، ص١٢٧ .

² Jones .Charles P, Investment Analysis of Management , John Wiley &sons , New York , 1994, P 323.

- السليم للبيع والشراء، وهنا وفي ضوء ما يتخذه المحلل من قرارات والتي يتبين صحتها من عدمها مستقبلاً يقوم بترشيد قراءاته للمدخلات والوصول إلى قرارات وتنبؤات أكثر دقة .
- و من خلال التعاريف السابقة لمفهوم التحليل الفني يمكن الوصول إلى بعض الخصائص والسمات الخاصة بأسلوب التحليل الفني :
- يمكن تطبيق أسلوب التحليل الفني على مستوى السهم وعلى مستوى السوق ككل.
 - تتحدد القيمة العادلة للأسهم بناءً على قوى العرض والطلب دون معرفة الأسباب التي أدت إلى تغير العلاقة بين العرض والطلب.
 - لا يهتم التحليل الفني بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة عن الاقتصاد الكلي أو القطاع أو الشركة التي ينتمي إليها السهم.
 - الاستعانة بالمعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم وكمية التداول في محاولة للتنبؤ بحركة الأسهم في المستقبل.
 - أن الأسعار تتحرك في اتجاهات وأن التغيرات في هذه الاتجاهات هي نتيجة التحول ما بين العرض والطلب.
 - يفيد أسلوب التحليل الفني في التنبؤ بحركات الأسعار خاصة في المدى القصير.
 - يتم اتخاذ قرار شراء وبيع الأسهم بناءً على التغيرات في الأسعار دون الأخذ في الاعتبار العوائد أو التوزيعات المتوقعة الخاصة ب الأسهم وبهذا يعتبر أسلوب التحليل الفني أداة تساعد العملاء في أسواق المضاربة.
 - يعتمد التحليل الفني على دراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معينة لحركة سعر السهم أو حجم الأسهم المباعة و يمكن من خلالها استنتاج التوقيت المناسب للشراء أو البيع في الأسهم.
 - يمكن النظر إلى أسلوب التحليل الفني بأنه علم وفن، ويتمثل جانب العلم في تسجيل المعلومات التاريخية في شكل خرائط، أما جانب الفن فيتمثل في القدرة على التعرف على التغيرات في اتجاه الأسعار في مرحلة مبكرة، والاحتفاظ بوضع استثماري معين حتى يتم التأكد من تغير هذا الاتجاه.

ثانياً : فلسفة التحليل الفني :

يعتمد التحليل الفني على الدورات الاقتصادية ويعتبر كلاً من العرض والطلب من أهم المثرات فيها، ويعتقد الفنيون في مدرسة التحليل الفني أن السوق تكرر نفسها ولا تنقيد بالقوانين الأساسية لقيمة الورقة المالية وأنها تتصرف بشكل مستقل مخالف لما توحى به مثل هذه القواعد والقوانين فقد يكون الوضع الاقتصادي للشركة جيداً ومع ذلك تتجه أسهمها للهبوط والعكس صحيح أن فلسفة التحليل الفني تقوم على مقدمة منطقية وهي أن أي حركة في سعر السهم يكون سببها عدم التوازن بين المشترين والبائعين، وأن الأحاسيس والمشاعر والعواطف هي السبب الرئيسي الذي يوضح لماذا يشتري المشتري ولماذا يبيع البائع، فالمشترون يعانون من أحاسيس الطمع في حب الزيادة والكسب، في حين أن البائعين يعانون من أحاسيس الخوف وعلى هذا فإن الاستثمار يتوقف على بعض الفهم لعلم النفس، وبناءً على ذلك فإن الخرائط والمؤشرات التي يعتمد عليها بدقة هي حقيقةً تطبيق لذلك الفهم في تفسير اتجاهات أسواق الأسهم وهي تعاقبات تسلسل على فترات زمنية طويلة يتم فيها استنباط افتراضات مقبولة ومعقولة عن السلوك المستقبلي، وفي الحقيقة ما تظهره هذه التعاقبات هو أن النفس البشرية لا تتغير وأن هناك كثير من التفاعلات في السلوك البشري والتي يتم تكرار حدوثها في المستقبل¹.

ويمكن تلخيص فلسفة التحليل الفني للأوراق المالية في النقاط التالية :

١. حركة السوق تحتوي على كافة المتغيرات : أن المحلل الفني يعلم أن أي عامل من العوامل التي من الممكن أن تؤثر في سعر السهم سواء أكان عامل اقتصادي أو سياسي أو نفسي أو غير ذلك فهو منعكس في سعر السهم ، وبالتالي فدراسة حركة الأسعار الهدف الأول للمحلل والتي منها يستطيع أن يتوقع الاتجاه المستقبلي للأسعار، فحركة السعر تعكس حالة العرض والطلب والتي تشكل أساس اتجاه الأسواق، فإذا كان الطلب أك بر من العرض فهذا يعبر عن وضع صحي من الناحية الاقتصادية، وبالتالي ارتفاع للسعر والعكس صحيح. فالمحلل الفني يهتم بدراسة السعر فقط، حيث أن هذا السعر يعكس جميع المتغيرات، فهو لا يهتم بالأسباب التي أدت إلى تحرك الأسعار إنما اهتمامه الأساسي هو معرفة الاتجاه المستقبلي للسعر ويتم اتخاذ قرار الاستثمار مع هذا الاتجاه المتوقع^٢.

¹ Hexton .Richard , Dealing In Traded Options, Prentice- Hall International , London, 1989, P. 45.

² Murphy. John J, Technical Analysis Of The Financial Market , Institute Of Finance, New York 1999, PP 2-3 .

والخبير الفني يؤمن بأن الم علمات بغض النظر عن طبيعتها أو نوعها (اقتصادية، سياسية، نفسية أو غير ذلك) هي بطبيعة الحال قد أحدثت تأثيرها أو انعكاسها على الأسعار، وأن حركة الأسعار هي ببساطة انعكاس للتغيرات في العرض والطلب ، فإذا زاد الطلب عن العرض فإن الأسعار ستزداد وعلى الجانب الآخر إذا زاد العرض عن الطلب ستتناقص الأسعار دون الاهتمام بالأسباب التي أدت إلى حدوث التغير في العرض والطلب^١ .

وهذا التغير الذي يطرأ في اتجاه الأسعار يمكن ملاحظته وإدراكه عاجلاً أم آجلاً دون الحاجة لمعرفة الأسباب التي أدت إلى هذا التغير^٢ .

٢. أن أسعار الأسهم تتحرك في اتجاهات معينة : سواء كانت تلك الاتجاهات صعودية أو اتجاهات نحو الهبوط، فحركة الأسهم تميل للتحرك في اتجاه معين وتستمر في نفس الاتجاه لمدة معينة من الوقت، ودراسة هذا الاتجاه يمكن التعرف على توقيت الشراء وتوقيت البيع ويمكن تمثيل تلك الاتجاهات على خرائط الرسم البياني^٣ .

فهدف المحلل الفني هو تحديد الاتجاه الذي يتجه إليه سعر السهم في مراحله الأولى واتخاذ قرار المضاربة أو الاستثمار في هذا الاتجاه، بمعنى إذا كان الاتجاه سيبدأ في الصعود فهدف المستثمر سيكون الشراء و إذا كان الاتجاه سيبدأ في الهبوط فهدف المستثمر سيكون البيع^٤ .

٣. التاريخ يكرر نفسه: يقوم هذا المبدأ على أن أحداث السوق وأفعاله تتصف بالتكرارية، وتظهر من وقت لآخر أنماط أو نماذج معينة على الخرائط، وتحمل هذه الأنماط معانٍ يمكن تفسيرها من زاوية حركة الأسعار المتوقعة مستقبلاً، وعادةً تميل النفس البشرية إلى التفاعل مع المواقف المتماثلة بطرق متوافقة وتميل إلى الاستقرار والثبات، وكقاعدة فإن الناس تميل إلى التصرف بنفس الطريقة التي اتبعتها في الماضي، وحيث أن سوق الأسهم هو انعكاس لأفعال الناس يقوم خبراء التحليل الفني بدراسة ذلك لتحديد كيف سيكون رد فعل الناس في ظروف معينة وبالتالي يمكن التعرف على كيفية تحرك أسعار الأوراق المالية.

ويدرس خبراء التحليل الفني ظاهرة تكرار حدوث الخصائص في محاولة لتحديد الأوقات الرئيسية التي ترتفع فيها الأسعار أو تنخفض^٥ .

¹ Meyers .Thomas A, The Technical Analysis Course, OP. Cit, P 4.

^٢ العرييد .عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، دار الرضا للنشر ، دمشق ، ٢٠٠٨ ، ص ١٤٣ .
3 McCafferty. Thomas A, The Market Is Always Right , Mc Grow-Hill, New York , 2003 , p.33 .

^٤ لطفي . أمين السيد ، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧ ، ص ٦٢

ثالثاً: الافتراضات الأساسية للتحليل الفني:

يعتمد التحليل الفني على مجموعة من الافتراضات الأساسية أهمها:

١. القيمة السوقية تتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب فإذا زادت الكمية المعروضة للبيع من السهم على الكمية المطلوبة لشراء ذات السهم فإن سعر السهم يتجه نحو الانخفاض ، وعلى العكس من ذلك إذا كانت الكمية المعروضة للبيع من السهم أقل من الكمية المطلوبة لشراء ذات السهم فإن سعر السهم يتجه نحو الارتفاع^٢.
 ٢. بإغفال التقلبات الضعيفة في السوق فإن الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره^٣.
 ٣. التغيرات التي تطرأ على موازين قوى العرض والطلب هي نفسها التي تغير من اتجاه الأسعار^٤.
 ٤. يتحكم في العرض والطلب عوامل متعددة منها عوامل رشيدة تتمثل بالمعلومات المالية ، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين ، حيث يقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة^٥.
 ٥. يعطي السوق أوزاناً للمتغيرات التي تحكم العرض والطلب بصفة مستمرة وبطريقة آلية^٦.
- من هذه الافتراضات يتضح لنا أن الافتراضين الأول والرابع مقبولين سواء من الفنيين أو غيرهم وذلك لأن سعر السهم يتحدد من خلال التفاعل القوي بين قوى العرض والطلب عليه بالإضافة إلى ذلك فإن هناك متغيرات أخرى تحكم العرض والطلب وهو ما يطلق عليه بالعوامل غير الرشيدة. أما الافتراضات الأخرى فهي تمثل جوهر التحليل الفني في أن الاتجاهات السابقة في تحركات السوق يُمكن أن تستخدم للتنبؤ في المستقبل .

¹ Murphy .John J , Technical Analysis Of The Futures Market , OP. Cit, PP 3 – 4.

^٢ العرييد ، عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٤٢ .
³ Magee . John , The Introduction To Magee System The Of Technical Analysis , St. Lucie Press , New York ,2002 ,P 6 .

^٤ المهيلمي .عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية .البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ،الإسكندرية ،٢٠٠٤ ،ص ٣٥ .
⁵Geoffrey. Hirt A, Slanby .Block B , Fundamental of Investment Management , Irwin Homewood Boston , New York, 1990 , P263.

^٦ حماد .طارق عبد العال ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية : ما هي الأوراق التي يجب إن نشتريها أو نبيعها ،الدار الجامعية،الإسكندرية ،٢٠٠٠، ص ١٥١.

رابعاً: مزايا التحليل الفني :

يتسم التحليل الفني بالعديد من المزايا التي شجعت على استخدامه ومن أهمها :

١. سهولة ممارسته من خلال عدم الاعتماد بشكل أساسي على القوائم المالية واكتفائه فقط بمعرفة الاتجاه العام للأسعار دون الخوض في الأسباب كما هو الحال في التحليل الأساسي^١.
٢. السرعة بمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار حيث يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم دون الحاجة إلى تجميع وتحليل معلومات عن الاقتصاد أو الصناعة أو الشركة والتي تتطلب وقتاً وجهداً كبيراً^٢.
٣. إن أساليب التحليل الفني تجعل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوى ثقافته^٣.
٤. إن المعلومات التي يحتاجها المحلل عن الأسعار والصفقات تتاح يومياً وبانتظام من خلال التقارير المالية التي تظهر بالصحف المتخصصة وبتكلفة زهيدة للغاية^٤.
٥. يعتمد المحللون الفنيون على بيانات مشتقة من سوق الأوراق المالية نفسها مثل أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وعدد الصفقات والمعاملات التجارية الأخرى وذلك دون الاعتماد على البيانات المحاسبية المالية نظراً لوجود العديد من المشاكل فيها^٥.
٦. مراعاة الأبعاد الخاصة بوقت الاستثمار حيث يمكن تطبيق التحليل الفني في أي فترة من الزمن والاستفادة منه لحظة بلحظة أثناء اليوم ويومياً وأسبوعياً وشهرياً، وكذلك على أبعاد زمنية تتراوح بين فترات قصيرة الأجل جداً إلى طويلة الأجل بشكل كبير.
٧. يمكن تطبيق أسلوب التحليل الفني على جميع أدوات الاستثمار سواء كانت سندات أو أسهماً أو سلعاً، وتعتبر قدرة التحليل الفني على التكيف الكامل مع أي وسط من أوساط التجارة ومع أي بعد زمني من أعظم مقدرات التحليل الفني^٦.

^١ كافي .مصطفى يوسف ،بورصة الأوراق المالية ،دار مؤسسة رسلان ، دمشق ، ٢٠٠٩ ، ص٣٠٥.

^٢ هندي ، منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص٤٢٦.

^٣ Edwards .Robert, Magee . John, Technical Analysis Of Stock Trends, Op .Cit, P6.

^٤ هندي ، منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص٤٢٦.

^٥ حماد .طارق عبد العال ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية : ما هي الأوراق التي يجب إن نشتريها أو نبيعها ، مرجع سبق ذكره

ص ١٥٧.

^٦ Murphy .John j , Technical Analysis Of The Futures Market, OP. Cit, PP6-7.

٨. يمد التحليل الفني المستثمرون بمقومات أساسية لتحقيق النجاح في التداول أهمها: التوقيت وتحديد اتجاه الأسعار و إدارة المخاطر ، فالتوقيت السليم للدخول والخروج من السوق يحدد مستوى الأداء ، والأداء الجيد هو اختيار جيد لتوقيت تنفيذ العمليات المالية^١.

خامساً : التحديات و الانتقادات التي تواجه التحليل الفني :

- على الرغم من تلك المزايا للتحليل الفني إلا أن البعض يتشكك في قيمة التحليل الفني بالنسبة لقرارات الاستثمار وتم توجيه العديد من الاعتراضات والانتقادات ومنها:
١. يركز الاعتراض الرئيسي للتحليل الفني على افتراض السوق الكفاء ، وفقاً للقواعد الفنية فإن المعلومات لا تنعكس بسرعة على حركة الأسعار وبالتالي تفترض أن السوق غير كفء ، بينما تؤكد الدراسات التي تناولت فرضية السوق الكفاء ، أن المعلومات تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم ، وبالتالي لا يتمكن أيًا من المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات التاريخية ، وبما يساند فرضية السوق الكفاء.
 ٢. تحدي قواعد التعامل الفنية وهو أن النماذج 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 .
 ٣. كما يوجه البعض انتقادات لنماذج الأسعار المحددة بأنها قد تصبح ذاتية التنفيذ ، بمعنى أن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط ، ولكن هذا السعر سوف يكون مؤقت وسرعان ما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي .
 ٤. أن اختبار القواعد الفنية المحددة تتطلب قدراً كبيراً من الحكم الموضوعي ، فأن استخدام قواعد فنية معينة يؤدي إلى الوصول إلى نتائج متشابهة ولكن الواقع العملي يشير إلى أن المحللين الماليين يستخدمون تفسيرات مختلفة لنفس نماذج السعر وبالتالي اتخاذ قرارات استثمارية مختلفة .
 ٥. أن قواعد التعامل الفني تتغير مع مرور الزمن ، لذلك فإنه يجب على المحللين الفنيين أن يقوموا بتطوير قواعد التعامل الفني بمرور الوقت وبما يتناسب مع الظروف البيئية الجديدة.

^١ المهيلمي . عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية . مرجع سبق ذكره، ص ٤٢ .

^٢ حماد. طارق عبد العال ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية : ما هي الأوراق التي يجب إن نشتريها أو نبيعها ، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٣-١٥٤.

٦. لا يمكن التنبؤ في التغيرات التي تطرأ على الأسعار بشكل عشوائي وليس بالضرورة أن يكون التاريخ والسعر مؤشراً يُعتمد عليه ^١.

٧. المحللون الفنيون هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب وذات البيانات فإنهم يتوصلون إلى نفس القرار ولو أن القرار كان شراء سهم شركة ما بسبب توقعهم ارتفاع سعره في المستقبل فسوف يتدفقون لشراء ذلك السهم مما ينجم عنه ارتفاع السعر وهذا أمر طبيعي وبعبارة أخرى إن الارتفاع في السعر أحدثه في الأساس سلوك المستثمرين أنفسهم وليس أي شيء آخر ^٢.

٨. يدعي منتقدو التحليل الفني أن قراءة خرائط البيانات تشبه قراءة الطالع باستخدام الفجنان ، ويدعون أنه من المستحيل وضع التنبؤات الخاصة بالمستقبل اعتماداً على ما حدث بالماضي ^٣.

سادساً : فروع التحليل الفني :

يمكن تقسيم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية كما يلي ^٤:

١. **مؤشرات نفسية** : ترشد المؤشرات النفسية تصرفات الكثير من المشاركين في السوق وتحرك المؤشرات النفسية من طرف عند المضاربة النزولية بالبورصة إلى الطرف الآخر عند المضاربة على الصعود بالبورصة . فإن العالمين ببواطن الأمور بحكم مركزه م (مثل المسؤولين القيايين أو كبار المساهمين لشركة ما) يميلون إلى التصرف الصائب عند نقاط التحول بالسوق وتكون عملياتهم في مجموعها في جانب تأييد الشراء في حالات هبوط سوق الأوراق المالية ، وجانب تأييد البيع في حال صعود السوق . وعلى العكس من ذلك فإن صناديق الاسثمار والخدمات الاستشارية كمجموعة تتصرف بشكل خاطئ عند نقاط تحول سوق الأوراق المالية لأنها تصبح دائماً مضاربة على الصعود بسوق الأوراق المالية ومضاربة على الهبوط في فترة الاطمئنان بين الموجتين.

٢. **مؤشرات تتبع تدفق الأموال** : يقوم هذا المدخل على تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لقياس قدراتهم الكامنة لشراء أو بيع الأسهم ، ولأنه يجب أن تكون

¹ Leigh . Stevens , Essential Technical Analysis , John Wiley & Sons, New York . 2002 , P8.

^٢ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٢٦-٤٢٧ .

^٣ سينسير . مايكل ، دليل التعامل في سوق الأسهم ، ترجمة مكتبة جرير ، الرياض ، ٢٠٠٥ ، ص ١٨٣ .

^٤ حماد. طارق عبد العال ، أسس الاستثمار الناجح في البورصة ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ، ٢٠١٠ ، ص ٣٣١-٣٣٥ .

هناك عملية شراء لكل عملية بيع فإن الفائض النقدي الفعلي بعد وقوع ذلك بين العرض والطلب على الأسهم يجب أن يكون متساوياً دائماً. فالسعر الذي تجرى على أساسه أي معاملة في الأسهم يجب أن يكون ذاته بالنسبة للبائع والمشتري ، وبالتالي فلأن مقدار النقود المتدفقة خارج السوق متساوية مع المقدار الداخل إلى السوق ، والمقصود بمؤشرات تتبع تدفق الأموال هو الفائض الذي يسبق الواقعة (أي قبل حدوث المعاملة) بين العرض والطلب والمعروف بالعلاقات المسبقة المتوقعة فعندما تكون هناك أكثرية من المشتريين على البائعين عند سعر معين على أساس مسبق فسينجم عن ذلك انه يجب أن يرتفع السعر الفعلي بعد الواقعة ليجعل البائعين والمشتريين في حال توازن .

٣. مؤشرات هيكل السوق :توضح هذه المؤشرات اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجم سوق الأوراق المالية ... الخ ، وذلك من اجل تقييم مدى صحة أسواق المضاربة على الصعود والمضاربة على الهبوط . وأن تحركات السعر بالسوق يمكن تصنيفها إلى ثانوية ومتوسطة ورئيسية فالتحركات الثانوية تستغرق اقل من ٣-٤ أسابيع تميل إلى أن تكون عشوائية في طبيعتها . أما التحركات المتوسطة فتتمدد لفترة من ثلاثة أسابيع إلى عدة شهور وأحياناً أطول من ذلك ، ويكون من المفيد التعرف عليها ، أما التحركات الرئيسية (أحياناً يطلق عليها أولية أو دورية) فهي تحقق مرادها في فترة من ١-٥ سنوات .

سابعاً: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

يتفق العديد من الكتاب على وجود فروق جوهرية بين كل من أسلوب التحليل الأساسي وأسلوب التحليل الفني مستندين على الفلسفة التي يقوم عليها كل أسلوب، والهدف الذي يحققه إلى جانب علاقة هذا الأسلوب بالمستثمر، ولا شك أن هناك مؤيدين ومعارضين لكل أسلوب ومن أهم الفروق بين الأسلوبين :

١. أن طريقة عمل المحلل الأساسي تشمل تحليل البيانات المالية للشركة ومنافسيها والحالة الاقتصادية والتصرفات الحكومية التي ربما تؤثر على الشركة، بالإضافة إلى عوامل أخرى ربما تؤثر على القيمة المستقبلية لأسهم الشركة العادية، ويتجاهل المحللون الأساسيين التآرجح قصير الأجل والذي لا يمكن التنبؤ به والذي يغير السعر الجاري لأسعار الأسهم السوقية باستمرار.
- وعلى العكس فإن الفنيين يتجاهلون الحقائق الأساسية التي تتفاعل لتحديد القيمة الذاتية الحقيقية للأسهم العادية للشركة، ويضع المحللون الفنيون الرسومات البيانية لأسعار الأسهم ولا يهتمون مطلقاً بمحاولة تقدير الأسهم، فهم يقومون بدراسة الرسومات البيانية لأسعار الأسهم ومؤشرات السوق وإحصائيات الكميات المنخفضة وبيانات البيع على المكشوف ومؤشر الثقة ومؤشرات أخرى لاتجاه السوق بحثاً عن نماذج تكون ذات قدرة تنبؤية^١.
٢. يعتمد التحليل الأساسي على الإحصائيات والبيانات المالية والاقتصادية، بحيث يتم فحص تقارير المراجعين وقوائم الدخل والميزانية والتدفقات النقدية والتقارير المؤقتة وتنبؤات الإدارة وتوزيعات الأرباح المسجلة وسياسات الشركة التي يتم استثمار الأموال فيها.
- وعلى العكس من ذلك يعتمد التحليل الفني على بيانات السوق نفسه مثل أسعار الأسهم وحجم التداول ومن يبيع ومن يشتري والجو النفسي السائد مع إهمال جميع البيانات المالية والاقتصادية مثل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة وظروف الشركة^٢.
٣. يعتمد التحليل الفني على بيانات الماضي، ويقوم على افتراض أن التاريخ يعيد نفسه.
- بينما يعتمد التحليل الأساسي في تحديد القيمة الحقيقية للسهم على بيانات الماضي القريب والأداء الحالي والتوقع المستقبلي للربحية وعلى المستويات الثلاث السابق تناولها، مما يجعل هذا الأسلوب مرتبطاً أكثر بالوضع الحقيقي للمنظمة، وبالتالي تحديد قيمة السهم الحقيقية وهذا ما

1 Edwards .Robert, Magee . John, Technical Analysis Of Stock Trends, Op .Cit, PP-7-9 .

^٢ لطفى .أمين السيد ،التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ،مرجع سبق ذكره ، ص ٩٢-٩٤ .

يحقق تميزاً في الأداء للتحليل الأساسي عنه في التحليل الفني، وذلك في حالة الممارسة السليمة لذلك الأسلوب^١.

٤. يساعد التحليل الفني على تحديد الوقت المناسب للاستثمار ، متى نشترى؟ متى نبيع؟ متى ندخل ومتى نخرج من السوق؟. بينما التحليل الأساسي يقوم هل يجب أن أشتري أم أبيع؟^٢ .

٥. يعتبر التحليل الفني مفيد للغاية على المدى القصير أكثر من على المدى الطويل والعكس بالنسبة للتحليل الأساسي.

٦. يقوم المعنيون بالتحليل الأساسي على دراسة أسباب تحرك الأسعار في اتجاه معين ، بينما يهتم المحللون الفنيون بمقدار حركة الأسعار ومداها والمدة التي استغرقتها^٣ .

٧. يشير شول وهالي Schall & Haley إلى سمة جوهرية تميز بين التحليل الأساسي والتحليل الفني، فالتحليل الفني لا يعترف بالصيغة الضعيفة لكفاءة السوق Weak From Efficient طالما أنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على ذلك السعر في فترات ماضية.

ففي ظل الصيغة الضعيفة فإن 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 هو جهد ضائع لا طائل من ورائه، أما التحليل الأساسي فهو على العكس من ذلك، إذ يعترف بصيغة الفرض الضعيف، و لا يعترف بالصيغة متوسطة القوة للكفاءة Semi strong From Efficient - لأنه يقوم على الاعتقاد بإمكانية التنبؤ بسعر السهم من خلال التحليلات والتقارير وغيرها من المعلومات التي ترد للمستثمر يومياً من مصادر متعددة^٤.

¹ Amling . Fredrick ,Investments : An Introduction To Analysis Management , Prentice- Hall International , London, 1990, PP 540 – 541.

² Hexton .Richard , Dealing In Traded Options , Op .Cit , p46 .

^٣ قاسم.عبد الرزاق ، العلي .أحمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، منشورات جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠١٠ ، ص ٢١٥-٢١٦

^٤ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية و أسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٨٤ .

ويمكن تلخيص أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فيما يلي:

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	- هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة والمنشأة.	- هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق.
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والقروض. - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية .	- دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	- أن سوق رأس المال كفء على الأقل في شكله الضعيف . - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فلاحية عند اتخاذ قرارات الاستثمار .	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب . - العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية . - أن السوق أفضل متنبأ لنفسه . - أن سوق رأس المال غير كفء.
أدوات التحليل الرئيسية	- المؤشرات الاقتصادية العامة . - دورة حياة الصناعة والتنبؤ بحالة النمو . - تحليل ظروف المنافسة . - تحليل التطورات التكنولوجية. - القوائم المالية المقارنة. - تحليل السلاسل الزمنية . - التحليل الرأسي للقوائم المالية . - تحليل النسب .	- مؤشرات ميول المستثمرين . - مؤشرات تدفقات الأموال . - مؤشرات هيكل السوق .
حدود الاستخدام	- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني . - توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة . - صعوبة مقارنة عدد اكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني .	- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ . - تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة .

الجدول رقم (١) المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

المبحث الثاني : نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني

أولاً : نظرية داو Dow Theory

ثانياً : فلسفة تحليلات جان William D. Gann

ثالثاً : نظرية أمواج إليوت Elliott Waves Theory

رابعاً : نظرية الرأي المخالف Contrary Opinion Theory

المبحث الثاني : نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني :

أولاً : نظرية داو Dow Theory :

تعد نظرية داو واحدة من أقدم وأهم أدوات التحليل الفني ومرجع هذه النظرية يعود لشخص مطورها وهو تشارلز داو (Charles Dow) والذي يستند إليه مؤشر داو جونز الشائع الاستعمال في بورصة نيويورك .

وتعد نظرية داو من أحدث الاكتشافات المساعدة في تحليل السوق ، و ظهرت هذه النظرية من خلال عدة مقالات منشورة في جريدة وول ستريت خلال الفترة من عام ١٩٠٠ - ١٩٠٢ ، و شرح داو فيها تفسيره لحركات الأسعار وشبهها بموجات البحر ، ومن هنا تم وضع أساس هذه النظرية، وبعد ذلك قام وليام هاملتون وزملائه (William Hamilton) بتجميع هذه الأفكار وأضافوا عليها بعضاً من آرائهم وأشاروا إليها جميعاً إلى أنها نظرية داو (Dow) ^١.

وترجع شهرة نظرية داو إلى أنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات والتي نجم عنها الكساد العظيم، حيث نشرت جريدة وول ستريت (Wall Street) في ٢٩ أكتوبر من عام ١٩٢٩ تحليلاً يقوم على نظرية داو أشارت فيه إلى أن السوق الصعودي انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ ، وتحققت التنبؤات وأخذت أسعار الأسهم في الهبوط. ^٢

والهدف الرئيسي من نظرية داو هو تحديد التغيرات في حركة السوق الأساسية أو الرئيسية، وما أن يستقر أحد الاتجاهات فإنه يفترض بقاءه إلى أن يثبت حدوث انقلاب فيه ^٣.

الفروض الأساسية لنظرية داو :

الفرض الأول : أن المتوسطات تأخذ في الحسبان كل شيء يتعلق في السوق :

إن سعر السوق يتحدد نتيجة تفاعلات قوى العرض والطلب ، والسعر يعكس كافة المعلومات المتاحة بالسوق وبالتالي وفق نظرية داو فإن السوق كفؤ ^٤.

وتقوم المتوسطات بخصم كل العوامل المؤثرة في العرض والطلب فالمتوسط مؤشر عددي تقاس به التغيرات في الأسواق المالية ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير في يوم معين مقارنةً بقيمته في فترة

¹ Bickford.James L, Forex Wave Theory, Mc Grow-Hill, New York ,2007 ,P 63.

^٢ هندي . منير إبراهيم ، الأوراق المالية و أسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٢٧ .

³ Martin J. Pring, Technical Analysis Explained , OP. Cit, p 31.

4 Thomsett. Michael C, Mastering Technical Analysis, Dearborn ,USA ,1999 , P40 .

الأساس أو نقطة البدء . و يقيس المؤشر تحركات أسعار أسهم مجموعة من أهم و اكبر الشركات ارتفاعاً وانخفاضاً الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه^١.

الفرض الثاني : يتكون السوق من ثلاث اتجاهات : عند أي نقطة زمنية في السوق تؤثر ثلاث قوى

في الأسعار وهي الاتجاه الأساسي والاتجاه الثانوي والاتجاه غير الرشيد :

– الاتجاه الأساسي Primary Trend : يعد الاتجاه الأولي أو الأساسي الأكثر أهمية وهو يعكس حالة السوق هل هي صاعدة أو هابطة ، ويغطي فترة أكثر من سنة وقد تمتد لعدة سنوات ، فإذا حقق السوق ارتفاعات عالية أو ارتفاعات منخفضة فإن الاتجاه الأساسي هو الصعود ، أما إذا حقق السوق انخفاضات مرتفعة أو انخفاضات منخفضة فإن الاتجاه الأساسي هو الهبوط^٢.

– الاتجاه المتوسط intermediary Trend : ويمثل رد الفعل العام الذي يعترض تقدم الأسعار في الاتجاه الرئيسي أو هو الانخفاض المتوسط أو التصحيحات التي تحدث في الأسعار أثناء السوق الصعودي ، وكذلك تمثل الارتفاع المتوسط في الأسعار أو استعادة السوق لعافيته خلال السوق الهبوطي، وعادةً ما تبقى هذه التحركات من ثلاثة أسابيع إلى عدة شهور وتستعيد هذه التحركات نحو ثلث أو ثلثين المكاسب أو الخسائر التي تحققت في الاتجاه السابق لها^٣.

– الاتجاه الثانوي Secondary Trend : هو اتجاه قصير الأجل يتمثل في تحركات الأسعار خلال يوم إلى ثلاثة أسابيع، ويمكن القول أن الاتجاه الثانوي يتكون من عدة اتجاهات غير رشيدة ، وترى نظرية داو أن الاتجاهات غير الرشيدة غير هامة ويمكن أن تقودنا إلى نتائج خاطئة بشأن تحركات السعر^٤.

الفرض الثالث : ينقسم الاتجاه الأساسي إلى ثلاث مراحل ° :

– مرحلة التجميع : هي الفترة التي يقوم بالشراء فيها مجموعة من المستثمرين ذوي الحس الاستثماري السليم ، في سوق يسوده جو عام متشائم نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة والغير مشجعة.

^١ المهيلمي . عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٨٩ .

^٢ Bickford.James L, Forex Wave Theory, Mc Grow-Hill, New York ,2007 ,P 63.

^٣ John J..Murphy ,Technical Analysis Of The Financial , Op .Cit , P25.

^٤ Romeu .Rafael, Serajuddin. Umar Technical Analysis For Direct Access Trading , McGraw-Hill, New York ,2001 ,p 110-111.

[°] المهيلمي . عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية ، المرجع السابق ، ص ١٩٠ .

- المرحلة الثانية : فنتصف بإقبال المزيد من المستثمرين نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل ، الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد .
- مرحلة التوزيع : وفيها يبدأ مستثمري مرحلة التجميع بالخروج من السوق ، مستغلين الإقبال الكبير من المستثمرين وسط جو استثماري شديد التفاؤل .

الفرض الرابع : يجب أن تثبت المتوسطات من بعضها :

أحد قواعد نظرية داو الأكثر أهمية تتمثل في أن تحرك معدل الأسهم الصناعية ومعدل أسهم النقل يجب وضعهما في الاعتبار مع بعضهما، بمعنى أن المعدلين يجب أن يثبت كل منهما صدق الآخر ويتوافق معه. ويحدث التثبيت لاتجاه التغيرات عندما يشهد المؤشرين صعوداً وهبوطاً لأعلى من قيمة الأسعار السابقة لكل منهما^١.

الفرض الخامس : يجب أن تؤكد أحجام التداول اتجاه السعر :

اعتبر داو حجم التداول عامل ثانوي ولكن في نفس الوقت عامل هام لتأكيد اتجاه السعر ، حيث يجب أن يأخذ حجم التداول نفس الاتجاه الأساسي ، فإذا كان الاتجاه الأساسي هبوطي فإن حجم التداول يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق . أما إذا كان الاتجاه الأساسي صعودي فإن حجم التداول يجب أن يزيد أثناء صعود السوق^٢.

الفرض السادس : يفترض أن تواصل الأسعار سيرها في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة تعلن انعكاس الأسعار ، فمسار الأسعار لا يتغير بدون سبب قوي قادر على تعديله وتحويله إلى اتجاه آخر^٣.

الفرض السابع : تغييب المستثمرين لعواطفهم ورغباتهم الخاصة وتمتعهم بالموضوعية التامة^٤.

¹ Bickford.James L, Forex Wave Theory, Op . Cit ,P65.

² Murphy . John J, Technical Analysis Of The Financial Market , Op .Cit, P 27 .

^٣ المهيلمي .عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره . ص ١٩١ .

^٤ الشعار .نضال ، الأسواق المالية وأدواتها "البورصة"،المؤلف ، حلب ، ٢٠٠٦، ص ١٠٩ .

الانتقاد الموجّه لنظرية داو:

- بالرغم من مصداقية نظرية داو إلا أنها تتعرض لبعض الانتقادات من أهمها^١:
١. لا تكشف بسرعة كافية عن حدوث التغيرات الأساسية أو الج وهريّة ، إذ ينبغي الانتظار حتى يتضح أن مؤشراً آخر قد حدث له ذات التغيير .
 ٢. تركز على التغيرات السعرية الأساسية ولا تهتم بالتغيرات الثانوية.
 ٣. تكشف عن الاتجاه المستقبلي للأسعار ، دون أن تحدد السهم الذي ينبغي بيعه أو شراؤه
 ٤. تتبع الأسعار التي تجري على أساسها الصفقات دون أن تعطي اهتماماً لحجم الصفقات ذاتها.
 ٥. لا تهتم 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.
 ٦. تهتم نظرية داو بالاتجاه ، ولكن ليس لها قيمة تنبؤية بالنسبة لحجم هذا الاتجاه أو مدة استمراره^٢.
 ٧. أن السعر يتحرك بنسبة ٢٠% - ٢٥% قبل التمكن من معرفة وجود إشارة بالبيع أو الشراء ، وان التعرف على الإشارة بعد مرور الحركة بهذه النسبة يكون متأخر جداً^٣.

ثانياً : فلسفة تحليلات جان William D. Gann:

- ارتكزت فلسفته على قناعاته بوجود نظام وقانون طبيعي يحكم حركة جميع الأشياء في الوجود ونفس الحال بالنسبة للأسواق ، فحركة الأسعار لا تتم بطريقة عشوائية بل تتم وفق نظام معين يمكن تحديده سلفاً . فهناك علاقة سببية بين أسعار الماضي وأسعار المستقبل ، فمن أسعار الماضي يمكن حساب أسعار المستقبل . ويمكن تطبيق مبادئ رياضية وهندسية معينة على الرسوم البيانية للأسعار والتكهن بمجرى الأسعار مستقبلاً .
- وفيما يلي عرض موجز لبعض تحليلاته^٤ :
- الرقم ٧ : أولاه جان أهمية خاصة واستخدم هذا الرقم ومضاعفاته مثل ١٤ و ٤٩ بشكل مكثف في تحليلاته للأسواق.

^١ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٢٩ .

^٢Pring .Martin J, Technical Analysis Explained , OP. Cit, p 31.

^٣ Murphy . John J ,Technical Analysis Of The Financial Market ,Op .Cit ,P31 .

^٤ المهيلمي .عبد المجيد ، التحليل الفني للأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩٥-١٩٩ .

^٥ كافي . مصطفى يوسف ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٢٧-٣٣١ .

- الأرقام الطبيعية : إضافة إلى الرقم ٧ نال الرقم ٩ و الرقم ١٢ اهتمامه أيضاً و شكّل الرقم ١٤٤ أهمية بالنسبة له حيث إنه ناتج تربيع ١٢ ، وجميع هذه الأرقام كانت محور اهتمامه في تعاملاته في الأسواق المالية .
 - أهمية أدنى وأعلى سعر : لاحظ جان أن أدنى وأعلى الأسعار الماضية تلعب دوراً كبيراً في تشكيل حركة الأسعار المستقبلية . فأعلى سعر يمثل عقبة يصعب تخطيها وتعتبر نقطة مقاومة، أما أدنى سعر فيعمل كحاجز لتدهور الأسعار لمستويات أدنى ويعتبر نقطة الدعم.
 - أهمية الدائرة: لقد استخدم جان لقياس الوقت الأرقام الطبيعية الناتجة من قسمة درجات الدائرة وهي الأرقام التالية: ٩ . ١٨ . ٢٧ . ٣٦ . ٤٥ . ٧٢ . ٩٠ . ١٢٠ . ١٨٠ . ٢٧٠ . ٣٦٠ . و استخدم جان في تحليله لحركة الأسعار بالأسواق شكلين هندسيين الحلزون للسعر والدائرة الزمن . فالسعر يتحرك في شكل حلزوني صعوداً أو هبوطاً أما دورة الزمن فدائرية ، وتوصل جان إلى أن السعر يعكس اتجاه حركته عندما يتلاقى حلزون السعر مع دائرة الزمن.
 - أهمية يوم الذكرى السنوية: لاحظ جان أن تاريخ أي حدث كبير ومهم في حركة الأسعار يلقي بظلاله على السوق في المستقبل (كيوم الاثنين الأسود مثلاً).
 - تقسيم حركة السوق : قسم جان حركة السوق إلى الثلث $\frac{1}{3}$ والثلث $\frac{1}{8}$ ، وذلك لتحديد مستويات الدعم والمقاومة . وكان يضع خطأً أفقياً عند هذه المستويات على الرسم البياني للأسعار للاستدلال بها في اتخاذ قرارات التداول المناسبة . وقد لاحظ أن أهم هذه النسب هي ٥٠ % عندها يمكن القول بأن السعر وصل إلى حالة توازن، يليها في الأهمية نسبة ٣٧.٥ % ثم ٢٢.٥ % وكان يتوقع أن يقابل السعر عند هذه المستويات دعماً أو مقاومة . فإذا تعدى السعر أحد هذه المستويات فالمتوقع أن يكمل المسيرة حتى يصل إلى مستوى النسبة التالية، أي المحطة التالية للدعم أو المقاومة.
 - أهمية عامل الزمن: توصل جان من خلال أبحاثه إلى أن الزمن يمثل قيداً رئيسياً على حركة الأسعار في أي سوق كان فهناك نوافذ زمنية معينة يمكن حسابها وتحديدها مسبقاً واعتبارها نقاطاً زمنية لاتخاذ قرارات التداول.
- مما سبق يتضح أن جان قد توصل إلى بعض القواعد الفنية المهمة السعريّة منها والزمنية . التي مكنته من تحديد نقاط أو مناطق سعريّة علاوة على تواريخ معينة يتوقع عندها حدوث ردود فعل سعريّة، وهو ما يفيد في تأهيل المستثمر للاستعداد نفسياً ومالياً لاتخاذ القرارات الاستثمارية في

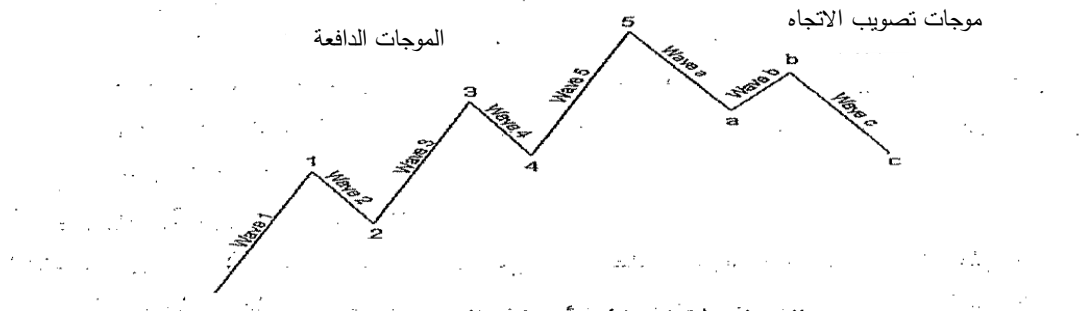
الوقت والسعر المناسبين. وكان دائماً ما ينصح المضاربين والمستثمرين من خلال خبرته الطويلة في الأسواق بإتباع قواعد معينة للتداول منها:

- لا تقم مطلقاً بالتداول على أساس الأمل والخوف وعندما تساورك الشكوك أخرج من السوق ولا تدخله إلا عندما تكون متأكداً.
- لا تشتتر أبداً لأن الأسعار رخيصة فقد تهبط أكثر، ولا تبع لأن الأسعار مرتفعة فقد ترتفع أكثر ولا تعاند السوق، ولا تقف ضد اتجاه الأسعار.
- لا تفرط في التداول وتفاذ الدخول والخروج من السوق بكثرة ووزع استثماراتك على عدة منتجات للتقليل من المخاطر .
- استخدم دائماً أوامر وقف الخسارة، ولا تقم أبداً بإلغائها و قلل دائماً من المبلغ الذي تتداوله بعد وقوعك في خسارة.
- لا تسمح مطلقاً لعملية مربحة بأن تتحول إلى عملية خاسرة، فالمكسب يجب أبداً ألا ينقلب إلى خسارة.
- تحل بالصبر ولا تتعجل دخول السوق وتحل أيضاً بالصبر في عملياتك الرابحة ولا تتعجل جني الثمار قبل تمام نضجها.

ثالثاً: نظرية أمواج إليوت Elliott Waves Theory :

اكتشف رالف نيلسون إليوت Ralph Nelson Elliott (1871 – 1947 م) من خلال دراساته لحركة أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك أن إيقاعاً معيناً يحكم حركتها وأن نمطاً متكرراً أو مقياساً لسيكولوجية الجماهير مكوناً من خمس موجات بنمط معين منها ثلاث موجات لها علاقة باتجاه مؤشر السوق وهي (الموجة الأولى والثالثة والخامسة) وتكون بشكل تصاعدي أو هابط بحسب حالة السوق أي أنها موجات اندفاع ، و الموجتين (الثانية والرابعة) فهي تعتبر بمثابة تصحيح وضرورة لحدوث الموجة التي تليها .

وهذا النمط له قيمة تنبؤية . فعندما تنتهي الخمس موجات الصاعدة ستليها ثلاث موجات هابطة (A,B,C) تتحرك إلى أدنى أو أعلى باتجاه معاكس للموجات من (١) إلى (٥) ويطلق عليها موجات تصويب الاتجاه . وهذا ما يوضحه الشكل^١.



الشكل رقم (١) أمواج إليوت (Elliott)

وتعتبر نظرية أمواج إليوت (Elliott) من النظريات التي قامت بتفسير تحركات سوق الأسهم وتعتمد على الافتراضات التالية^٢ :

١. إن السوق تتمتع بالحرية ، أي أن الأسعار لا يمكن أن تتحدد من قبل أطراف معينة بل يتم تحديده من خلال قوى العرض والطلب .
٢. إن السوق ليست كفؤة بشكل كامل ، وذلك بسبب وجود عدد كبير من المشاركين الذين يميلون في بعض الأحيان إلى الإفراط في ردة الفعل سلباً أو إيجاباً مما يؤدي إلى حدوث أخطاء تسعير الأوراق المالية .

¹Murphy .John J, Technical Analysis Of The Financial Market , Op .Cit , P.٣٢٠ .

^٢ الشعار. نضال ،سوق الأوراق المالية "البورصة "، مرجع سبق ذكره ، ص١٠٦-١٠٨ .

٣. توجد حالة نفسية في السوق نابعة من المشتركين فيها تُفسر التحركات السعرية لبعض الأسهم التي تكون عكس الاتجاه المتوقع عملياً ، حيث نجد أن أسعار أسهم بعض الشركات قد تنخفض بعد نشر أخبار جيدة عنها .

٤. يمكن قياس تحركات السوق بطريقة رقمية .

٥. هناك عدد كبير جداً من المشتركين في السوق .

وتتصف الموجات في حال كان الاتجاه الأساسي للسوق هو الارتفاع بالخصائص التالية^١ :

الموجة الأولى: تبدأ السوق حركتها الأولى بالارتفاع لأن بعض المشتركين فيها لأسباب مختلفة قد تكون حقيقية أو وهمية يشعرون بأن الأسعار السابقة متدنية ، وهذا ما يشكل فرصة للشراء وجني الأرباح الأمر الذي يؤدي لارتفاع الأسعار .

إن الموجة الأولى يكون من الصعب تحديدها لأنها في البداية تظهر وكأنها إجراء تصحيحي ، و هذه الموجة يمكن أن تكون قوية أو غير قوية ولكنها غالباً ما تعتبر أقصر الموجات الدافعة .

الموجة الثانية : بعد حدوث الارتفاع في الموجة الأولى يشعر بعض المستثمرين بأن الأسعار تصبح مرتفعة أكثر من اللازم مما يجعلهم يقبلون على البيع لجني أرباح سريعة الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الأسعار واسترداد حوالي (0.618) من اندفاع الموجة الأولى ، أما إذا تم استرداد أكثر من 100% من اندفاعه الموجة الأولى فان هذه الموجة تعتبر بمثابة انعكاس رئيسي في الأسعار .

الموجة الثالثة : تعتبر هذه الموجة أطول الموجات ولا تكون الأقصر أبداً ، وعادةً ما تصل بالأسعار إلى مستوى يتجاوز السعر الذي تم الوصول إليه في الموجة الأولى ، وعادةً ما تترافق هذه الموجة مع حجم تداول كبير وتنتج الأساسيات لدعم الموجة ويسود التفاؤل السوق .

الموجة الرابعة : عند وصول الأسعار إلى المستوى المرتفع الذي بلغته الموجة الثالث ة يبدأ المشتركون موجة بيع جديدة ولكن هذه الموجة عادةً ما تكون ضعيفة وخاصةً إذا كانت الموجة الثانية قوية، حيث أن عدد المشتركين في السوق الذين يؤمنون بأن الأسعار ما زالت قابلة للارتفاع أكثر من الذين يعتقدون أن الأسعار أصبحت مرتفعة لدرجة الإفراط .

^١ الشعار . نضال ،سوق الأوراق المالية "البورصة " ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠٦-١٠٨ .

² Luca .Cornelius ,Technical Analysis Applications , Mc Graw –Hill ,New York ,2001 ,PP282-283.

الموجة الخامسة : في هذه المرحلة يكون جميع المشاركين تقريباً قد اكتشفوا الاتجاه الأساسي لذلك يمكن أن تكون هذه الموجة قوية وطويلة ، كما تكون ظروف الشركات جيدة والمناخ إيجابي والتفاؤل يسود السوق .

موجات تصويب الاتجاه :

الموجة (A) : في هذه الموجة تبدأ الأسعار بالانخفاض حيث يبدأ بعض المشتركين الذين يمكن تسميتهم بالمعارضين بالبيع على المكشوف لاعتقادهم بأن الأسعار وصلت إلى أعلى قيمة لها . ويعتبر اكتشاف هذه الموجة من الصعوبة بمكان وخاصة في ظل شعور التفاؤل الذي يسود السوق في الموجة الخامسة .

الموجة (B) : في هذه الموجة ترتفع الأسعار و يكون من الصعوبة تحديد طولها خاصة وأن الاتجاه الصاعد قد أعطى إشارته الأخيرة في الموجة الخامسة وأن اتجاه الهبوط بدأ يلوح في الأفق .

الموجة (C) : تشير إلى نهاية الاتجاه، وعادةً ما تهبط الأسعار لتصل إلى مستوى أقل من بداية الموجة (A).

تتميز الموجات (A,B,C) ببساطة الارتفاعات والانخفاضات التي تحدث فيها من حيث حدثها ومن حيث حجم التداول مقارنة مع ما حصل في الموجات الخمس السابقة ، كما وينظر لهذه الموجات الثلاث بأنها الفترة اللازمة لبدء أساسيات السوق بأخذ مفعولها لتبرر هذا الارتفاع الكبير في الأسعار ، ففي حال لم تبرر الأساسيات هذا الارتفاع فإننا سنرى تكرار موجات (A,B,C) لمرتين أو أربع مرات ومن ثم تبدأ الأسعار بالدخول في الموجات الخمس ولكن باتجاه معاكس . أما في حال بررت الأساسيات هذا الارتفاع في الأسعار فإننا سنرى تكرار موجات (A,B,C) لثلاث أو خمس مرات ومن ثم دخول الموجات الخمس باتجاه الارتفاع كما حصل في السابق¹ .

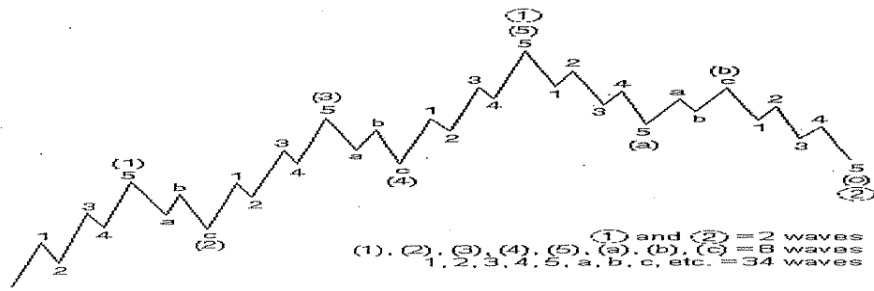
وتشير نظرية إليوت إلى أن كل من الموجات التي تأخذ أرقاماً من (1) إلى (5) تعيد نفسها مرة أخرى في دورة مماثلة ، ويطلق على الموجة الأطول التي تتكون من أكثر من مجموعة متماثلة من الموجات (1) إلى (5) مصطلح الدورة العظمى (Grand Super Cycle) ، فحسب نظرية إليوت إن تحركات الأسعار تسير في دورات عظمى ، وإن كل دورة عظمى تتكون من عدة دورات رئيسية

1 McDonald . Michael, Predict Market Swings With Technical Analysis , John Wiley & Sons, Inc , Usa,2002, 132-134 .

(Super Cycle) ، وكل دورة رئيسية تتكون من دورات (Cycle) ، وكل دورة تتكون من عدد من الموجات (Waves) تعكس إما اتجاهًا صاعدًا أو اتجاهًا هابطًا^١.

ومن الممكن أن تتكون الموجة الأولى من الموجات الخمسة الدافعة على خمس موجات فرعية ، أي موجة فرعية أولى دافعة ثم موجة فرعية ثانية تصحيحية ثم فرعية ثالثة دافعة ثم فرعية رابعة تصحيحية ثم موجة فرعية خامسة دافعة . وأيضاً من الممكن أن تتكون الموجة الفرعية الأولى الدافعة من خمس موجات فرعية أصغر .

وبالنسبة لموجة التصحيح التي ذكرنا أنها من ثلاث موجات فمن الممكن أن تتكون الموجة الفرعية الأولى (من خمس موجات فرعية أصغر دافعة للأسفل) والثانية (من ثلاث موجات تصحيحية) والثالثة (من خمس موجات أخرى فرعية دافعة للأسفل) وبذلك تكتمل ثلاث موجات وكل موجة بها فروع^٢. وهذا ما يوضحه الشكل التالي :



الشكل رقم (٢) بنية أمواج إليوت (Elliott)

يشير الشكل رقم (٢) إلى وجود ثلاث دورات تعكس اتجاهًا صاعدًا للأسعار ، والدورات تشكل دورة رئيسية وقد حدث بعد هذه الدورة الرئيسية انقلاب في اتجاه السعر عند الرقم (٥) وبالتالي ظهرت دورة جديدة ذات اتجاه معاكس للدورة الرئيسية السابقة . لقد حدد إليوت عدة قواعد في تفسير تحركات أمواجه منها أن الموجة الثانية لا تسترد أكثر من ١٠٠ % من حركة الموجة الأولى ، و الموجة الثالثة لا تكون الموجة ال دافعة الأقصر ، و الموجة الرابعة لا تدخل المدى السعري للموجة الأولى^٣ .

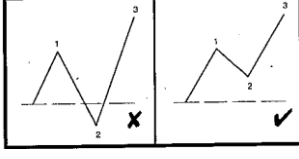
^١ الحناوي .محمد صالح ، مصطفى .نهال فريد ، العبد .جلال إبراهيم ،،الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني ،مرجع سبق ذكره ،ص١٣٨.

^٢ قاسم .عبد الرزاق ، العلي .أحمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ،مرجع سبق ذكره ،ص٢١٨-٢١٩.

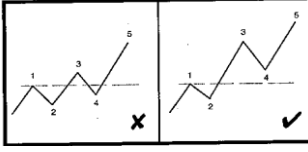
^٣ Romeu .Rafael, Serajuddin. Umar Technical Analysis For Direct Access Trading , Op .Cit ,P 152 .

وللتأكد من أن ترقيم الموجات صحيح يجب توافر الشروط التالية^١ :

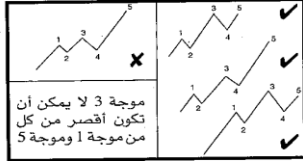
١ عدم تراجع الموجة الثانية إلى أدنى من نقطة بداية الموجة الأولى .



٢ عدم هبوط الموجة الرابعة إلى أدنى من نهاية الموجة الأولى أي عدم تشابك الموجة الرابعة مع الأولى . فأدنى نقطة بالموجة الرابعة يجب أن تكون أعلى من أعلى نقطة بالموجة الأولى .



٣ ألا تكون الموجة الثالثة اقصر الموجات الدافعة . فقد تكون اقصر من إحدهما ولكنها عادة ما تكون أطول من كل من الموجتين الأولى والخامسة .



هذه النقاط الثلاث السابقة ضرورية وعدم انطباق أو غياب أي منها يخل بشروط العد الصحيحة للموجات .

ولكن تبقى المشكلة الرئيسية في هذه النظرية أنه ما يعتبره البعض موجة أصلية ، قد يعتبرها البعض الآخر موجة فرعية^٢ .

^١ المهيلمي .عبد المجيد ،التحليل الفتي للأوراق المالية ،مرجع سبق ذكره ،ص٢٠٦ .

^٢ حنفي .عبد الغفار ،أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٢٦ .

رابعاً : نظرية الرأي المخالف Contrary Opinion Theory :

الرأي المخالف يمكن تعريفه بأنه : رأي استثماري معاكس لآراء الغالبية العظمى للمستثمرين والمضاربين بسوق معينة ، فقد أظهرت متابعة السلوك الاستثماري للمضاربين والمستثمرين أن الغالبية العظمى منهم يقلدون ولا يدرسون ، يستمعون إلى نصائح الغير دون أن يجهدوا أنفسهم في تحليل حركة السوق وتكوين وجهة نظر خاصة بهم . ويستخدم الرأي المخالف كمقياس لقوى الشراء والبيع بالأسواق من خلال متابعة توصيات عدد كبير من بيوت الاستشارات المالية بحيث يتم إعطاء قيم معينة لتوصيات الخبراء طبقاً لعدد عملاء كل بيت من بيوت المال والذين يفترض أنهم يتصرفون بناءً على التوصيات التي يتلقونها .

وتدرج هذه القيم دورياً في سلسلة متدرجة من صفر إلى مائة لقياس ما اصطلح على تسميته الإجماع الثيراني وعندما تنقسم الآراء تقريباً بين فريقين المضاربين على الصعود والمضاربين على الهبوط فإن السوق يكون متعادلاً وتتوازن قراءة مؤشر الرأي المخالف ما بين 50% و 60% إلى أعلى . أما عندما يرتفع المؤشر فوق 80% فإنه يدخل في منطقة الإفراط في الشراء ، كما أن هبوطه إلى أدنى من 20 % يفسر بوجود السوق في حالة الإفراط في البيع ، وفي كلتا الحالتين فإنه يتوقع أن يصحح السوق هذا الوضع وأن تقوم الأسعار بالتحرك في الاتجاه المضاد لحركتها حتى ذلك الحين .

ويمكن القول أنه كلما كان الاتفاق شبه تام بين المتعاملين في أي سوق نشط على حدوث شيء للأسعار كان ذلك دليلاً وسبباً في نفس الوقت لعدم تحقق هذا الشيء بالأسواق ، فغالبية المتعاملين يخطئون دائماً عند نقاط وفي أوقات تحول اتجاه الأسعار من أعلى إلى أدنى أو من أدنى إلى أعلى . فمن الملاحظ أن الكثيرين يتحمسون جداً للشراء قرب قمم الأسعار ، كما يرغبون بشدة في البيع عند قواعد الأسعار ، فالناس عموماً ينتابهم في تعاملاتهم المالية إما الإحساس بالخوف الشديد أو بالجشع المتزايد.

ويستند الرأي المخالف إلى قاعدة منطقية صلبة . فإذا كان السواد الأعظم من المشاركين بأي سوق يرون استمرار صعود الأسعار ، فإنه يستنتج من ذلك أنهم قد قاموا فعلاً بالشراء وفقاً لرؤيتهم.

وهو ما يعني أن القوة الشرائية الفاعلة والمؤثرة المتبقية في السوق صارت شحيحة وضعيفة ، وهو ما يسلب السوق من قوة الدفع الضرورية لرفع الأسعار والعكس بالعكس صحيح^١.
لذلك يحاول الفنيون أن يقدروا الحالات التي يكون فيها أغلبية المستثمرين متفائلين أو متشائمين ليقوموا بعد ذلك بالتعامل في الاتجاه المعاكس^٢ .

^١ المهيلمي . عبد المجيد ، التحليل الفني للأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢١١-٢١٣ .
^٢ حماد . طارق عبد العال ، أسس الاستثمار الناجح في البورصة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٦٣ .

المبحث الثالث : أدوات التحليل الفني

أولاً : أدوات التحليل الفني لأسعار السوق :

١ . مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين Investor Sentiment

٢ . مقاييس وجهة النظر المضادة Contrary Opinion

٣ . مقاييس المستثمر المحترف professional investor

ثانياً : أدوات التحليل الفني لسعر السهم :

١ . خرائط النقطة والشكل Point And Figure Charts

٢ . مؤشر المتوسط المتحرك Moving Average

٣ . مؤشر القوة النسبية (RSI) Relative Strength Index

٤ . خريطة القوة النسبية للسهم Relative Strength Chart

٥ . خرائط الأعمدة Bar Chart

٦ . خرائط الخطوط Line Chart

٧ . مؤشر التذبذب (التأرجح) Oscillator

٨ . الشموع اليابانية Japanese Candlesticks

المبحث الثالث : أدوات التحليل الفني:

يؤكد المحللون الفنيون على أن دراسة الأنماط الماضية للأسعار وأحجام التعامل يمكن أن تسمح للمستثمر بالتنبؤ بالتحركات السعرية المستقبلية ومن ثم تحديد التوقيت المناسب لعمليات البيع والشراء للأوراق المالية.

وحتى يتمكن المستثمر أو المحلل الفني من تحديد التوقيت الملائم للبيع والشراء في سوق الأوراق المالية ، فإن العملية تقتضي عادةً البدء بتحليل نمط التغير في أسعار الأوراق المالية برمتها أي تحليل أسعار السوق ، ثم تحليل نمط التغير في سعر الورقة المالية محل الاستثمار وذلك باستخدام الأدوات المخصصة لعرض وتحليل بيانات الأسعار¹ .

أولاً : أدوات التحليل الفني لأسعار السوق :

يقصد بها الأدوات التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار فيه صعوداً أو هبوطاً . وهناك ثلاثة مقاييس هم :

١ .مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين Investor Sentiment .

٢ .مقاييس وجهة النظر المضادة Contrary Opinion .

٣ .مقاييس المستثمر المحترف. professional investor .

١ . مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين (Investor Sentiment): وهي تعطي مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم ، فعندما يعطي المقياس مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع يكون المناخ مناسباً لاتخاذ قرارات الشراء وعندما يعطي المقياس مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الانخفاض يكون قرار البيع هو الأنسب ، ومن أبرز تلك المقاييس :

١-١ مؤشر المستويات العليا والدنيا (High-Low index): وهو مؤشر تتم فيه مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل بعدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.

$$\text{مؤشر المستويات العليا والدنيا} = \frac{د}{د + د *}$$

حيث : (د) عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفعاً لم تصل إليه من قبل .

¹Pucell .Wayne D , Technical Analysis: Alternatives to Charts Analysis, Virginia (USA): Texas Agriculture Extension, The Texas A.& M. University System, Working Paper N° 5317 (1999), p 1.

(د*) عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفضاً لم تصل إليه من قبل.

فإذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح يكون ذلك دليلاً على أن عدداً أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل ، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر .

ويعتقد المحللون الفنيون أنه عندما تكون قيمة المؤشر اقل من ٠.١ فإن ذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، أما إذا كانت قيمته أكبر من ٠.٩ فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي في طريقها للانخفاض. ويعطى المؤشر للمستثمر المعلومات التي يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار وما إذا كان قراراً بالبيع أو بالشراء^١.

١-٢ مؤشر الارتفاع والانخفاض (Advance–Decline Ratio) : ومن ضمن مقاييس ميل المستثمرين نسبة عدد الأسهم التي سجلت ارتفاعاً في قيمتها السوقية إلى عدد الأسهم التي سجلت انخفاضاً في تلك القيمة ويسمى مؤشر نسبة الارتفاع والانخفاض.

$$\text{مؤشر نسبة الارتفاع والانخفاض} = \frac{\text{عائد الأسهم التي حققت صعوداً}}{\text{عائد الاسهم التي حققت صعوداً أو هبوطاً}}$$

عندما تكون النسبة ٠.٦ أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشراً على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته، وأما إذا ما بلغت النسبة ٠.٣٥ فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي بلغ نهايته، وأن الأسعار تتجه نحو الارتفاع وبالطبع تعد هذه المعلومات مفيدة لتوقيت قرارات الاستثمار^٢.

١-٣ نسبة البيع على المكشوف (Short interest ratio): وهو نسبة الأسهم التي أبرمت عليها صفقات البيع على المكشوف .

$$\text{نسبة البيع على المكشوف} = \frac{\text{المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط اليومي للصفقات}}$$

بالنسبة لحجم الصفقات التي تبرم فعادة ما تعلنه البورصات لحظة بلحظة ،أما حجم صفقات البيع على المكشوف فعادة ما تنشر على أساس شهري .

ويعتقد الفنيون أن ارتفاع هذه النسبة يفسر على أنها إشارة تفاؤل لأنها ت عد مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع في المستقبل ، ومن ثم يتوقع أن يسعى المضاربون إلى تغطية مراكزهم

^١ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٣٢ .

2 Thomsett . Michael ,Mastering Technical Analysis , Op. Cit , PP 99-100

لمواجهة تلك التوقعات ، وذلك بشراء تلك الأسهم في السوق ، مما يترتب عليه زيادة في الطلب وارتفاع الأسعار^١ .

في النهاية يتضح أن مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين يقوم على اعتقاد أنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق من حيث التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة . وإذا كان هذا الاعتقاد صحيحاً فإنها تعد أساساً يعتمد عليه في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري ، فعندما يعطى المقياس مؤشراً على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع يكون المناخ مناسباً للشراء وعندما يعطى المقياس مؤشراً على أن الأسعار في طريقها إلى الانخفاض يكون قرار البيع هو القرار المناسب.

٢. **مقاييس وجهة النظر المضادة (Contrary Opinion)** : تعتمد وجهة النظر هذه على اعتقاد أن هناك مجموعة من المستثمرين عادةً ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة ، خاصةً عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول وبالتالي فإن الإستراتيجية الناجحة تتطلب معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين ، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية ، من تلك المقاييس:

٢-١ **مؤشر توازن الكميات الكسرية** : ويقصد بالكمية الكسرية صفقات البيع والشراء التي لا تتجاوز ١٠٠ سهم والتي عادةً ما ينفذها صغار المستثمرين.

$$\text{مؤشر توازن الكميات الكسرية} = \frac{\text{مبيعات الكميات الكسرية}}{\text{مشتريات الكميات الكسرية}}$$

إذا كان المؤشر أكبر من الواحد صحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم ، لأن المعلومات التي تصل إلى صغار المستثمرين متأخرة ، ولا يستجيبون بالسرعة الكافية لورود المعلومات ، ومن ثم فلن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمراً محتملاً وبالتالي يكون الوقت الملائم للمستثمر المحترف أن يصدر أوامر بالشراء ، أما إذا كانت النسبة أقل من الواحد فإن هذا يعني أن عدد أوامر الشراء لصغار المستثمرين أكبر من عدد أوامر البيع وبالتالي فإن هذا الوقت يكون ملائماً للمستثمر المحترف بأن يصدر أوامر البيع.

وينتقد هذا المؤشر على أساس أن التعامل في الكميات الكسرية لا يقتصر على صغار المستثمرين. كذلك إن الواقع لم يثبت أن غالبية قرارات صغار المستثمرين هي قرارات خاطئة^٢.

^١ حماد . طارق عبد العال ، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٣٢٦-٣٢٧ .

^٢ هندي . منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٣٦-٤٣٧ .

٢-٢ **الموقف النقدي لصناديق الاستثمار** : يعتقد المحللون الفنيون الذين لهم رأي معارض أن صناديق الاستثمار تكون عادةً على خطأ سواء عند القمة أو عند القاع، وبالتالي فإنهم يتوقعون أن تكون هناك نسبة مئوية عالية من النقدية لدى هذه الصناديق بالقرب من قاع دورة السوق مما يدل على أنهم متشائمون في الوقت الذي كان عليهم أن يستثمروا تلك النقدية لاستغلال فرصة الارتفاع الوشيك للسوق، وعلى العكس من ذلك فإن الفنيين يتوقعون أن تقوم صناديق الاستثمار باستخدام أموال الصندوق بالكامل مع نسبة منخفضة من النقدية وذلك عند قمة السوق ، وهذا يشير إلى النظرة المتفائلة للصناديق في الوقت الذي كان يجب عليهم بيع الأسهم.

٢-٣ **آراء الخدمات الاستشارية للاستثمار**: يعتقد الفنيون أن جزءاً كبيراً من الخدمات الاستشارية عند وصول السوق للقاع تكون تشاؤمية وهذا برأي الفنيين غير صحيح لذلك يقوم الفنيون بحساب نسبة عدد الخدمات الاستشارية المتشائمة كنسبة مئوية من عدد الخدمات التي تعبر عن رأي معين، فإذا بلغت ٦٠% فهذا يعكس تشاؤم أصحاب الخدمات الاستشارية يعتبر الفنيون الذين يأخذون بوجهة النظر المضادة هذا الأمر على أنه مؤشر تفاؤل^١.

٣. **مقاييس المستثمر المحترف (professional investor)**: يقصد بالمستثمر المحترف المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكبار المدراء والملاك ويعتقد المحللون الفنيون أنه قد تتوافر لدى المستثمرين المحترفين معلومات قد لا تتاح لغيرهم الأمر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد غير عادية، وبالتالي يصبح من الضروري متابعة قرارات هؤلاء المستثمرين المحترفين ومحاكاتها. ومن المقاييس التي يمكن استخدامها لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين^٢ :

٣-١ **نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين** : تمثل النسبة العادية للبيع على المكشوف بواسطة المتخصصين نحو ٤٠% وينظر الفنيون إلى انخفاض هذه النسبة إلى أقل من ٣٠% على أنه علامة تفاؤل لأنها تعني أن المتخصصين يقللون من عملية المشاركة في البيع على المكشوف وعلى العكس من ذلك فإن الزيادة في هذه النسبة عن ٥٠% تعتبر علامة تشاؤم.

$$\text{نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين} = \frac{\text{المبيعات على المكشوف للمتخصصين}}{\text{مجموع المبيعات على المكشوف}}$$

وهو مؤشر ناجح لتوقيت قرار الاستثمار ولكن يصعب على المستثمر العادي الاستفادة منها.

^١ حماد. طارق عبد العال ،أسس الاستثمار الناجح في البورصة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٦٣-٣٦٩ .

^٢ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٣٨-٤٣٩ .

وبلاحظ أن هذه النسبة تواجه بعض المشكلات التي تحد من منفعتها أهمها^١ :

- ليس من المتوقع أن تكون هذه النسبة مؤشر طويل الأجل وذلك لأن طبيعة محفظة المتخصص سوف تجعلها تقتصر على التحركات قصيرة الأجل .
- يوجد فرق زمني مدته قد تكون أكثر من أسبوعين بين حدوث العمليات وتقديم البيانات عنها .
- أصبحت هذه النسبة غريبة جداً في السنوات الأخيرة ، وقد يرجع السبب في ذلك إلى لجوء المتخصصين لتغطية اتجاهاتهم أو مواقفهم لتضليل من يقتفي أثرهم.

$$\text{مؤشر الكميات الكبيرة} = \frac{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية}}{\text{عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية}}$$

يقصد بعدد الصفقات بأسعار صعودية الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر التي أبرمت به آخر صفقة كبيرة، و الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية يقصد بها عدد الصفقات الكبيرة التي أبرمت به آخر صفقة إضافة إلى عدد الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة.

والصفقات الكبيرة عموماً يقصد بها الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة بالاستثمار والتي عادةً ما تكون ٥٠ ألف سهم أو أكثر في الصفقة الواحدة وكلما اقترب المؤشر من صفر كان ذلك مؤشراً لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد صحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود.

^١ حماد. طارق عبد العال ،التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ،مرجع سبق ذكره ، ص ٢٠١-٢٠٢.

ثانياً : أدوات التحليل الفني لسعر السهم:

لكي يستطيع المحلل الفني تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت 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 السهم محل الاهتمام .

ويعتقد الفنيون أن حركة التغير في سعر السهم عادةً ما تأخذ نمطاً مميزاً يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل. وتعتبر الخرائط هي الأداة الأساسية التي يستخدمها المحلل الفني، و لذلك فإنه يطلق أحياناً على الفنيين اسم رسامي الخرائط لأنهم يعتمدون على الخرائط البيانية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، إذ يقومون بدراسة نمط التغير في سعر السهم عبر الزمن من خلال الخرائط البيانية لتحديد أنماط للأسعار يُمكن استخدامها للتنبؤ باتجاهات الأسعار المستقبلية . ومن أهم الفوائد التي يمكن أن تتحقق من استخدام هذه الخرائط ما يلي:

— تمثل صورة لحركة وتطور سعر السهم حيث يمكن للعقل استيعاب ومحاكاة تلك المعلومات بصورة سريعة.

— الملاحظة فوراً لأي تغير رئيسي في سعر السهم سواء كان التغير لأعلى أو أسفل.

— التعرف عند أي نقطة يكون الوقت مناسباً لشراء السهم أو بيعه.

وسوف يعرض الباحث الخرائط والمؤشرات الأكثر شيوعاً في التحليل الفني :

١. خرائط النقطة والشكل Point And Figure Charts :

تسعى خرائط النقطة والشكل إلى تحديد التغيرات في العرض والطلب بملاحظة التغيرات في أسعار الأوراق المالية ، فإذا ارتفع سعر الأسهم فإن هناك تجاوز الطلب للمعرض من الأسهم، بينما إذا هبطت أسعار الأسهم فإن العرض عندئذ يتجاوز الطلب، وإذا كان سعر الأسهم مستقراً والتعامل في نطاق ضيق فإن هذا يعني وجود شبه تعادل بين العرض والطلب، وهكذا فإن التحرك لأعلى يشير إلى تغيير في الطلب مقارنة بالعرض بينما التحرك لأسفل يشير إلى العكس^١. وتشمل خرائط النقطة والشكل التغيرات الهامة في السعر فقط^٢.

وتختلف خرائط النقطة والشكل عن باقي الخرائط بأنها لا تهتم لعنصر الزمن وحجم التعامل ، حيث يستخدم هذا النوع من الخرائط لتوجيه الانتباه نحو استنباط السلوك للسعر فقط^٣.

1 Magee. John, The Introduction To The Analysis Of Technical Magee System , Op.Cit ,P108.

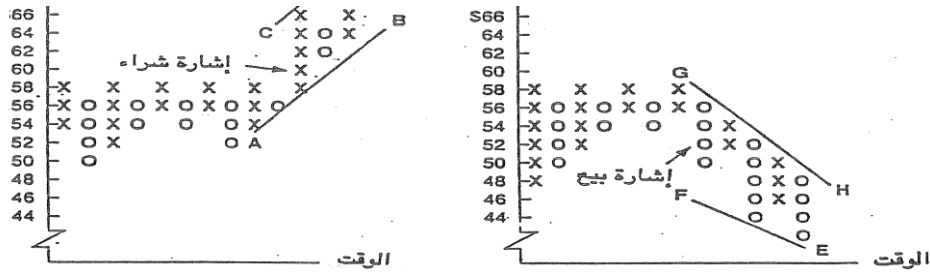
2 Achelis .Steven .B, Technical Analysis from A to Z , Mc Grow-Hill, New York ,2001 , P53.

^٣ حنفي .عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ،ص ٣٠٣.

ويقوم المحلل الفني بتحديد التغيرات الأساسية والتي يقوم بتسجيلها على الرسم البياني والتي قد تكون تغير في السعر بمقدار محدد مثل ٥٠ ليرة أو ١٠٠ ليرة ومعنى ذلك أن أي تغير أقل من ذلك يتم تجاهله، أن مثل هذه الخريطة تتطلب تتبع الأسهم يومياً وملاحظة السعر في نهاية اليوم، وإذا كان السعر قد تغير بالمقدار المحدد فإنه يقوم بتسجيل هذا التغير على الرسم.

ويتم تحديد التغيرات الأساسية من خلال خرائط تستخدم X ، O ، ويتم بناؤها عن طريق وضع X على الرسم حينما يرتفع سعر السهم بمقدار معين بينما يضع O على الخريطة حينما ينخفض بنفس المقدار، ويلاحظ أن الرمز X والرمز O لا يظهران في نفس العمود ، وذلك لأن كل عمود في الخريطة يمثل إما اتجاه صعودي أو اتجاه هبوطي ، حيث لا يمكن تمثيل الاتجاهين معاً في عمود واحد ^١.

يبحث المحلل الفني في خريطة النقطة والشكل عن أمرين أساسيين هما المنطقة المكدسة للأسعار والاتجاه الذي أخذته الأسعار حين خروجها من تلك المنطقة ، وما إذا كانت أخذت اتجاهًا صاعدًا أو هابطًا ، فإذا كان الخروج صاعد فأن التوقيت ملائم لاتخاذ قرار الشراء وأما إذا كان الخروج هابط فأن التوقيت ملائم لاتخاذ قرار البيع ^٢. كذلك عند دراسة المنطقة المكدسة بالأسعار فانه يمكن التنبؤ بالاتجاه الذي ستأخذه الأسعار في المستقبل ، وذلك عن طريق حساب عدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها ارتفاعاً في سعر السهم ومقارنته بعدد الأعمدة التي يمثل التغير فيها انخفاضاً في سعر السهم ، فإذا كان عدد الأعمدة التي يمثل فيها التغير في سعر السهم ارتفاعاً أكبر فإنه من المتوقع أن يكون خروج السعر من المنطقة المكدسة خروجاً صعودياً وإذا كان عدد الأعمدة التي يمثل فيها التغير في سعر السهم هبوطاً أكبر فإنه من المتوقع أن يكون خروج السعر من المنطقة المكدسة خروجاً هابطاً ^٣. وهذا ما يوضحه الشكل رقم (٣)



الشكل رقم (٣) خريطة النقطة والشكل

^١ العلي .احمد ، قاسم .عبد الرزاق ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٢٤-٢٢٦.

^٢ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٥٦ .

^٣ الحناوي .محمد صالح ، مصطفى .نهال فريد ، العبد .جلال إبراهيم ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها : مدخل التحليل الأساسي والفني مرجع سبق ذكره ، ص ١٤٩ .

ولا بد من التنويه أن عملية متابعة تحركات الأسهم في ظل هذا الأسلوب تستغرق عادةً ما بين شهرين وستة شهور^١.

٢. مؤشر المتوسط المتحرك (MA) :

يعتبر المتوسط المتحرك من أكثر الأدوات الفنية المستخدمة من قبل المحللين الفنيين، كما يعتبر من أكثر المؤشرات الفنية سهولة في الفهم والتعامل حيث يظهر هذا المؤشر قيمة المتوسط الحسابي للسهم في صورة سلسلة زمنية خلال مدة معينة، ويمكن ا لهدف من استخدام المتوسط المتحرك التخلص من الذبذبات والتغيرات الحادة التي توجد في السلسلة الزمنية التي يتكون منها المؤشر وذلك بهدف التخلص من التغيرات العارضة أو التقلبات الموسمية أو الدورية^٢. ويتم حساب متوسط السعر بالنسبة للمتوسطات المتحركة على مدى عدد من الأيام ، وفي كل يوم نال يطرح السعر القديم من المتوسط ويستبدل بالسعر الحالي وبالتالي يتحرك المتوسط يومياً^٣. ويمكن حساب المتوسط المتحرك^٤:

– خط ٢٠٠ يوم وهو خط الأمان للمستثمر.

– خط ٥٠ يوم وهو خط الأمان للمضارب .

– خط ٢١ يوم خط الأمان للمضارب السريع .

ويمكن استخدام طريقة المتوسط المتحرك في تحديد توقيت الشراء و البيع :

فيكون قرار شراء الأسهم صحيحاً في حالة °:

– سعر السهم ومتوسطه المتحرك متجه للصعود.

– السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود.

– المتوسط المتحرك في لحظة زمنية أسفل السعر الفعلي للسهم ثم يعود للارتفاع.

و قرار بيع الأسهم يكون صحيحاً في حالة °:

– يكون سعر السهم ومتوسطه المتحرك متجه للهبوط.

– السعر الفعلي للسهم يكون أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتجه للهبوط.

^١ حماد. طارق عبد العال ،أسس الاستثمار الناجح في البورصة .مرجع سبق ذكره ، ص ٣٩٨ .

2 Gerald . Appel , Technical Analysis: Power Tools for Active Investors, Financial Times Prentice Hall, New York, 2005 , p43 .

³ Pring. Martin J, Technical Analysis Explained ,Op .Cit , p157.

^٤ حسين ، عصام ،أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠٠٨ ، ص ١٦٩ .

^٥ الحناوي .محمد صالح ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ،الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٨ ، ص ١٥٠-١٥٢ .

- المتوسط أعلى من السعر الفعلي الذي يتجه للارتفاع في لحظة زمنية ثم يعاود الهبوط. ويوجد أربعة أنواع من المتوسطات المتحركة التي تستخدم بكثرة في التحليل الفني لحركة الأسعار بالأسواق المالية المختلفة وهي :
- المتوسط المتحرك البسيط (SMA) Simple Moving Average
- المتوسط المتحرك المرجح (WMA) weighted Moving Average
- المتوسط المتحرك الأسّي (EMA) Exponential Moving Average
- المتوسط المتحرك المتلاقي والمنفرج أو المتوسط المتقارب والمتباعد Moving Average Divergence Convergence (MACD)
- ١-٢ المتوسط المتحرك البسيط (SMA) Simple Moving Average^١: يعتبر المتوسط المتحرك البسيط من أكثر المؤشرات شيوعاً في التحليل الفني ، ويتم حساب المتوسط المتحرك البسيط من خلال جمع الأسعار التي وصل إليها السهم خلال فترة زمنية معينة و ثم قسم ت الناتج على عدد المرات التي تمت فيها ملاحظة الأسعار.
- والهدف من استخدام مؤشر المتوسط المتحرك البسيط^٢ :
- التخلص من الذبذبات الحادة التي من الممكن وجودها في فترة الدراسة والتحليل.
- توضيح الرؤية بالنسبة للمحلل و تنقية الأسعار من ما يعرف بضوضاء السعر ، بما يساعد في التعرف على اتجاه السعر.
- التعرف على نقطة بداية اتجاه السعر و تحديد نهاية اتجاه سعر سابق.
- ويعاب على المتوسط المتحرك البسيط بأنه :
- حذف أرقام الإقفال في بداية السلسلة بمرور الوقت وذلك لإضافة أسعار الإقفال اللاحقة على حسابها.
- يعتمد هذا المتوسط على أسعار الإقفال فقط متجاهلاً باقي البيانات السعرية المتعلقة بسعر السهم كسعر الفتح وأعلى سعر وأدنى سعر.
- لا يعطى أي أهمية نسبية لأسعار الإقفال اللاحقة ولا يف رق بين أسعار الإقفال الحديثة أو القديمة حيث يعطي أوزاناً متساوية للفترات الداخلة في حساب المتوسط^١.

^١ غنيم .حسين عطا ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، القاهرة ، ٢٠٠٥ ، ص ٧٠ .

^٢ عطية .محمد عبد الحميد ، الاستثمار في البورصة ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠١١ ، ص ٣٤٩ .

٢-٢ المتوسط المتحرك المرجح (WMA) weighted Moving Average^٢: يتم حسابه على أساس إعطاء أوزانه نسبية مختلفة لكل سعر من أسعار الإقفال المكونة للسلسلة الزمنية، مراعاة إعطاء الوزن أو الأهمية الأكبر للأسعار الحديثة أو التي يتم إضافتها للسلسلة. ويهدف المتوسط المتحرك المرجح إلى تجنب العيب الأخير الخاص بالمتوسط المتحرك البسيط . ويتم وفقاً لهذا الأسلوب إعطاء أوزان متدرجة إذ تأخذ أقدم فترة الوزن (١) بينما تأخذ الفترة الأحدث الوزن (٢) وهكذا إلى أن نصل إلى أحدث فترة والتي تأخذ الوزن (ن)، حيث تعبر (ن) عن عدد الفترات الداخلة في حساب المتوسط، ثم تضرب كل قراءة في وزنها ثم يقسم المجموع على مجموع عدد الأوزان. ويتم حساب المتوسط المتحرك المرجح كالتالي :

$$\frac{1c_{p1} + 2c_{p2} + 3c_{p3} + \dots + nc_{pn}}{1 + 2 + 3 + \dots + n}$$

حيث أن (Cp) : يمثل سعر الإقفال

(n) : تمثل عدد أسعار الإقفال

ويعاب عليه أنه يتجاهل كل الأسعار الخارجة عن الفترة الزمنية التي يتم حساب متوسط أسعارها ، فإذا كان المتوسط المرجح لمدة خمسة أيام فإنه يتجاهل القراءات التي قبل الخمسة أيام مثلاً^٣.

٢-٣ المتوسط المتحرك الأسّي (EMA) Exponential Moving Average^٤: يعمل المتوسط المتحرك الأسّي على تجنب العيب السابق المشار إليه، وبالتالي فإن يأخذ في الاعتبار كل الأسعار ، ونظراً لصعوبة احتسابه يفضل استخدام الحاسب الآلي من خلال البرامج الجاهزة التي يمكن استخدامها في حساب المتوسطات وفي إعداد خرائط التحليل الفني.

٢-٤ المتوسط المتحرك المتلاقي والمنفرج أو المتوسط المتقارب والمتباعد Moving Average Divergence Convergence (MACD)^٥: يعد هذا المؤشر من أكثر المؤشرات الفنية شيوعاً واستخداماً بين المحللين الفنيين ، هو يعتمد على المتوسطات المتحركة وتحولها من مؤشرات تعزيزية للقرار الاستثماري أي مساعدة إلى مؤشرات تقوم على قياسات التذبذب وتحركات زخم اتجاه السعر وذلك من خلال طرح قيمة المتوسط المتحرك ذو النطاق الزمني الأطول (عادةً

¹ Murphy . John J , Technical Analysis Of The Financial Market , Op .Cit , P 199 .

² Romeu .Rafael, Serajuddin. Umar , Technical Analysis For Direct Access Trading , op. cit, pp129-133.

^٣ المهيلمي . عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦٥ .

⁴ Meyers .Thomas A., The Technical Analysis Course , OP. Cit, P.311.

⁵ Brooks . John C , Mastering Technical Analysis , Mc Grow –Hill , New York , 2006 , PP 108-109 .

المتوسط الأسّي لمدة ٢٦ يوم) من المتوسط المتحرك ذو النطاق الزمني الأقصر (المتوسط الأسّي لمدة ١٢ يوم) والنتيجة تشكيل خط يتذبذب حول مستوى الصفر بدون حدود عليا أو دنيا .
ويستخدم المؤشر في التنبؤ باتجاه السعر من خلال دراسة التقاطعات مع خط المتوسط المتحرك، فعند ارتفاع المؤشر عن خط المتوسط المتحرك فإن ذلك يشير إلى توقع صعود اتجاه السهم، أما في حالة انخفاض المؤشر عن خط المتوسط المتحرك فإن ذلك يشير إلى توقع هبوط اتجاه السهم. ويمكن استنباط الإشارات التالية من مؤشر الماكـ* التي تشير إلى اتخاذ قرار الشراء أو البيع^١:

➤ إشارات الشراء يمكن استنباطها من مؤشر الماكـ:

- أن يقطع مؤشر الماكـ المتوسط المتحرك لأعلى.
- الميل الإيجابي ويحدث عندما يشكل خط الماكـ انخفاضتي أو أكثر بحيث يكون كل انخفاض أعلى من الانخفاض الذي يسبقه ويجب أن يكون سعر السهم في نزول في الوقت الذي يكون فيه الماكـ متجه إلى أعلى.
- تجاوز الماكـ خط المنتصف لأعلى.

➤ وهناك ثلاث إشارات للبيع يمكن استنباطها من مؤشر الماكـ :

- أن يقطع مؤشر الماكـ المتوسط المتحرك لأسفل.
- الميل السلبي و يختلف عن الميل الإيجابي في أن سعر السهم في الميل السلبي يكون في حالة صعود بينما مؤشر الماكـ يكون في حالة هبوط مكوناً ارتفاعين أو أكثر بحيث يكون كل ارتفاع ينخفض عن الارتفاع الذي يسبقه .
- تجاوز الماكـ خط المنتصف لأسفل.

ويمكن بيان ذلك من خلال الشكل رقم (٤)



الشكل رقم (٤) مؤشر الماكـ

* الماكـ : اختصاراً إلى المتوسط المتحرك المتلاقي والمنفرد أو المتوسط المتقارب والمتباعد .

¹ Gerald . Appel , Technical Analysis: Power Tools for Active Investors , Op .Cit , PP 179-182 .

٣. مؤشر القوة النسبية (RSI) Relative Strength Index :

يستخدم مؤشر القوة النسبية لكي يكشف عن حالة السوق أو السهم، وما إذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها، فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها فإن ذلك يشير إلى امتلاك عدد كبير من المستثمرين لحصص من الأسهم ومن المتوقع أن ينخفض السوق عندما يقوم بعض المستثمرين ببيع ما لديهم من أسهم ، و أما إذا كان السوق يمر بمرحلة بيع مغالى فيها فمعنى ذلك أن عدداً قليلاً من المستثمرين يمتلكون حصصاً من الأسهم ومن المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين لشراء أسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم مستقبلاً. و يتمتع هذا المؤشر بقدرة تحليلية في غاية الأهمية بالنسبة للمحللين الفنيين حيث يقوم بالمقارنة بين حجم وقوة المكاسب المحققة في سعر السهم إلى حجم وقوة الخسائر المحققة في سعر السهم خلال فترة زمنية محددة، وبعدها يتم تحويل هذه العلاقة إلى نقطة بيانية للتعبير عن مؤشر تتراوح قيمته ما بين صفر و ١٠٠ نقطة، ويتم حساب هذا المؤشر كما يلي:

حساب القوة النسبية (RS) وهي عبارة عن متوسط أسعار الإقفال التي ارتفعت مقسوماً على متوسط أسعار الإقفال التي هبطت خلال فترة زمنية معينة.

ويتم حساب القوة النسبية من خلال المعادلة التالية ^٢:

$$\text{القوة النسبية (RS)} = \frac{\text{متوسط أسعار الإغلاق عند مستوى مرتفع لعدد من الأيام}}{\text{متوسط أسعار الإغلاق عند مستوى منخفض لعدد من الأيام}}$$
$$\text{مؤشر القوة النسبية (RSI)} = 100 - \frac{100}{1 + \text{القوة النسبية}}$$

■ ويمكن تفسير هذا المؤشر من خلال ما يلي:

- يرى المحللون الفنيون انه يُفضل الشراء عند هبوط المؤشر عند مستوى ٣٠ نقطة فأقل لأنه يعد دلالة على المغالاة في عمليات البيع.
- يُفضل البيع عند صعود المؤشر حتى مستوى ٧٠ نقطة فأكثر لأنه يعد دلالة على المغالاة في الشراء ^٣.

^١ هندي. منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٤٧ .

^٢ Murphy . John J, Technical Analysis Of The Financial Market , Op .Cit , P240 .

^٣ DeMark . Thomas R, The New Science of Technical Analysis , John Wiley & Sons, Inc , USA , 1994 , PP 97-99 .

ويمكن القول أن مؤشر القوة النسبية قد ينشأ عنه سلسلة من العلامات في الأجل القصير ،
وبعضها غير واضح وبالتالي لابد من استخدام مؤشر القوة النسبية بالاشتراك مع المؤشرات الفنية
الأخرى حتى يتم تلافي هذا العيب^١ .

ويمكن توضيح مقاييس مؤشر RSI عن طريق الجدول التالي^٢:

المرحلة	تفسيره	القراءة
المرحلة الأولى : تحت ٣٠ نقطة	يكون السهم فيها في القاع ، و هذه المرحلة مرحلة دخول جيدة لشراء السهم .	وجود المؤشر في هذه المنطقة يعني تشبع عمليات البيع وتعد منطقة أمانة للشراء ولكن لا يمكن الجزم بالشراء إلا بعد كسر ٣٠ نقطة في اتجاه الصعود .
المرحلة الثانية : من ٣٠ نقطة ولغاية ٥٠ نقطة	تعد هذه المرحلة جيدة للمضاربة على الأسهم ذات المؤشرات الجيدة الايجابية .	في هذه المنطقة من ٣٠ ولغاية ٧٠ يعتبر السهم في مرحلة استقرار أو منطقة حيرة بعبء عن القاع وبعيدة عن القمة .
المرحلة الثالثة : من ٥٠ لغاية ٧٠ نقطة	هي مرحلة جيدة للمضاربة حيث تشهد المرحلة ارتفاع الأسهم ، ولكن مع نهاية المرحلة والقرب من ٧٠ نقطة ينبغي توخي الحذر	
المرحلة الرابعة : أعلى من ٧٠ نقطة .	تسمى مرحلة جني الأرباح ، وعند وصول المؤشر ٧٠ نقطة فان ذلك يشير إلى احتمال تغير الاتجاه وانعكاسه من اتجاه صعودي إلى اتجاه هبوطي ، مما يجعل هذه النقطة نقطة جيدة للبيع .	وجود السهم في نقطة فوق ٧٠ يشير إلى أن السهم في منطقة تشبع بالشراء ، وهي منطقة مناسبة للبيع ولكن لا نستطيع الجزم بضرورة البيع إلا بعد كسر ٧٠ هبوطاً - وليست على إطلاقها - فقد يكسر السهم ٧٠ هبوطاً ثم يرتد لمواصلة الصعود .

الجدول رقم (٢) مقاييس مؤشر RSI

^١ سينسير .مايكل ، دليل التعامل في سوق الأسهم ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩٥ .

^٢ عطية . محمد عبد الحميد ، الاستثمار في البورصة ، مرجع سبق ذكره ، ٣٦٥ .

٤. خريطة القوة النسبية للسهم Relative Strength Chart :

تشير خريطة القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب سعر السهم مقارنةً بمؤشر السوق أو مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم^١. ويمكن تقسيم الأسهم وفق قوتها النسبية^٢ :

➤ **أسهم تتميز بقوة نسبية** : وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما تكون السوق صاعدة ، وبانخفاض سعرها بشكل ضئيل عندما تكون السوق هابطة ، وبالتالي يتوقع أن يتولد عنها عائد متميز .

➤ **أسهم لا تتميز بقوة نسبية** : وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع أسعارها بشكل ضئيل عندما تكون السوق صاعدة ، وبانخفاض سعرها بشكل كبير عندما تكون السوق هابطة ، وبالتالي يتوقع أن لا يتولد منها عائد متميز .

تستخدم خريطة القوة النسبية للمقارنة بين شركات داخل السوق أو داخل الصناعة وتحديد الشركات المتميزة ، وذلك من خلال إيجاد نسبة سعر السهم إلى إحدى مؤشرات السوق ، وكذلك إيجاد نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم وتحليل هذه النسبة ، فإذا اتضح أن أداء السهم كان أفضل بالمقارنة مع مؤشري الصناعة والسوق فهذا يعني أن السهم يتمتع بالقوة النسبية ويحقق عائداً متميزاً.

٥. خرائط الأعمدة Bar Chart^٣ :

تعتبر من أبسط الخرائط المستخدمة حيث يمثل المحور العمودي للخريطة سعر السهم وحجم التداول ، بينما يشير المحور الأفقي إلى تاريخ توقيت تسجيل السعر ، وأمام كل تاريخ عمود يكشف عن أربعة أسعار أساسية للسهم وهي:

- أعلى سعر بلغه السهم في ذلك التاريخ.

- أدنى سعر بلغه السهم في ذلك التاريخ.

- سعر الإقفال.

- سعر الافتتاح .

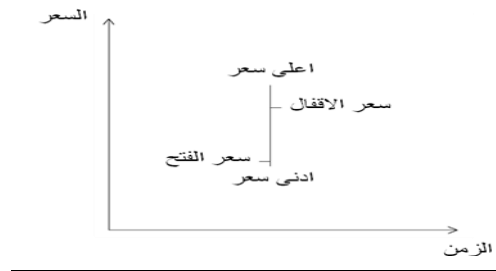
تشير أعلى نقطة في العمود إلى السعر الأعلى الذي بلغه السهم في ذلك التاريخ ، أما أدنى نقطة فتظهر أقل سعر وصل إليه السهم في ذلك التاريخ ، أما سعر الافتتاح فيشار إليه من خلال خط صغير إلى يسار العمود ويشار إلى سعر الإقفال من خلال خط صغير إلى يمين العمود .

¹ DeMark . Thomas R, The New Science of Technical Analysis, Op .Cit, p90.

^٢ الحناوي .محمد صالح ، مصطفى .نهال فريد ، العبد .جلال إبراهيم ، مرجع سبق ذكره ، ص١٥٦ .

³William . Sharp f, Gordon .Alexander .J, Jeffery. Bailey V ,Investments , Prentice –Hall International , inc ,New Jersey ,1999 , p783.

و يوجد في أسفل الخريطة خطوط تمثل حجم التداول على السهم مقابل كل تاريخ . وهذا ما يوضحه الشكل رقم (٥)¹.



الشكل رقم (٥) خرائط الأعمدة

تمتاز خرائط الأعمدة بأنها تظهر مدى تحرك سعر السهم خلال فترة الدراسة والتي يمكن أن تكون يومية أو أسبوعية ، ويساعد هذا النوع من الخرائط على تحديد النقطة الزمنية التي يبدأ عندها سعر السهم في تغيير اتجاهه ، وبالتالي تكون أفضل نقطة للشراء في حالة تغيير الاتجاه إلى أعلى و أفضل نقطة للبيع في حالة تغيير الاتجاه إلى أسفل ، ويحدث هذا التغيير المعاكس إلى أعلى إذا زاد الطلب عن العرض، وبالعكس يحدث التغيير المعاكس إلى أسفل إذا ما زاد العرض عن الطلب و تعكس خرائط الأعمدة الفجوات السعرية والتي يمكن أن تحصل بين سعري يومين متتاليين مثلاً أو حتى خلال اليوم الواحد ، ولكن بالمقابل فان خرائط الأعمدة لا يمكنها أن تظهر كامل التقلبات السعرية للسهم خلال فترة الدراسة².

تأخذ خرائط الأعمدة أشكالاً مختلفة وفيما يلي أكثر هذه الخرائط شيوعاً :

١-٥ . **خارطة قمة الرأس والأكتاف:** من الخرائط المهمة لمتابعة حركة أسعار الأسهم التي ترتفع ارتفاعاً يوصلها إلى القمة ثم يتبعه انخفاض في المستقبل .

وتتكون حركة السهم وفقاً لخريطة الرأس والأكتاف من المكونات التالية³ :

- **الكتف الأيسر :** هي فترة يحصل فيها ارتفاع مضطرب في أسعار الأوراق المالية بسبب كبر حجم صفقات الشراء حتى يصل الارتفاع إلى مستوى معين يتبعه انخفاض بسبب انخفاض في حجم الصفقات الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار بشكل عام.

1 Stevens . Leigh ,Essential Technical Analysis, Op. Cit , PP 61-62.

2 Luca .Cornelius ,Technical Analysis Applications , Op. Cit , P13 .

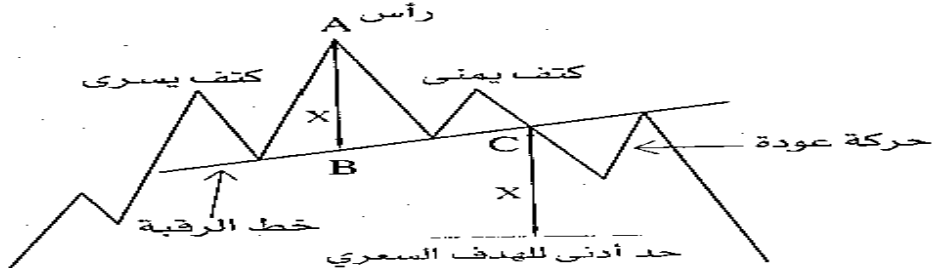
³ الزبيدي. حمزة محمود ، الاستثمار بالأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان، ٢٠٠١ ، ص ١٠١ .

• الرأس: عندما تحصل ضخامة في صفقات الشراء للأوراق المالية يترتب عليها ارتفاع كبير في السعر ليصل إلى قمة الرأس يتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات يؤثر على الأسعار بالانخفاض حتى تصل دون أسعار القمة إلا أنها أعلى من أسعار الكتف الأيسر.

• الكتف الأيمن : في هذه الفترة يحصل زيادة في الصفقات ولكن بمعدل أقل مما حصل في الفترة السابقة أي أقل مقارنة بالحالة التي سببت الكتف الأيسر والقمة (الرأس) و أسعار الأوراق المالية تنقل في الوصول إلى أسعار القمة، بعدها تبدأ بالانخفاض مُشكلةً الكتف الأيمن.

يمكن رسم خط أفقي يمر بنقاط الحد الأدنى للسعر ويسمى بخط الرقبة وهذا الخط يمكن أن يكون على مستوى أفقي أو قد يأخذ اتجاهًا إلى الزيادة أو النقصان .

يشير اختراق هذا الخط إلى وجود تغير في حركة الأسعار الخاصة بالسهم ، فإذا تم اختراق خط الرقبة نحو الأعلى وترافق ذلك مع حجم تعامل كبير فإن هذا الاختراق من وجهة نظر الفنيين يمثل توقيت ملائم للشراء ، و أما إذا ما تم الاختراق نحو الأسفل وترافق ذلك مع حجم تعامل كبير فإن هذا الاختراق يمثل وجهة نظر الفنيين توقيت ملائم للبيع . وهذا ما يوضحه الشكل رقم (٦)^١.



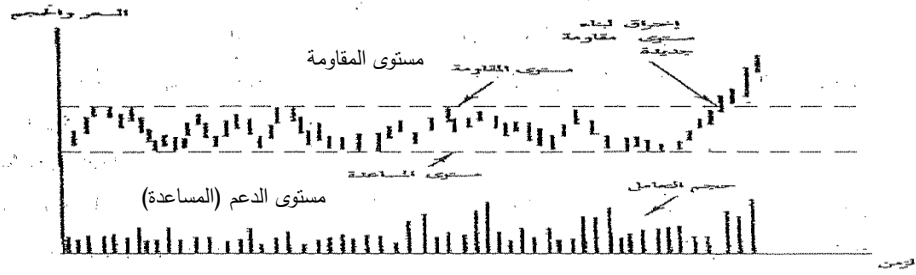
الشكل رقم (٦) خارطة قمة الرأس والأكتاف

٥-٢ خريطة المستويات الداعمة (المساعدة) والمقاومة^٢: يعبر الدعم عن حاجز سفلي يمنع انخفاض الأسعار، فالدعم هو السعر الذي يكون ع نده الطلب مرتفع إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغير اتجاهه من الهبوط إلى الصعود مما يدفع المشتريين في الإقبال على السهم وبالتالي يؤدي إلى زيارة الطلب واتجاه السعر إلى الصعود، وعندما ينخفض السعر ويقترب من نقطة الدعم فمن المتوقع أن تعاود الأسعار ارتفاعها من جد يد مما يجعل من نقاط الدعم وقت جيد للشراء، لأنه سوف يلي نقطة الدعم هذه ارتفاع في السعر.

^١ غنيم .حسين عطا ، دراسات في التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٢.

^٢ عطية . محمد عبد الحميد ، الاستثمار في البورصة . مرجع سبق ذكره ، ص ٢٨١-٢٨٢.

والمقاومة حاجز علوي يمنع ارتفاع الأسعار ، ويمكن تعريف نقاط المقاومة على أنها مستوى السعر الذي يكون عنده العرض مرتفع إلى الحد الذي يدفع السعر إلى تغير اتجاهه من الصعود إلى اتجاه الهبوط، مما يدفع البائعين إلى الإقبال على بيع السهم مما يؤدي إلى زيادة العرض عن الطلب مما يعمل على اتجاه السعر إلى أسفل أو الهبوط، وعليه فإنه عندما يرتفع السعر ويقترب من نقطة المقاومة فمن المتوقع أن تعاود الأسعار انخفاضها أو هبوطها من جديد مما يجعل من نقاط المقاومة وقت جيد للبيع لأنه سوف يلي نقطة المقاومة هذه انخفاض في السعر . وهذا ما يوضحه الشكل رقم (٧)



الشكل رقم (٧) خريطة المستويات المساعدة والمقاومة

وبشكل عام يمكن القول أن المرادف للمستوى المساعد (الداعم) هو الطلب ، والمرادف للمستوى المقاوم هو كلمة العرض ، فالمستوى المساعد هو سعر ادني من السعر الجاري بالسوق يكثر عنده الطلب أو مستوى منخفض للأسعار يُنتظر عنده دخول مشتريين جدد للسوق أو سعر معين أقل من السعر الحالي يُتوقع أن ترتفع من عنده بعد أن تتخفف إليه .

أما المستوى المقاوم فهو سعر أعلى من سعر السوق الجاري يزداد عن ده العرض بقوة أو مستوى مرتفع نسبياً للأسعار ينتظر عنده دخول بائعين جدد للسوق ، أو منطقة علوية للسعر يتوقع أن تتخفف الأسعار بعد الوصول إليها ^١.

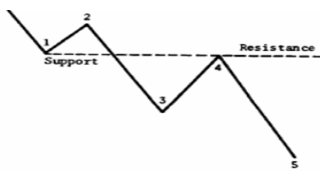
ويعتقد المحللون الفنيون أن المستويات المساعدة والمقاومة تعود إلى التصور النفسي للمتعاملين في السوق فهم يتهيئون للشراء عندما تصل الأسعار إلى المستوى المساعد حيث تميل الأسعار للارتفاع وليس للانخفاض ، بينما يتأهبون للبيع عندما تصل الأسعار عند المستوى المقاوم حيث تميل الأسعار للانخفاض بدلا من الارتفاع ^٢.

^١ المهيمني . عبد المجيد ، التحليل الفني للأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩١ .

^٢ الراوي . خالد وهيب ، إدارة المخاطر المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، ١٩٩٩ ، ص ٢٤٥-٢٤٦ .

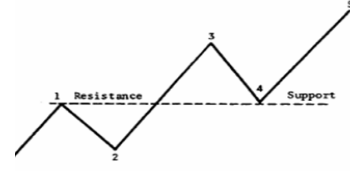
وتتأثر نقاط الدعم والمقاومة بالعوامل التالية^١:

- مدة التداول : كلما زادت مدة التداول في منطقة سعرية معينة و زاد معها حجم التداول كانت تلك النقطة نقطة قوية يصعب اختراقها مما يكسبها أهمية كبرى.
- حداثة السعر : كلما كانت نقطة الدعم أو المقاومة حديثة كلما زادها ذلك أهمية .
- المدى الزمني : كلما زادت الفترة الزمنية لمنطقة الدعم أو المقاومة كان ذلك في صالح تلك النقطة ، فنقطة الدعم أو المقاومة الشهرية أهم من نقطة الدعم أو المقاومة الأسبوعية ، ونقطة الدعم أو المقاومة الأسبوعية أهم من نقطة الدعم أو المقاومة اليومية.
- ويمكن للدعم أن يتحول إلى مقاومة عند كسر خط الدعم بحجم تداول مرتفع والأسعار أغلقت فوق خط المقاومة لمدة يومين متتاليين ، ويمكن للمقاومة أن تتحول إلى دعم عند كسر خط المقاومة بحجم تداول مرتفع و الأسعار أغلقت أسفل خط الدعم لمدة يومين متتاليين والشكل رقم (٨) يوضح تحول المقاومة إلى دعم وتحول الدعم إلى مقاومة .



في الاتجاه التنازلي الموضح تحول مستوى الدعم

عند النقطة ١ إلى مستوى مقاومة عند النقطة ٤



في الاتجاه التصاعدي مستوى المقاومة ١ قد تم اختراقه للأعلى

وبالتالي قد أصبح مستوى دعم عند النقطة ٤

الشكل رقم (٨) تحول الدعم إلى مقاومة وتحول المقاومة إلى دعم

٦. خرائط الخطوط : Line Chart

- تتشابه خرائط الخطوط مع خرائط الأعمدة من حيث المحاور حيث يمثل المحور العمودي سعر السهم وحجم التعامل بينما يمثل المحور الأفقي الزمن.
- تأخذ خرائط الخطوط عدة أشكال ومن أهمها خرائط الخطوط اليومية حيث يتم وصل الأسعار اليومية (غالباً سعر الإقفال) مع بعضها بواسطة الخطوط . وتعتبر خرائط الخطوط مفيدة حيث أنها يمكن أن توضح الاتجاه العام لسعر السهم ، كذلك فإن دراستها تعتبر أسهل مقارنة بخرائط الأعمدة . ولكن بالمقابل فإنه يعاب عليها عدم إظهارها للتقلبات السعرية التي تحدث خلال اليوم^٢.

^١ عطية . محمد عبد الحميد ، الاستثمار في البورصة . مرجع سبق ذكره ، ص ٢٨٣-٢٨٤ .

^٢ Luca .Cornelius , Technical Analysis Applications , Op.Cit , PP 11-12 .

و تأخذ خرائط الخطوط نفس الأشكال التي تأخذها خرائط الأعمدة كخرائط المستويات المساعدة والمقاومة، وخرائط الرأس والكتفين ، كما ينطبق عليها نفس التفسيرات المتعلقة بتلك الخرائط .

٧. مؤشر التذبذب (التأرجح) Oscillator :

تعكس المؤشرات السابقة حركة الاتجاه العام في الأسعار، إذ أنها تبين نقطة البداية التي تعكس الارتفاع أو الانخفاض المحتمل في الأسعار، أما مؤشر التذبذب فيستخدم أساساً بالنسبة للأسهم التي لا تأخذ أسعارها اتجاهًا عامًا سواء للصعود أو الهبوط، وإنما تتذبذب أسعارها ارتفاعاً وهبوطاً وفي نطاق مدى معين، بحيث يصعب معه الاستفادة من المؤشرات السابقة.

وبفقد مؤشر التذبذب في إظهار ما إذا كانت الأسعار قد وصلت إلى الحد الأعلى وهو ما يعرف بحالة الشراء الزائد Overbought أو أن الأسعار قد وصلت إلى الحد الأدنى وهو ما يعرف بحالة البيع الزائد Oversold. ونظراً لأن بداية الحركة في الأسعار عادةً ما تكون مصحوبة بوجود اتجاه عام سواء اتجاه للصعود أو الهبوط فإن استخدام مؤشر التذبذب لا يكون مفيداً في هذه المرحلة، إذ يفضل استخدام أحد مؤشرات الاتجاه العام السابقة على أن يتم استخدام مؤشر التذبذب في نهاية الفترة الخاصة بحركة الأسعار حيث تأخذ هذه الحركة الشكل الأفقي.

ويتم وفقاً لهذا المؤشر رسم خط يعبر عن الحد الأعلى للأسعار و آخر يعبر عن الحد الأدنى للأسعار بالإضافة إلى خط ثالث يعبر عن المتوسط للأسعار ، ويمكن تمييز هذه الأسعار فنعبّر عن الحد الأعلى بالرقم + ١ والحد الأدنى بالرقم - ١ والمتوسط بالرقم صفر^١.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن وجود قراءات تتخطى المتوسط إلى أعلى يعبر عن احتمال ارتفاع الأسعار، وعلى العكس وجود قراءات تتخطى المتوسط إلى أدنى يعبر عن احتمال هبوط الأسعار، وبالتالي يمكن للمحلل الفني من تتبع حركة الأسعار من خلال هذا المؤشر.

وكما تجدر الإشارة إلى أن اقتراب مؤشر التذبذب من أحد الحدود العليا أو الدنيا يعني أن الأسعار الحالية قد اتجهت بشكل مبالغ فيه نحو هذا الحد، وأن هناك احتمال إلى تغيير الأسعار في الاتجاه المضاد، وبالتالي يفضل دائماً الشراء عندما يقترب المؤشر من الحدود الدنيا وعلى العكس يفضل دائماً البيع عندما يقترب المؤشر من الحدود العليا^٢.

¹ Murphy . John J, Technical Analysis Of The Financial Market , Op .Cit ,P P225-227.

² Brooks . John C ,Mastering Technical Analysis ,op .cit , pp102-103 .

٨. الشموع اليابانية Japanese Candlesticks :

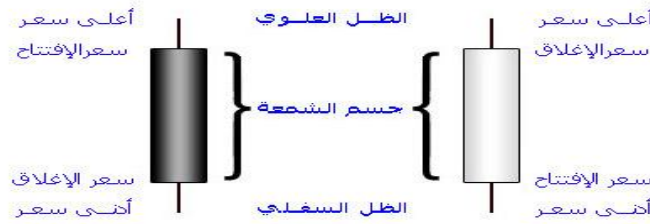
أولاً : مفهوم الشموع اليابانية :

الشموع اليابانية نوع من التحليل الفني يعتمد على رسم علاقة بين التغير في سعر السهم والتغير في الزمن، حيث يمثل الخط الرأسي التغير في السعر والأفقى التغير في الزمن، ينتج عن هذا المنحنى ظهور أعمدة تشبه الشموع لذلك تسمى بالشموع اليابانية لأن أول من استخدمها هم اليابانيون في مضاربات الأرز منذ أكثر من ثلاثمائة عام.

كل شمعة تمثل مدة من الزمن قد تكون ١٠ دقائق أو ١٥ دقيقة أو يوم كامل حسب اختيار المدة الزمنية للمنحنى . وتتكون كل شمعة من قسمين^١ :

١. الجسم الحقيقي للشمعة (Real Body) : وهو عبارة عن خطين أحدهما يمثل سعر الافتتاح والآخر يمثل سعر الإقفال، ويُلاحظ أنه إذا كان سعر الافتتاح أقل من سعر الإقفال أي أن سعر إغلاق السهم ارتفع عن سعر الافتتاح كان الخط العلوي من الشمعة يمثل سعر الإقفال والخط السفلي يمثل سعر الافتتاح ، ويكون لون جسم الشمعة أبيض وهي تشير إلى ارتفاع السعر. وإذا كان سعر الافتتاح أكبر من سعر الإقفال أي أن سعر الإغلاق للسهم انخفض عن سعر الافتتاح كان الخط العلوي من الشمعة يمثل سعر الافتتاح والخط السفلي يمثل سعر الإقفال ويكون لون جسم الشمعة أسود وهي تشير إلى انخفاض السعر . والمقصود بالافتتاح والإغلاق لكل شمعة وليس للسهم نفسه إلا إذا كانت الشمعة تمثل يوم كامل للتداول فإن الافتتاح والإغلاق يمثل بداية التعامل ونهاية التعامل في هذا اليوم .

٢. الظلال (Shadows): وتنقسم إلى خط علوي أو الرأس (upper shadow) يمثل أعلى سعر وصل إليه السهم والخط السفلي أو الرجل (lower shadow) يمثل أقل سعر وصل إليه السهم في هذه الفترة . ويوضح الشكل رقم (9) أجزاء الشمعة اليابانية :



الشكل رقم (9) مكونات الشموع اليابانية

^١ ذو الغنى . حسام ، مبادئ التحليل الفني في أسواق المال ، دار التوفيق ، دمشق ، ٢٠٠٧ ، ص ٢٢-٢٣ .

ثانياً : أشكال الشموع اليابانية :

توجد مجموعة من الأنماط التي تتخذها الشموع اليابانية والتي تكشف عن حركة الأسعار واتجاهاتها و نقسم الشموع اليابانية إلى نوعين أساسيين هما الشموع الفردية والشموع المركبة.

١. الشموع الفردية : هي الشموع التي تتكون من شمعة واحدة ويمكن تقسيمها حسب الشكل إلى الأنواع التالية :

- الشمعة الطويلة البيضاء Long White Candle .
- الشمعة الطويلة السوداء Long Black Candle .
- شمعة المطرقة Hammer .
- شمعة الشهاب Shooting Star .
- شمعة الدوجي Doji .
- شمعة المربوز Marubozu .

ومن خلال ما يلي نتناول تلك الأشكال بالشرح والتعليق ^١:

١ ٤. الشمعة الطويلة البيضاء Long White Candle : هي الشمعة التي يكون فيها سعر الافتتاح أقل من سعر الإقفال، وهناك مسافة طويلة بين أعلى سعر وأدنى سعر، وتشير إلى حجم تداول عالي جداً على السهم خلال الفترة، وأن المشتريين مهيمنين على عمليات التداول مما يعني أن الطلب بشكل كبير أدى إلى ارتفاع السعر والإغلاق بسعر أعلى من سعر الافتتاح ، ويشير وجود هذه الشمعة إلى أن السوق في حالة صعود. وهذا ما يوضحه الشكل (٩)

١ ٤. الشمعة الطويلة السوداء Long Black Candle : و هي عكس الشمعة البيضاء، و يكون فيها سعر الافتتاح أكبر من سعر الإقفال ، وتدل على أن البائعين هم المسيطرون على السوق مما يؤدي إلى زيادة العرض عن الطلب مما يؤدي بدوره إلى انخفاض سعر السهم وهبوط السعر بشدة والإغلاق بسعر أقل من سعر الافتتاح ، ويشير وجود هذه الشمعة إلى أن السوق في حالة هبوط. وهذا ما يوضحه الشكل (٩)

١ ٣. شمعة المطرقة Hammer: هي شمعة جسمها صغير وظلها السفلي (الرجل) طويل نسبياً وظلها العلوي (الرأس) قصير جداً ولونها أبيض ، ويشير الجسم القصير الأبيض إلى أن السعر زاد عن الافتتاح وأغلق على ارتفاع ولكنه ارتفاع بسيط، ورأسها القصير دليل على أن السعر لم يرتفع كثيراً على سعر الإقفال ، في حين نجد أن الرجل الطويل يشير إلى أن البائعين

¹ Achelis . Steven B, Technical Analysis From A To Z , Op . Cit , PP 90-96

سيطروا على عمليات التداول في البداية حتى انخفض السعر إلى حد معين ثم تمت السيطرة من قبل المشتريين واشتروا بكميات كبيرة ما أدى في النهاية إلى ارتفاع السعر مرة أخرى حتى رجع السعر إلى سعر الافتتاح مرة أخرى. وتظهر هذه الشمعة عند هبوط سعر السهم ووجودها تشير كثيراً إلى وجود نقطة دعم وإلى انتظار صعود عكسي لسعر السهم. وهذا ما يوضحه الشكل (١٠)



الشكل رقم (١٠) شمعة المطرقة Hammer

١. ٤. شمعة الرجل المشنوق Hanging Man: هي شمعة جسمها قصير أسود ورأسها قصير جداً ورجلها طويلة نسبياً ، ويشير الجسم القصير الأسود إلى أن السعر انخفض عن الافتتاح وأغلق على انخفاض ولكنه انخفاض بسيط، ورأسها القصير دليل على أن السعر لم ينخفض كثيراً على سعر الإقفال ، في حين نجد أن الرجل الطويل يشير إلى أن البائعين سيطروا على عمليات التداول وقاموا بعمليات البيع بالشكل الذي أدى إلى انخفاض السعر ، ولكن المشتريين عاودوا وسيطروا على عمليات الشراء مرة أخرى وأصبحوا مسيطرين على السهم مما أدى إلى ارتفاع سعره مرة أخرى ، لكن هذا الارتفاع لم يصل إلى سعر الافتتاح مرة ثانية مما يحدث نوعاً من الإحباط لدى البائعين بعكس شمعة المطرقة التي أحدثت لدى البائعين نوعاً من التفاؤل تجاه السعر. لذلك تشير هذه الشمعة إلى قرب حدوث انهيار للسهم وأنه وصل إلى نقطة مقاومة. وهذا ما يوضحه الشكل (١١):



الشكل رقم (١١) شمعة الرجل المشنوق Hanging Man

١. ٥. شمعة الشهاب Shooting Star: هي شمعة جسمها قصير مما يدل على ضعف عمليات التداول ولونها أسود مما يدل إلى أن سعر الإقفال انخفض عن سعر الافتتاح ولكن هذا الانخفاض محدود، في حين نجد الرأس طويلة نسبياً مما يدل على ارتفاع عالي في السعر ولكن البائعون استطاعوا السيطرة على عمليات التداول مما أدى إلى انخفاض السعر مرة أخرى بالشكل

¹ Keller . David, Breakthroughs In Technical Analysis, Mc Grow –Hill ,New York ,2007,PP53-54.

الذي يجعل سعر الإقفال أقل من سعر الافتتاح، مما يشير إلى وجود سيطرة من قبل البائعين وبحثهم عن فرصة لبيع السهم. وتحدث هذه الشمعة غالباً بعد حدوث صعود في السهم أو عقب شمعة بيضاء طويلة، والنتيجة المتوقعة بعد هذه الشمعة حدوث هبوط مفاجئ في سعر السهم، وتعتبر هذه الشمعة نقطة مقاومة للسهم. وهذا ما يوضحه الشكل (١٢):



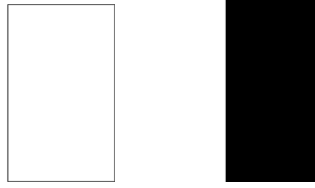
الشكل رقم (١٢) شمعة الشهاب shooting star

١ ٤. **شمعة الدوجي Doji** : هي شمعة جسمها قصير جداً قد يكون عبارة عن خط مستقيم، فسعر الافتتاح قد يكون هو سعر الإقفال أو أكبر بقليل أو أقل بقليل، وتمتاز شموع الدوجي بأن ظلالها طويلة جداً أضعاف طول الجسم ، وتدل شموع الدوجي من ظلالها الطويلة إلى حيرة المتعاملين وعدم قدرة كلاً من المشتريين والبائعين السيطرة على سعر السهم .
و تعد شمعة الدوجي إذا وقعت بعد شمعة طويلة بيضاء دليلاً على توقف حركة الشراء التي قادها المشتريين، وبداية فترة من الضعف والحيرة تنتهي بحدوث مفاجأة في التعامل على السهم كالهبوط أما إذا وقعت بعد شمعة طويلة سوداء دليلاً على توقف حركة البيع التي قادها البائعين وبداية فترة من الضعف والحيرة تنتهي بحدوث مفاجأة في التعامل على السهم كالصعود مرة أخرى . وهذا ما يوضحه الشكل (١٣) :



الشكل رقم (١٣) شمعة الدوجي Doji

١ ٤. **شمعة المربوز MARUBOZU** : هي شمعة بيضاء أو سوداء خالية من الظلال سواء الرأس أو الرجل .ويدل المربوز الأبيض على أن المشتريين سيطروا على السهم من أول الافتتاح إلى الإغلاق ولم يتردد أي واحد منهم في الشراء وغالباً ما يظهر المربوز الأبيض عند توافر أخبار أو أحداث جيدة عن السهم . و المربوز الأسود ويدل على أن البائعين سيطروا على السهم سيطرة كاملة ولم يتردد أي منهم في البيع بأي سعر، وغالباً ما يظهر المربوز الأسود عند توافر أخبار أو أحداث سيئة عن السهم. وهذا ما يوضحه الشكل (١٤) :



الشكل رقم (١٤) شمعة المريوز MARUBOZU

٢. **الشموع المركبة:** تقسم الشموع اليابانية المركبة إلى شموع ثنائية (تتكون من شمعتين) وشموع ثلاثية (تتكون من ثلاثة شمعات):

١-٢. **الشموع المركبة الثنائية:** تتكون الشموع الثنائية المركبة من الأشكال التالية^١:

– شمعة الحصار الصاعد (الشمعة البالعة) Bullish Engulfing .

– شمعة الاختراق Piercing Pattern .

– شمعة المرأة الحامل Harami.

١-١-٢. **شمعة الحصار الصاعد (الشمعة البالعة) Bullish Engulfing:** سميت بهذا الاسم

لأن ظهورها يدل على احتمال حدوث صعود للسهم ولأن من أهم شروطها أن الشمعة الثانية تبتلع الشمعة الأولى وتحتويها لذلك سميت البالعة أو البالعة. وتتكون هذه الشمعة من :

– شمعة سوداء صغيرة تدل على هبوط سعر إقفال السهم عن سعر الافتتاح ووجود كميات بيع كبيرة للسهم .

– الشمعة الثانية هي شمعة بيضاء طويلة وأهم شروطها أن يكون افتتاحها أقل من إغلاق

السوداء وإغلاقها أعلى من افتتاح السوداء يعني أطول منها من الناحيتين يعني بلعتها .

وتشير شمعة الحصار الصاعد إلى قيام المشتريين بمحاضرة البائعين ، حيث أن الأسعار تتجه

نحو الهبوط وسعر الافتتاح أقل من سعر الإقفال في جلسة التداول السابقة مما يعني سيطرة

البائعين على الموقف، إلا أن المشتريين من خلال طلبات الشراء المتلاحقة ينجحون في دفع

الأسعار إلى أعلى بما يحقق سعر إقفال للجلسة أكبر من سعر فتح الشمعة السابقة . وهذا ما

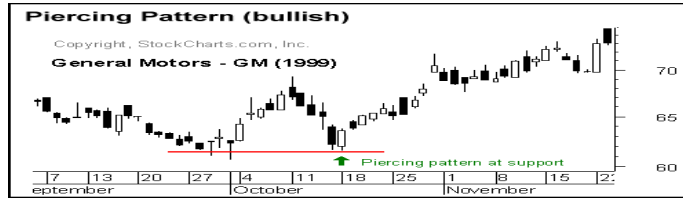
يوضحه الشكل رقم (١٥):



الشكل رقم (١٥) شمعة الحصار الصاعد (الشمعة البالعة) Bullish

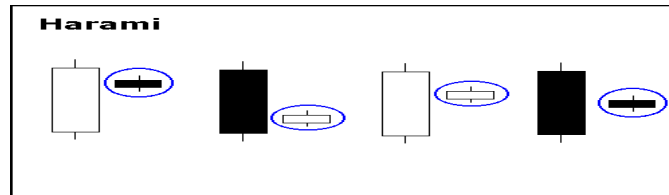
¹ Bensignor . Rick ,New Thinking in Technical A analysis , Bloomberg Press, New York , 2000 , PP72-80.

٢-١-٢. شمعة الاختراق **Piercing Pattern** ^١: تتكون هذه الشمعة من شمعتين الأولى طويلة سوداء والثانية طويلة بيضاء، ويكون سعر افتتاح الشمعة الطويلة البيضاء أقل من أدنى سعر للشمعة الطويلة السوداء، أما سعر إقفاله فيكون في مستوى أعلى من منتصف جسم الشمعة الطويلة السوداء، وتظهر شمعة الاختراق بعد مرحلة هبوط للسهم ووجود نقطة دعم وبالتالي فإن الفرصة مناسبة للمشتريين للدخول إلى السوق . وهذا ما يوضحه الشكل (١٦):



الشكل رقم (١٦) شمعة الاختراق **Piercing Pattern**

٢-١-٣. شمعة المرأة الحامل **Harami** ^٢: تتكون هذه الشمعة من شمعتين الأولى طويلة والثانية قصيرة، وقد تكون الشمعة الأولى بيضاء والشمعة الثانية سوداء أو الأولى سوداء والثانية بيضاء أو الاثنتين بيضاء أو الاثنتين سوداء، وهذه الألوان لا تعطي دلالة معينة. ولكن دلالة تلك الشمعة تظهر حسب نقطة وقوعها على خط الاتجاه فإذا وقعت عند نقطة دعم للسهم وبعد هبوط حاد فإنها تدل على مرحلة صعود ، أما إذا وقعت عند نقطة مقاومة وبعد صعود حاد فإنها تدل على مرحلة هبوط قادم . و تشير الشمعة الطويلة سواء كانت بيضاء أو سوداء على تداول عالي على السهم ثم تأتي الشمعة القصيرة بعدها سواء كانت بيضاء أو سوداء بما يدل على وجود حيرة كبيرة بين المتداولين سواء كان مشتريين أو بائعين ورغبتهم في تغيير هذا الوضع إلى الوضع العكسي. و يمكن القول أن الشمعة الطويلة تحتضن الشمعة القصيرة حتى لا تذهب بعيداً عنها بما يعرف باسم المرأة الحامل ، أي أن الشمعة الطويلة تحتضن الشمعة الصغيرة كما تحتضن الأم طفلها حيث أن الشمعة الطويلة بمثابة الأم، والشمعة القصيرة بمثابة الجنين، ويدل وجود شمعة الأم الحامل إلى بداية أو ولادة دورة جديدة للسعر. وهذا ما يوضحه الشكل (١٧).



الشكل رقم (١٧) شمعة المرأة الحامل **Harami**

^١ كنجو، كنجو، شيجا، أيمن، رشيد، مروان، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، حلب، ٢٠٠٥، ص ٣٧٠.

^٢ عطية، محمد عبد الحميد، الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص ٣٣٤.

٢-٢. الشموع المركبة الثلاثية: تتكون الشموع الثلاثية المركبة من الأشكال التالية^١ :

- شمعة نجمة الصباح Morning Star .
- شمعة نجمة المساء (نجم الليل) Evening Star .
- شمعة الغربان الثلاثة السود Three Black Crows .
- شمعة الجنود الثلاثة البيض Three White Soldiers .

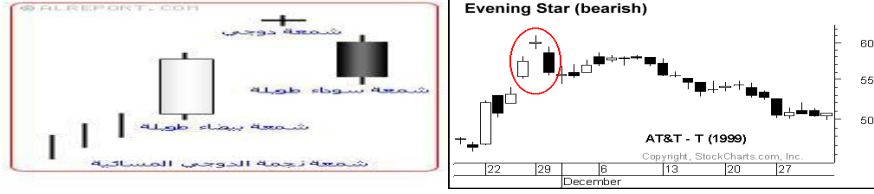
٢-٢-١ شمعة نجمة الصباح Morning Star: تتكون هذه الشمعة من شمعة سوداء طويلة وشمعة قصيرة سوداء أو بيضاء تبتعد عن الشمعة الأولى بحيث لا تتلامسان معاً ومن الممكن أن تكون الشمعة الثانية من شموع الدوجي و شمعة بيضاء طويلة. وتشير الشمعة السوداء الطويلة إلى سيطرة البائعين ومحاولتهم التخلص من هذا السهم محدثين موجه عارمة من البيع، ثم تأتي الشمعة الثانية القصيرة و تشير إلى توقف البائعين عن عمليات البيع المتتالية، وبعده تأتي الشمعة البيضاء الطويلة لتعكس اتجاه السعر حيث تشير إلى إقبال المشترين على عمليات الشراء، وتعتبر شمعة نجمة الصباح إشارة ايجابية إلى انعكاس السعر إلى الأعلى. وهذا ما يوضحه الشكل (١٨)



الشكل رقم (١٨) شمعة نجمة الصباح Morning Star

٢-٢-٢. شمعة نجمة المساء Evening Star: تتكون شمعة نجمة المساء من شمعة بيضاء طويلة و شمعة قصيرة سوداء أو بيضاء تبتعد عن الشمعة الأولى بحيث لا تتلامسان معاً ومن الممكن أن تكون الشمعة الثانية من شموع الدوجي و شمعة سوداء طويلة . و تشير الشمعة البيضاء الطويلة إلى سيطرة المشترين مما يدل على زيادة حجم التداول على السهم، وتشير الشمعة الثانية إلى حيرة المعاملين على السهم وتشير الشمعة السوداء الطويلة سيطرة الخوف والقلق على اتجاه السعر، وبالتالي فإن وجود هذه الشمعة عند نقطة مقاومة تشير إلى حدوث انخفاض سريع في سعر السهم . وهذا ما يوضحه الشكل (١٩).

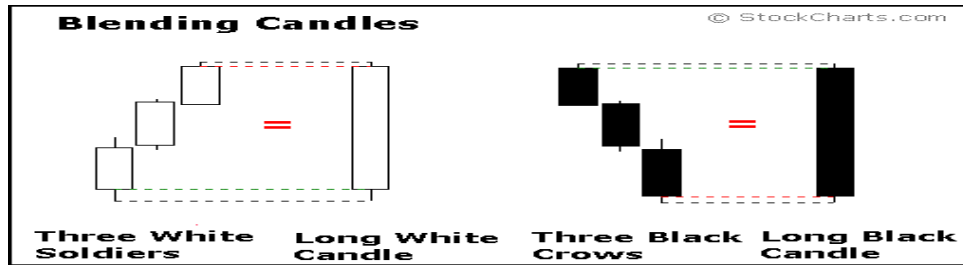
1 Rockefeller. Barbara, Technical Analysis For Dummies , Wiley Publishing, Inc ,USA ,2011 ,pp 148-151.



الشكل رقم (١٩) شمعة نجمة المساء Evening Star

٢-٢-٣ . شمعة الغربان الثلاثة السود **Three Black Crows**: تتكون هذه الشمعة من ثلاثة شمعات طويلة سوداء وقد تكون بدون ظل سفلي (الرجل) أو ظل سفلي قصير، و يكون سعر الافتتاح لكل شمعة من هذه الشمعات عند سعر إقفال الشمعة السابقة لها أو ق ريب منه، ويكون سعر الإقفال أقل من سعر بداية الجلسة أي سعر الافتتاح، وتكون مرصوصة بشكل تنازلي، مما يشير إلى ثلاثة أيام سود لعمليات التداول المتتالية، ومن هنا كان أسهمها بالغربان السود علامة على كل شمعة سوداء ، وشمعة الغربان الثلاثة السود هي في الحقيقة الشمع ة السوداء الطويلة التي تدل على أن البائعين هم المسيطرون على السوق وكثرة عمليات البيع مما يؤدي إلى زيادة العرض عن الطلب وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض سعر السهم وهبوط السعر بشدة والإغلاق دون سعر الافتتاح. وهذا ما يوضحه الشكل (٢٠) .

٢-٢-٤ . شمعة الجنود الثلاثة البيض **Three White Soldiers**: هذه الشمعة عكس شمعة الغربان الثلاثة السود، وتتكون من ثلاث شمعات بيض ، يكون سعر الافتتاح لكل شمعة أعلى من سعر إقفال الشمعة السابقة لها أو قريب منه، وتكون هذه الشموع بظل علوي قصير أو بدون ظل علوي، وشمعة الجنود الثلاثة البيض هي في ا لحقيقة الشمعة البيضاء الطويلة التي تدل على أن المشترين هم المسيطرون على السوق مما يؤدي إلى زيادة الطلب عن العرض وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع سعر السهم والإغلاق بسعر أعلى من سعر الافتتاح. وهذا ما يوضحه الشكل (٢٠) .



شمعة الغربان الثلاثة السود (٢٠) شكل رقم (٢٠) شمعة الجنود الثلاثة البيض

بعد استعراض أنواع الشموع الفردية والمركبة الثنائية والثلاثية، يمكننا عرض الجدول التالي الذي يوضح الشموع التي تعطي إشارات إلى الاتجاه الصعودي للأسعار والشموع التي تعطي إشارات إلى الاتجاه الهبوطي للأسعار :

شموع الاتجاه الهبوطي	شموع الاتجاه الصعودي
- الشمعة الطويلة السوداء Long Black Candle . - شمعة الرجل المشنوق Hanging Man . - شمعة الشهاب Shooting Star - شمعة الدوجي بعد شمعة بيضاء. - شمعة المربوز الأسود. - شمعة المرأة الحامل (إذا كانت الأم بيضاء والجنين اسود) - شمعة نجمة المساء Evening Star . - شمعة الغريان الثلاثة السود Three Black Crows .	- الشمعة الطويلة البيضاء Long White Candle . - شمعة المطرقة Hammer . - شمعة الدوجي بعد شمعة سوداء. - شمعة المربوز الأبيض. - شمعة الحصار الصاعد (الهالعة) Bullish Engulfing - شمعة الاختراق Piercing Pattern . - شمعة المرأة الحامل (إذا كانت الأم سوداء والجنين ابيض) - شمعة نجمة الصباح Morning Star . - شمعة الجنود الثلاثة البيض Three White Soldiers.

الجدول رقم (٣)

الشموع اليابانية

خلاصة الفصل الأول : يهدف التحليل الفني إلى التنبؤ بأسعار الأسهم المستقبلية عن طريق تحليل أسعار الأسهم السابقة . وهو ما يؤكد أن أسعار الأسهم غداً تتأثر بأسعار اليوم ، أن هذا التأكيد مهم لأنه لا يجعلنا نحتاج إلى القيام بالتحليل الأساسي ، بمعنى أن المستثمر لا يحتاج إلى الاهتمام بالنسب ومعدلات النمو و ظروف الصناعة ...، ولكن بدلاً من ذلك يقوم بالحفاظ على عوامل سوقية معينة مثل من يبيع ومن يشتري الأسهم ، ومعلومات معينة عن الأسهم نفسها مثل سعر الإقفال وحجم التداول ، وبعد ذلك يتم تلخيص هذه المعلومات في عدة أشكال مثل الرسومات والخرائط البيانية التي تخبر المستثمر بدورها متى يبيع ومتى يشتري الأوراق المالية . وتوجد عدة طرق فنية مختلفة تتعلق باختيار الأوراق المالية ، ويمكن تقسيمها بصفة عامة إلى مجموعتين رئيسيتين هما :

المجموعة الأولى : أساليب مصممة لكي تشير إلى الاتجاه العام للسوق نظراً لأن أسعار الأوراق المالية تتحرك معاً في فترات الهبوط أو الصعود الطويلة لذلك يكون اتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد توقيت الشراء أو البيع للأوراق المالية ، وتشمل هذه المجموعة عدة طرق فنية مثل نظرية داو ومقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين ومقاييس وجهة النظر المضادة ومقاييس المستثمر المحترف.

المجموعة الثانية : أساليب مصممة لكي تشير إلى توقيت التعامل على أوراق مالية معينة . تم تصميم هذه المجموعة من الطرق لكي تساعد المستثمر على تحديد التوقيت المناسب لشراء أو بيع أوراق مالية معينة ، وتشمل هذه المجموعة عدة خرائط مثل خرائط النقطة والشكل ومؤشر المتوسط المتحرك ومؤشر القوة النسبية و خريطة القوة النسبية للسهم وخرائط الأعمدة وخرائط الخطوط و مؤشر التذبذب (التأرجح) والشموع اليابانية .

وأن التعرف على قواعد التحليل الفني ومؤشراته يمكن المستثمر من متابعة أحداث وظروف السوق ويمكن أن يحقق له أوجه استثمار مربحة جداً طالما أنه يتصرف بسرعة وبذكاء . ويمكن استخدام عدة مؤشرات فنية للتعرف على تحركات السوق و أسعار أسهم معينة ، مع ملاحظة أن بعض القواعد والمؤشرات التي تستخدم في سوق معين قد لا تصلح لسوق آخر في دولة أخرى لعدم توفر هذه الأدوات ، (مثل البيع على المكشوف قد يصلح في السوق الأمريكي مثلاً ولا يصلح لسوق دمشق)، إلا أن القواعد الأخرى تصلح للتطبيق بشكل عام مثل المتوسط المتحرك وخرائط النقطة والشكل وخرائط الأعمدة ومؤشر القوة النسبية والشموع اليابانية ، واقتراح استخدام أكثر من قاعدة أو مؤشر لتأكيد الاتجاه مع تطوير هذه القواعد والمؤشرات باستمرار في ضوء ما هو متاح من معلومات لتلاءم الظروف المستجدة .

الفصل الثاني: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مقدمة في الأسواق المالية

المبحث الثاني : كفاءة الأسواق المالية

المبحث الثالث : أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

المبحث الأول :مقدمة في الأسواق المالية

أولاً : مفهوم الأسواق المالية

ثانياً : المتعاملون في الأسواق المالية

ثالثاً : الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية

رابعاً : آليات التعامل في الأسواق المالية

خامساً : مؤشرات الأسواق المالية

المبحث الأول : مقدمة في الأسواق المالية

أولاً : مفهوم الأسواق المالية :

تُعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، و برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية والدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك بتنمية المدخرات الوطنية، فالأسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول.

و ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها فالأسواق موجودة بوجود المجتمعات البشرية منذ القدم، ولكنها كانت تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، كذلك وسائل وأساليب بيع وشراء هذه السلع كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كتبادل سلعة بسلعة وهذا ما يسمى في علم الاقتصاد بالمقايضة، وفي ظل التطور الحضاري الكبير تطورت الأسواق بشكل كبير وشهدت طفرة واسعة في السنوات الأخيرة بسبب التقدم التقني والتكنولوجي الواسع .

وكانت أول سوق للأوراق المالية قد أنشئت في فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي، وفي بلجيكا كان التجار يجتمعون في القرن السادس عشر في بيت تاجر اسمه Vender Burse لعقد الصفقات التجارية فيما بينهم ومن اسمه اشتقت كلمة بورصة التي انتشرت في جميع أنحاء العالم . وفي عام ١٧٧٣ تم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية ، وفي عام ١٧٩٢ أسست سوق نيويورك للأوراق المالية. أما في الوطن العربي فقد تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام ١٨٨٣ وبعد سبع سنوات تم تأسيس سوق الأوراق المالية في القاهرة، وفي النصف الأول من القرن الماضي شهدت بعض الدول العربية الأخرى تأسيس أسواق للأوراق المالية بتأثير علاقاتها مع الدول الأوروبية، مثل لبنان والمغرب وتونس والأردن والسودان، وقد تأسس سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية في عام ٢٠٠٠، ومؤخراً تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في عام ٢٠٠٨ . وتعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الأسواق المالية فالبعض رأى بأنها الميكانيكية التي يتم من خلالها إقراض وأقتراض الأموال^١ .

وأشار البعض إليها بأنها الحيز المكاني (أو الافتراضي) الذي تلتقي فيه قوى عرض أدوات الاستثمار والطلب عليها، فهي آلية تتيح مبادلة الثروة النقدية مع الأشكال الأخرى المختلفة كالأوراق المالية والسلع الأساسية كالذهب والمعادن الثمينة، وتعمل الأسواق المالية على توفير

1We ton . Fred J , And Others, Essentials Of Managerial Finance , Prentice Hall, New York ,1996 , P3.

فرص الحصول على رؤوس الأموال (سوق رأس المال) وتمكين عملية نقل المخاطر (سوق المشتقات) وتسهيل التجارة الدولية (سوق العملات)، وبالتالي يشمل مفهوم الأسواق المالية كلاً من أسواق النقد وأسواق رأس المال وأسواق المشتقات المالية وأسواق العملات حيث يأخذ المنتج المالي (أداة الاستثمار) شكله وهيكله بحسب طبيعة سوق التداول حيث لكل سوق أدواته وأعرافه وقنواته الخاصة^١. فيما ذهب بعض الكتاب الباحثين إلى عدم الاهتمام بالمكان المحدد وعد الأسواق المالية همزة الوصل أو الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة^٢.

وبصفة عامة يمكن تقسيم أسواق المال إلى نوعين لكل منها خصائصها ومؤسساتها وأدواتها، وهذه الأسواق هي:

١. **سوق النقد** : تمثل أسواق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول القصيرة الأجل^٣، و يمتاز سوق النقد بمرونته العالية لانخفاض درجة المخاطرة فيه، فضلاً عن بساطة الإجراءات التي تخفض من تكاليف الصفقة المالية^٤. ومن أهم مؤسسات هذه الأسواق البنك المركزي والبنوك التجارية، ويتألف سوق النقد من فرعين هما:

. سوق الخصم.

. سوق القروض قصيرة الأجل .

٢. **سوق رأس المال** °: وهي السوق التي يتم من خلالها التعامل في أي نوع من الأصول المالية لآجال متوسطة وطويلة، أي أن الوظيفة الأساسية لها هي تجميع المدخرات والأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات الطويلة الأجل، ويضم هذا النوع من الأسواق مؤسسات عديدة يمكن إجمالها في مجموعتين رئيسيتين هما:

- المؤسسات المصرفية وتضم البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال.

^١ باكير . محمد مجد الدين، محافظ الاستثمار : إدارتها واستراتيجيتها، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨، ص ٤٠.

^٢ رمضان . زياد ، الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، عمان ، ٢٠٠٢ ، ص ١١٧ .

^٣ العرييد، عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره، ص ١٠.

^٤ التميمي . ارشد ، سلام .أسامة عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية ، دار المسيرة للنشرة ، عمان ، ٢٠٠٤ ، ص ١١٤ .

° العرييد. عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٠-٢١ .

- المؤسسات المالية غير المصرفية وتضم: شركات التأمين و صناديق التأمين والادخار.

وتنقسم أسواق رأس المال إلى :

١ . الأسواق الحاضرة أو الفورية.

٢ . أسواق العقود المستقبلية.

١ . **الأسواق الحاضرة أو الفورية :** هي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتُعقد فيها الصفقات لتنفيذ عادةً بشكل فوري^١، وهذه الأسواق تتضمن التعامل بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل (والتي من أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بمختلف أنواعها) والتي تتيح لحاملها جزء أو حصة من ملكية المشروع أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحها كعائد له أو على الاثنين معاً، والأسواق المالية الحاضرة أو الفورية تتضمن:

١-١ . **الأسواق الأولية:** وهي الأسواق التي يتم فيها ترويج وبيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية طويلة الأجل لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم .

حيث تقوم الشركات المساهمة بطرح أسهمها في السوق الأولية لغاية الحصول على الموارد التمويلية اللازمة لتكوين أصولها وموجوداتها الرأسمالية الثابتة ، و تقوم الحكومة بإصدار السندات للحصول على التمويل الذي تحتاجه لتغطية التزاماتها ومتطلباتها المالية بالذات المتوسطة والطويلة الأجل، وفي الحالات التي تعجز مواردها عن تلبية احتياجاتها المالية^٢. ويتم الاكتتاب في الأوراق المالية المطروحة إما بطريقة مباشرة حيث الجهة المصدرة تتصل بعدد من كبار المستثمرين أو مؤسسات مالية لبيع الأوراق المالية التي أصدرتها ، أو بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة بإصدار هذه الأوراق وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً .

١-٢ . **الأسواق الثانوية :** و يجري فيها تداول الأوراق ا لمالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية إضافة إلى بعض المشتقات المالية مثل خيارات الأسهم، و لا تضيف التبادلات الجارية في هذه الأسواق أي رأسمال إلى الشركة أو المؤسسة التي تعود إليها، بل إن المسألة باختصار لا

^١ . معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص ٦٤.

^٢ . خلف. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص ٣٩.

^٣ . خلف. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٩ . ٤٢.

^٤ حنفي . عبد الغفار ، قرياقص . رسمية ، الأسواق والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٨ ، ص ٢٨١.

تتجاوز الاستثمار في أدوات خاضعة للتداول واقتنائها من خلال شرائها أو التخلي عنها عند ترك الاستثمار بسبب تفضيل السيولة النقدية^١.

وعلى الرغم من أن الاستثمار في الأسواق الثانوية لا يمثل إلا استثمار مالي يتضمن انتقال أصل مالي من جهة إلى أخرى وبالتالي لا يتضمن مباشرةً أي استثمار حقيقي، إلا أن تأثير عمل الأسواق الثانوية على الاستثمار الحقيقي يتم بصورة غير مباشرة من خلال تأثير الأسواق الثانوية هذه على عمل الأسواق الأولية التي ترتبط بدرجة أكبر بتوفير التمويل للاستثمار الحقيقي وبصورة مباشرة وبشكل يفوق ارتباط الأسواق الثانوية به، ويتمثل تأثير عمل السوق الثانوية على السوق الأولية بما يلي^٢:

– إن السوق الثانوية تعمل على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق الأولية وهي بذلك تحفز على التوسع في الإصدارات الأولية سواء لغاية إقامة مشروعات استثمارية منتجة جديدة أو توسيع المشروعات الاستثمارية الإنجابية القائمة وذلك لإمكانية بيعها في السوق الثانوية عندما تبرز الحاجة للأموال.

– تحديد سعر الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق الأولية من خلال السوق الثانوية حيث أن المشترين لا يدفعون عادةً أسعاراً أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية.

ويمكن أن نميز هنا بين نوعين من الأسواق الثانوية:

١-٢-١. **السوق المنظمة (البورصة)** : لها مكان محدد يلتقي المتعاملون فيه بالأوراق المالية المسجلة في تلك السوق بقصد البيع والشراء وتدار هذه السوق من قبل هيئة منتخبة أو مجلس من أعضاء السوق تدعى بهيئة السوق ، ولا يتم بهذه الأسواق عادةً سوى تداول الأسهم و السندات المسجلة فيها والمستوفية لمتطلباتها ، حيث يمنع تداول أي أوراق مالية غير مدرجة في سجلاتها^٣.

١-٢-٢. **السوق غير المنظمة** : وتتعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصة) بإشراف بيوت السمسرة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية بل يتم من خلال شبكات الإنترنت المنتشرة أو شبكات الاتصالات المختلفة. وتتعامل الأسواق غير المنظمة في كافة الأوراق المالية التي لا يتم التعامل عليها في الأسواق المنظمة^٤.

^١ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٢.

^٢ خلف. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٤.

^٣ عبد اللطيف . احمد سعد ، بورصة الأوراق المالية ، منشورات جامعة القاهرة ، القاهرة ، ١٩٩٨ ، ص ٨-١١.

^٤ آل شبيب .دريد ، الاستثمار والتحليل الاستثماري ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٩ ، ص ١٩٤ .

و يؤخذ على هذه السوق أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن المفقود يمكن مواجهته في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها : دخول المتخصصين بائعين أو مشتريين، إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل بورقة معينة على أمل دخول مشتريين إضافيين أو بائعين إضافيين مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب، إضافة إلى القيود التي تفرضها الهيئات الإشرافية على ارتفاع أسعار الأوراق المالية خلال الجلسة الواحدة كأن تحدد بنسبة ٥% أو ١٠% كحد أقصى من سعر الورقة المالية^١. وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى:

أ- السوق الثالثة: تتألف من بيوت سمسة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ، وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقاً على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأية كمية مهما كبرت أو صغرت . وتخدم هذه السوق أغراض زبائنها الرئيسيين من مستثمرين مؤسسات بين مثل صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين، محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير^٢.

وفي الغالب أن التعامل في السوق الثالثة يتم بالأوراق المالية التي تخص شركات صغيرة، ذلك أن التعامل بالأوراق المالية للشركات الكبيرة يتم في السوقيين الأولى والثانية، ولأن حجم الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في السوق الثالث صغيرة، فإن الاستثمار في هذه السوق ترافقه درجة مخاطر أكبر.

ب- السوق الرابعة: تتألف من الصناديق الاستثمارية والمستثمرين الأفراد الكبار الذين يبيعون ويشتررون الأوراق المالية مباشرة فيما بينهم . ودور الوسطاء هنا في حال وجودهم يقتصر على مجرد تسهيل التعاملات بين المشتريين الكبار والبائعين الكبار أي الذين يتعاملون بكميات كبيرة . وإن التعامل في السوق الرابعة يشمل كافة الأوراق المالية دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة^٣. وفي ظل السوق الرابع تبرز الصفقات بسرعة كبيرة وبتكلفة أقل نظراً لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابع يعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة^٤.

^١ . Black. Telser L, Monday and the Future of the Financial Market, 1989, p 104.

^٢ هندي. منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٧٩.

^٣ . خلف. فليح حسن، الأوراق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ٤٨-٤٩.

^٤ هندي. منير إبراهيم ، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٤٧٠.

٢ . أسواق العقود المستقبلية : يتم فيها تداول الأوراق المالية والأصول المالية في فترة لاحقة وبأسعار اليوم شريطة دفع علاوة أو مكافأة مالية لإثبات عملية البيع والشراء^١. وتعرف هذه الأسواق بأسواق المشتقات المالية لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق الأسعار من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم، السندات) عندما تبدو أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلاً مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات كفرصة استثمارية بديلة^٢. وهناك عدة أنواع معروفة من المشتقات نذكر منها:

٢-١ العقود المستقبلية: يُعرف العقد المستقبلي على أنه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو أن يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد^٣، ويعود ذلك إلى رغبة كل من البائع والمشتري بتخفيف مخاطر التغيرات السعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحصل في المستقبل، ويتم تداول العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية في أسواق العقود المستقبلية مثل الحبوب والزيوت والمعادن والسلع الغذائية^٤.

٢-٢ عقود الخيارات: يُعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري حق الخيار والآخر بائع ويسمى محرر الخيار. وبموجب هذا الاتفاق يكون للمشتري الحق أن يشتري (إذا ما رغب دون التزام عليه) من الطرف الآخر (المحرر) أو أن يبيع (إذا ما رغب دون التزام عليه) للطرف الآخر (المحرر) أصلاً معيناً أو أداة مالية معينة بسعر معين ومحدد في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق^٥. وذلك مقابل أن يقوم مشتري حق الخيار بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الآخر البائع (المحرر) لقاء التزامه بالتنفيذ في حالة ما إذا رأى المشتري ممارسة حق الخيار. ومن الممكن أن تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عمله أو عقد مستقبلي أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية^٦.

^١ كنعان .علي ، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠٠٨ ، ص ٣٣ .

^٢ معروف . هوشيار ، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٤ .

^٣ Hull .John c ,Options ,Futures and Other Derivatives , Prentice Hall , New Jersey, USA , 2003, p2 .

^٤ مطر . محمد ، تيم . فايز ، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥ ، ص ٢٧٠ .

^٥ Chance , Don M , An Introduction To Derivative Risk Management ,Thomson , USA , 2004 ,p 2 .

^٦ حماد . طارق عبد العال ، المشتقات المالية : المفاهيم ، إدارة المخاطر ، المحاسبة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠١ ، ص ٣٩ .

٢-٣ عقود المبادلة: عقود تشبه العقود لاحقة التنفيذ إلا أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا تتم يومياً كما هو الحال في عقود المستقبل بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة، وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقود المبادلات أرباح أو خسائر ورقية^١. ويتم التعامل بعقود المبادلة في الأسواق الموازية (غير المنظمة) بوصفها عقود غير نمطية أي لا تخضع لقوانين وشروط السوق وإنما لرغبات الأطراف المتبادلة^٢.

ثانيً : المتعاملون في الأسواق المالية:

تتعدد الأطراف المتعاملة في الأسواق المالية بين من يسعى للحصول على التمويل وآخر يسعى نحو توظيف فوائضه المالية ، ويتعامل في الأسواق المالية معظم الجهات في الاقتصاد بدءاً بالأفراد والشركات ومروراً بالمؤسسات وانتهاءً بالحكومات و الجهات الخارجية ، ويقسم المتعاملون في الأسواق المالية إلى متعاملين رئيسيين على الشكل التالي:

١. الحكومات : تعتبر الحكومة بوزاراتها وهيئاتها المحلية من بين المتعاملين الأساسيين في السوق المالية سيما في أسواق السندات ، بل يمكن القول إن الحكومات تمثل منافساً قوياً لبقية المتعاملين وذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية^٣. وعادة ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعاً في الرغبة في تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن انجازها فيما يلي^٤:

- تغطية العجز المتراكم في الموازنة العامة للدولة أو لتمويل المشاريع التنموية المتنوعة .
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة .
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقضيه المصلحة الاقتصادية للبلاد.

^١ الحناوي. محمد صالح، مصطفى. نهال فريد، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٣٢٠.

^٢ Stephen . John J , Managing Interest Rate Risk Using Financial Derivatives , John Wiley & Sons, Inc, England , 2002 , P92.

^٣ علي. عبد المنعم السيد ، العيسى . نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية ، دار الجاسر للنشر والتوزيع ، الأردن ٢٠٠٤، ص ٧٦-٧٧ .

^٤ عطوان .مروان ، الأسواق النقدية والمالية :البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ٢٠٠٣ ، ص٦٣-٦٤ .

٢. **الشركات والبنوك**: تعتبر الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة من بين المتعاملين الفاعلين في السوق المالي. حيث تلجأ الشركات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية^١. فضلاً عن نشاط الإصدار يتجلى الجانب الآخر لتدخل الشركات في البورصة في توظيف فوائضها المالية في توظيفات تدر عليها أرباحاً تفوق أرباح نشاطها العادي كالمتاجرة في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق. وإلى جانب الشركات بمختلف أنواعها، تعتبر البنوك التجارية من أهم الفاعلين في السوق المالية. وفي حقيقة الأمر أن تدخل البنوك التجارية في السوق المالي إنما هو ظاهرة فرضتها تقسيم العمل المالي الدولي، فبعدما كان نشاط البنوك التجارية منحصراً في قبول الودائع وتقديم التسهيلات الائتمانية طراً على هذا النشاط تغيراً وظيفياً، فنتيجة مجموعة من العوامل والظروف أصبحت تلك البنوك تقدم خدمات عديدة متنوعة كتنقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين وتشجيع الأفراد والشركات على شراء الأوراق المالية^٢.

٣. **صناديق الاستثمار**: هي صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار بهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية بما يحقق التنويع الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق^٣.

٤. **الشركات التي تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في الأسواق المالية وهي**:
٤-١. **شركات السمسرة**: إن عمل شركات السمسرة في الأسواق المالية والنقدية يتركز على القيام بمهمة الوساطة بين الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية أي بين البائعين الذين يمثلون جانب العرض في السوق والمشتريين الذين يمثلون جانب الطلب فيه، كما يؤدي الوسيط دوراً مهماً في عمل الأسواق المالية من خلال صناعة السوق، أي العمل على إيجاد العرض والطلب المناسبين تبعاً لحاجة السوق، وذلك من خلال القيام بما يلي:

^١ الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، ٢٠٠٥، ص ٢١-٢٣.

^٢ عطوان، مروان، الأسواق النقدية والمالية: البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥٤-٢٥٦.

^٣ حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٩.

^٤ حماد، طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، المرجع السابق، ص ٢٩.

- التأثير على العرض والطلب في السوق من خلال الإسهام في توفير السيولة للمتعاملين سواء من جانب العرض أو من جانب الطلب بما يقود إلى زيادة فاعلية السوق.
- المحافظة على استقرار وانتظام عمل السوق بحيث يبعده عن التقلبات الحادة سواء في العرض أو في الطلب، من خلال قيامهم بعمليات البيع والشراء في السوق، فإذا كان السوق يعاني من انخفاض أسعار الأوراق المالية فإنهم يقومون بزيادة الطلب على الأوراق المالية والعكس عند ارتفاع الأسعار.
- تغطية الإصدارات من الأوراق المالية: وخاصة في السوق الأولية، أي إنهم يقومون بشراء هذه الإصدارات من أجل بيعها لاحقاً.
- ٤-٢. شركات المقاصة والتسوية: والتي تعمل على تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية المراكز^١ لمالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقاً للنظام الذي تضعه إدارة البورصة والمعتمد من الهيئة.
- ٤-٣. شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية : وهي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية وإدارتها، بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق، وتختلف عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك محفظة مستقلة خاصة لكل عميل.
٥. المستثمرون الأفراد : يقوم الأفراد بدور العارضين للأموال عندما يكون لديهم فائض في الدخل أو يرغبون بإعادة توزيع الأموال ضمن محفظتهم الاستثمارية ، فمثلاً عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج فإن العديد من الأفراد يستبدلون الأموال النقدية المتاحة لديهم باستثمارات في الأوراق المالية .إلا إن حجم الأموال المعروضة من قبل الأفراد لا تتوقف فقط على ثرواتهم وإنما أيضاً على معدل الفائدة السائد فارتفاع معدل الفائدة وانخفاض مقدار الخطر في الأدوات الاستثمارية المتاحة يؤدي إلى ارتفاع حجم الأموال المعروضة من الأفراد^١.

¹ Saunders .Anthony , Financial Market and Institution , MC Grow –Hill ,Irwin ,New York ,2007 ,p39.

ثالثاً : الأدوات الاستثمارية في الأسواق المالية : ويمكننا التمييز بين نوعين من الأدوات:

١. الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود : تتميز هذه الأدوات عموماً بأن تاريخ استحقاقها

يقل عن سنة واحدة وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة المصدر

الأساسي لهذه الأدوات في هذه السوق. ومن الأدوات الشائعة محل الشراء والبيع فيه ما يلي:

١-١ . أذون الخزانة: وهي الصكوك التي تصدرها الحكومة عند رغبتها في الاقتراض من الأفراد

والجهات المختلفة من أجل تمويل العجز في ميزانية الدولة، و تثبت أن حاملها دائن لخزينة الدولة

بمبلغ معين ولفترة محددة وعادة ما تتراوح هذه الفترة بين ثلاثة شهور وسنة واحدة، ولا يحصل

حاملو هذه الأذون على فائدة دورية، ولكن تباع بخضم من قيمتها الاسمية^١.

١-٢ . الأوراق التجارية : تتمثل في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين خمسة أيام وتسعة

أشهر، وغالباً ما يتم تداول الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال الكبيرة الحجم ، وتحصل هذه

المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض المصارف حيث تقوم المصارف بدفع قيمة تلك الأوراق

لحاملها في تاريخ الاستحقاق^٢. وتتميز هذه الأوراق بأنه من غير الضروري أن تكون مضمونة

بأصل من أصول المنشأة ، فالضامن الأساسي فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها ، وتتميز أيضاً

بانخفاض مخاطر الاستثمار فيها^٣.

١-٣ . شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول : عبارة عن صك تصدره البنوك يثبت ملكية

حامله لمبلغ معين مودع لمدة معينة وبفائدة معلومة وعادة ما يكون سعر الفائدة لهذه الشهادات

أعلى من الودائع المصرفية العادية أو حتى الشهادات المصرفية غير القابلة للتداول^٤.

١-٤ . القبولات المصرفية : تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد وقد نشأت أساساً لخدمة

حركة التجارة الدولية فهي أمر بالدفع يتضمن قيام البنك بالدفع له أو لشخص ثان معين بتاريخ

محدد ، ويصبح هذا الأمر مقبولاً إذا قام البنك بمهره بالعبارة السابقة وبالتالي يمكن بيع هذا القبول

في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه الذي يتراوح عادةً بين ٣٠ إلى ١٧٠ يوماً^٥.

^١ حسن . أمين عبد العزيز ، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر ، القاهرة ، ٢٠٠٧ ، ص ٥٧.

^٢ حسن . محروس ، الأسواق المالية والاستثمارات المالية ، منشورات جامعة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٤ ، ص ٦٢ .

^٣ هندي . منير إبراهيم ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، ٢٠٠٣ ، ص ٦٢ .

^٤ كنعان . علي ، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٧ .

^٥ زيود . لطيف ، قيطيم . حسان ، مكية . نغم ، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار ، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية ، المجلد ٢٩ العدد ١ ، اللاذقية ، سوريا ، ٢٠٠٧.

٢. الأوراق المالية محل التعامل في سوق رأس المال : تعد الأوراق المالية العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة . والأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها، وتعتبر صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً^١ ، وفيما يلي شرح لأهم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية:

١. الأسهم العادية Common Stocks .

٢. الأسهم الممتازة Preferred Stocks .

٣. السندات Bonds .

٤. الأوراق المالية المشتقة (المهجنة) Derived Securities .

٢-١. الأسهم العادية Common Stocks : يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية للأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم^٢. ويمكن تصنيف الأسهم بطرق مختلفة سواء حسب الملكية أو حسب طبيعة الحصة أو الحقوق المرتبطة بالسهم^٣:

- من حيث طبيعة الملكية : تنقسم الأسهم من هذه الناحية إلى نوعين:
 - أسهم اسمية : وهي التي يوضح فيها اسم مالك السهم، وتثبت ملكيته له في سجل المساهمين ، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بنقل قيدها في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة.
 - أسهم لحاملها: وهي أسهم تصدر دون ذكر اسم شخص ما، ويعتبر حامل السهم مالكا له.
- من حيث طبيعة الحصة : تنقسم الأسهم من هذه الناحية إلى نوعين :
 - أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع نقداً إلى الشركة ويجرى من أجلها الاكتتاب وتصدر هذه الأسهم بموجب قانون التجارة السوري بالنقد السوري .
 - أسهم عينية: هي الأسهم التي تصدرها الشركات مقابل الحصص العينية (المباني والبضاعة..).

^١ حنفي . عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٧ .

^٢ Hampton . John , Financial Decision Making , New Delhi , India , 1996 , P 50 .

^٣ الجليلاتي . محمد ، محاسبة شركات الأموال ، منشورات جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠٠٤ ، ص ٣٢-٤٠ .

- من حيث الحقوق المرتبطة بالسهم : ينقسم الأسهم من هذه الناحية إلى:
 - أسهم عادية :وهو النوع الأساسي من أسهم رأس المال الذي تصدره كل الشركات وتعد العنصر الأساسي في حقوق ملكية المساهمين .
 - أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تعطى للمساهم التي استهلكت أسهمه في رأس مال الشركة أثناء حياة الشركة، ويقصد بالاستهلاك هو رد القيمة الاسمية للسهم أثناء حياة الشركة دون انتظار انقضاءها بانتهاء مدتها أو الحل أو التصفية، وهي صكوك قابلة للتداول وتمنح المساهم الحق في حضور جلسات الجمعية العمومية وفي الحصول على الأرباح، ولكنها لا تخوله حق بموجودات الشركة عند تصفيتها إلا بعد الوفاء للأسهم التي لم تستهلك.
 - أسهم ممتازة.
- ٢-٢. الأسهم الممتازة **Preferred Stocks** : اكتسبت هذه التسمية لتفضيل حملتها على حملة الأسهم العادية سواءً من حيث الحصول على الربح أو اقتسام موجودات الشركة عند التصفية^١ .
- و تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية ، وهي تشبه الأسهم في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة وأصحابها يعتبروا ضمن مالكي الشركة^٢. وتنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية^٣:
 - مجمعة للأرباح : تضمن لصاحبها الحصول على نصيبه من أرباح سنوات سابقة لم يُعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية .
 - مشاركة في الأرباح : توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم .
 - القابلية للتحويل : تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي .
 - القابلية للاستدعاء : تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها وسداد قيمتها .

¹ Francis . Jack ,Investment, MC Grow –Hill ,Irwin ,New York, 1991 , P 46.

^٢ . حنفي . عبد الغفار ، الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم . سندات . وثائق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ٣٧.

^٣ حسن . أمين عبد العزيز ، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٥.

٢-٣. **السندات (أدوات الدين):** يُعرف السند بأنه صك مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند ويحصل حامل السند على دفعات منتظمة من الفوائد ^١. ويمثل السند جزء من قرض طويل الأجل ، وتصدر الشركات السندات في ش كل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات حقوقاً متساوية لحامليها في مواجهة الشركة ^٢. وعادة ما تكون السندات التي تصدرها الشركات ذات فائدة أكبر من الفائدة السائدة في السوق بهدف بيعها بسرعة وتلبية احتياجات الشركة من التمويل ^٣. وتقسم السندات إلى ^٤:

—سندات تصدرها منشآت الأعمال: وهي السندات التي تصدرها الشركات الخاصة طلباً للاقتراض من السوق، وهي متنوعة حسب الفائدة والدخل ودرجة المخاطر.

—سندات حكومية: يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية، إذ عادةً ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي .

—السندات الأجنبية: وهي السندات التي تصدرها الدول الأجنبية أو المؤسسات الدولية وغيرها. ويحصل حملة السندات على الفوائد قبل دفع أي توزيعات على الملاك، مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم إذا ما تم بيع وتصفية أصول الشركة ^٥.

٢-٤. **الأوراق المالية المشتقة (المهجنة) Derived Securities**: ليس لها حق مباشر على الأصول الفعلية ولكن لها ح قوق على أوراق مالية أخرى مثل الأسهم العادية أو السندات. وتشتق قيمتها من القيمة السوقية للأوراق المالية المُ تعارف عليها مباشرة ، ومن أشهر المشتقات عقود المستقبلات وعقود الخيارات ^٦.

^١ عطية .محمد عبد الحميد ،الاستثمار في البورصة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٣.

^٢ . حماد. طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٤.

^٣ الخضيرى . محسن احمد ، كيف نتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ، ايتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة ، ٢٠٠١ ، ص ٦٠-٦١ .

^٤ Brighcem . Eugene E, Houton . Joel F, Fundamentals Of Financial Management, The Drydem Press, New York , 1998, P 257.

^٥ حنفي .عبد الغفار ، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧ ، ص ٤٠ .

^٦ الراوي . خالد وهيب ، إدارة المخاطر المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٥٦ .

رابعاً : آليات التعامل في الأسواق المالية :

تمثل آليات التعامل في الأسواق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين ، ومن ثم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتيسر الاتصال بين الأطراف المعنية ، ولتمهيد السبيل أمام المتعاملين لإبرام صفقات ناجحة إضافة إلى مساهمتها في رفع كفاءة السوق ، وتتمثل هذه القواعد والإجراءات في الأوامر (بيع ، شراء ، ...) التي تصدر في السوق بغية إتمام عملياته. ونقسم قواعد وإجراءات التعامل في السوق إلى مايلي :

١. حجم الأوامر :

وهي مقدار ما يرد من أوامر إلى قاعة التبادل ، إلا أن ذلك لا يعني عدم وجود ضوابط وقيود على حجم الأوامر ، فقد نصت قوانين أسواق الأوراق المالية على أن حجم الأوامر الواردة إلى قاعة التبادل يبقى طليقاً وغير مقيد ، طالما أن عمليات البيع والشراء تأخذ صورة المزاد العلني ، وأن عدد الأسهم المباعة والمشتراة لا يتعدى من حيث النسبة ما سمح به القانون ، ما يعني أن ضبط النسبة المباعة والمشتراة من الأسهم لأي شركة أمر تحدده وتقره لجنة البورصة وقانون السوق . ونقسم الأوامر من حيث الحجم إلى :

- ١ +. أوامر غير كسرية **Round Lots** : هي تلك الأوامر التي تحتوي على كمية من الأسهم تبدأ من (١٠٠) سهم أو مضاعفاته ، وتتميز هذه الأوامر بسهولة وتكلفتها العادية مما جعلها مرغوبة أكثر من الأوامر الكسرية .
- ١ ٢. أوامر كسرية **Odd Lots** : يقصد بها الأوامر التي تحتوي على أقل من (١٠٠) سهم وغالباً ما تكون هذه الأوامر ذات تكلفة عالية .

٢ - أنواع الأوامر: ويمكن التمييز بين الأوامر على الشكل التالي :

- ١-٢. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (**Price Limit Order**) : يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه.

^١ الشعار . نضال ، الأسواق المالية (البورصة) ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٨ .

ويوجد بديلين من الأوامر:

٢-١-١. أمر السوق Market Order : يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعاً وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل ، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر وفي حالة البيع يتم البيع بأعلى سعر يجرى التعامل به. ومن أهم مزايا هذا النوع السرعة وضمانة التنفيذ. أما عيوبه لا يمكن للمستثمر معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند إخطاره به^١ .

٢-١-٢. الأمر المحدد Limit Order : في الأمر المحدد يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة ، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدود أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع ، وعادةً ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر^٢ .

٢-٢. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ (Time Limit Orders) : هي الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها . وقد تكون مدة الأمر على يوم أو أسبوع أو شهر ، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه . ويقصد بالأمر المحدد بيوم الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم والأوامر محدودة بأسبوع أو شهر تلك التي تبقى سارية إلى نهاية الأسبوع أو الشهر بغض النظر عن السعر السائد في السوق .

٢-٣. الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ : وتجمع بين خصائص النوعين السابقين ، ويوجد نوعين رئيسيين لهذا الأمر يختلفان باختلاف الأولوية بين الوقت والسعر ، فقد يحدد العميل سعراً محدداً لإبرام الصفقة ويشترط بالإضافة إلى ذلك فترة معينة للتنفيذ ، فعند انقضاء هذه الفترة دون أن يصل السعر إلى المستوى الذي حدده العميل يُعتبر الأمر لاغياً ، وفي حالات أخرى يُحدد العميل سعراً معيناً لإتمام الصفقة ويترك المجال الزمني مفتوحاً أمام السمسار لتنفيذ هذه الصفقة ، ويلجأ العميل إلى هذا النوع من الأوامر عندما تكون لديه ثقة في السمسار الذي يتعامل معه^٣ .

^١ هندي .منير إبراهيم ، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٨٤-٤٨٥ .

^٢ الشعار . نضال ، الأسواق المالية (البورصة) ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٨ .

^٣ كنعان .علي ، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ٢٠٠٨ ، ص ١١٤-١١٧ .

خامساً : مؤشرات الأسواق المالية :

يمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق من خلاله قياسه لمستوى الأسعار السائدة فيه ، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم . ويعرف المؤشر بشكل عام على انه : قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات القطاعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رئيس في سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة^١.

الاستخدامات والمزايا التي تقدمها مؤشرات سوق المال :

إلى جانب قياس مستوى الأسعار في السوق ، تقدم المؤشرات جملة من المزايا وتقوم بالعديد من الاستخدامات في خدمة المستثمرين الأفراد وغيرهم من المتعاملين في أسواق المال ، ومن هذه المزايا والاستخدامات:

١. قياس كفاءة أسواق المال ومن ثم قياس كفاءة واستقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للدولة نظراً لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق ومعدل النمو الاقتصادي ومعدل نمو الدخل القومي .
٢. توجيه المضاربين والمستثمرين نحو الاستثمارات الأفضل لمخدراتهم و أموالهم استناداً للأسعار وحالات الهبوط والصعود في السوق^٢.
٣. تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه من خلال تحديد مشاكل السوق والتي تؤدي لانحراف الأسعار ، وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل صحيح^٣.
٤. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة : يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق ، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة^٤.

^١ الداغر . محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات . أوراق . بورصات، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩٨.

^٢ كنعان .علي ، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢١٠ .

^٣ الحناوي .محمد صالح ، العبد .جلال إبراهيم ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ،الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٥ ، ص ٢٥١-٢٥٢.

^٤ عطية .محمد عبد الحميد ، الاستثمار في البورصة ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٧٤ .

٥. الحكم على أداء المديرين المحترفين: يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

٦. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق : إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه و إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق^١.
٧. يعتبر المؤشر إنذاراً مبكراً للدولة والمؤسسات المالية والتي من خلاله تتخذ قرارات وإجراءات مالية واقتصادية قابلة لتصحيح مسار التعامل في السوق المالي للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الانهيار المالي للسوق المتوقع وكذلك الحد من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية^٢.

أنواع المؤشرات : ٣

١. **المؤشرات غير القابلة للتداول** : تهدف إلى إيجاز الأداء الكلي للسوق في رقم واحد وبطريقة موضوعية ومحيدة ، ومن أشهر هذه المؤشرات مؤشر داو جونز ، وتقسم تلك المؤشرات بدورها إلى المؤشرات التالية :

١ + . مؤشرات البورصة الرسمية : تصدر عن الهيئات الرسمية القائمة على إدارة وتنظيم البورصة أو من معاهد ومؤسسات مالية، وتقتصر هذه المؤشرات على حدود الدولة لقياس أداء البورصة فيها.
١ ٤ . المؤشرات الدولية : تنشر بمعرفة ببيوت السمسة الدولية .

٢. **مؤشرات المتاجرة** : حيث تسمح هذه المؤشرات بالمتاجرة في السوق المشتقة (سوق المستقبلات والخيارات)، وتمكن المستثمرين من إدارة محافظ الأوراق المالية وتغطية أخطارها ، بالإضافة إلى المضاربة والمراجعة بين الأسواق المختلفة .

٣. **مؤشرات صناديق الاستثمار** : وتصدر عن صناديق الاستثمار من خلال الشركات التي تقوم على إدارة هذه الصناديق .

^١ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٤٨ .

^٢ قاسم . منى ، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، القاهرة ، ٢٠٠٠ ، ص ٥٥ .

^٣ العرييد . عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٨-٣٩ .

كيفية بناء المؤشر :

أن معرفة بناء المؤشر تساعد المحلل أو المستثمر على فهمه وقراءته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم . وعلى الرغم من التفاوت في كيفية بناء المؤشرات إلا أن جميعها تقوم على ثلاثة أسس هي¹:

١. **العينة** : مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي:

– **الحجم**: فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

– **الامتداد**: يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تم ييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

– **المصدر**: المقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

٢. **الأوزان النسبية لمكونات العينة** : تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

– **مدخل الوزن على أساس السعر (Price Weighting)** : أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها .

– **مدخل الأوزان المتساوية (Equal Weighting)** : وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .

¹ . http://www.arab-api.org/course9/c9_4_4.htm.

المصدر : المعهد العربي للتخطيط ، الكويت

– مدخل الأوزان حسب القيمة (Value Weighting) : أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة ، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر. ويمكن حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة من خلال المعادلة التالية :

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value}$$

حيث :

Index_t = قيمة المؤشر في الفترة t

P_t = إقفال أسعار الأسهم في الفترة t

Q_t = عدد وحدات الأسهم في الفترة t

P_b = إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس

Q_b = عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

ومن أمثلة تلك المؤشرات :

➤ مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average) :

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث :

$DJIA_t$ = قيمة المؤشر في الفترة t

P_{it} = سعر السهم i في الفترة t

D_{adj} = القاسم المعدل في الفترة t

➤ مؤشر ستاندرد أند بور (Standard & Poor Index 500) : يضم هذا المؤشر ٥٠٠

شركة موزعة كما يلي : ٤٠٠ شركة صناعية ، ٢٠ شركة نقل ، ٤٠ شركة مالية (بنوك

وشركات تأمين) ، ٤٠ شركة مرافق . ويحسب على خلال المعادلة التالية :

$$S \& P500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

حيث : P_{ib} = قيمة المؤشر في الفترة t
 Q_{it} = عدد وحدات السهم i في الفترة t
 Q_{ib} = عدد وحدات السهم i في الفترة b
b = فترة الأساس
k = رقم الأساس

➤ مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية (DWX) :

تم احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية بافتراض عدد نقاط البداية للمؤشر هو ١,٠٠٠ نقطة:
المعامل X القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على آخر سعر وسطي
المؤشر المنقل بالقيمة السوقية = القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على الأسعار الوسطية لسنة الأساس

حيث أن ٥٨,٨٤١,٢٢٠,٠٠٠ ل. س. القيمة السوقية الأساس للشركات الداخلة في المؤشر بتاريخ ٢٠٠٩/١٢/٣١.

بعض المؤشرات في الأسواق المالية العربية والعالمية :

FT-30	انجلترا	NBAD	الإمارات	AL-QUDS	فلسطين	KSE	الكويت	DWX	دمشق
CAC40	فرنسا	KLSE Index	ماليزيا	Nikkei	اليابان	BSI	لبنان	ASE	الأردن

الجدول رقم (٤) بعض المؤشرات العربية و العالمية

المبحث الثاني : كفاءة الأسواق المالية

أولاً : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

ثانياً : أنواع كفاءة السوق

ثالثاً : متطلبات كفاءة السوق

رابعاً : مستويات كفاءة السوق

خامساً : العلاقة بين كفاءة السوق وسيولتها

سادساً : أسباب عدم كفاءة السوق

المبحث الثاني : كفاءة الأسواق المالية :

تعتبر مساهمة الأسواق المالية في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، أي في توجيه الاستثمارات إلى المجالات الأكثر ربحية من أهم الأسباب التي تستدعي وجود السوق المالي وتنظيم عملها . فالسوق المالي يمكن أن يساهم في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة عبر ممارستها لدورين هامين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر^١.

و يقوم الدور المباشر على فكرة مؤداها أنه بشراء المستثمرين لأسهم شركة معينة فإنهم يشترون عوائدها المستقبلية، وبالتالي فإن الشركات التي تتوفر لها فرص استثمارية واعدة، وصلت أخبارها إلى المتعاملين في السوق المالي ستكون قادرة على إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض تكلفة التمويل بالتبعية. أما الدور غير المباشر فيتمثل في أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم شركة ما يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصولها على المزيد من الموارد المالية من خلال الاقتراض والذي عادةً ما سيكون بمعدل فائدة مقبول.

ويضيف Jones & Netter أن قيام السوق المالي بتوجيه الموارد المتاحة للمجالات (للشركات) الأكثر ربحية يتم فقط إذا كانت الأسهم مسعرة بكفاءة، أي إذا كانت الأسعار السوقية للأسهم تعكس بدقة القيمة الحالية لتلك التدفقات النقدية المستقبلية المتوقع أن تتولد عن الاستثمار بلأسهم. فإذا كانت الأسهم مسعرة بكفاءة فأن ذلك يمكن الشركة من الحصول على التمويل المطلوب بشكل أسهل، لأن السوق المالي تحدد الأسعار التي بموجبها يرغب مالكو الأسهم الحاليين والمحتملين بمبادلة أموالهم بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركات. كذلك فإن المستثمرين الذين ليس لديهم الوقت أو الموارد الكافية للقيام بعمليات التحليل المالي، سيكونون أكثر رغبة باستثمار أموالهم بالسوق المالي إذا اعتقدوا بأن الأسهم التي يتم التعامل معها مسعرة بشكل دقيق. ويؤكد كل من Jones & Netter أنه إذا كانت الأسعار السوقية للأسهم لا تعكس بشكل دقيق القيمة الحقيقية لها فإن عمليات البورصة وكذلك عملية تخصيص الموارد نفسها تحتاج لتشريعات جديدة^٢.

^١ . كنجو، شيجا، أيمن، رشيد، مروان، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ٢٠٠٥ ص ٤١.

^٢ Steven. Jones L , Jeffry .Netter M, Efficient Capital Markets, <http://www.Econlip.Org/library / enc / Efficient Capital Markets. Html> , p 3.

أولاً : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية :

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية ، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد وهو استجابة الأسعار في السوق وبسرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه بحيث تدفعهم إلى الشراء أو البيع دون أن يحقق أي مستثمر ربح غير عادي يفوق ربح زملائه فالفرص متاحة أمام الجميع وبشكل متساوي^١ .

و كان الاقتصادي البارز فاما (Fama) أول من أدخل مفهوم كفاءة السوق في الأدبيات المالية عام ١٩٦٥ ، حيث وصف السوق الكفوء بأنها تلك التي تضم عدد كبير من المتعاملين الذين يهدفون لتعظيم أرباحهم محاولين التنبؤ بالأسعار المستقبلية وذلك في ظل تكلفة زهيدة للمعلومات^٢ . ويرى فاما (Fama) انه في ظل السوق الكفوء تعكس أسعار الأوراق المالية وبدقة وبخاصة الأسهم كل المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الورقة المالية أو في تحليلات وتقارير مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية^٣ .

ويرى الشواورة السوق الكفاء هو السوق العادل الذي تعكس أسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة ، والذي يشعر الجميع فيه بأنهم أمام مباراة عادلة لا ظلم فيه ولا تحيز^٤ .

أما الاقتصادي (Beaver) فيرى أن السوق تكون كفوءة بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة. و يتميز هذا التعريف بأنه^٥ :

—ينطوي على تحديد لكفاءة السوق في ظل وجود مجموعة من المستثمرين تتماثل معتقداتهم وآرائهم نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لهم.

^١ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص 489 .

^٢ Ray .Bal, The Theory Of stock market Efficiency : Accomplishments Limitations , 1994 , p 6 .
<http://www.Financeprofessor.com/summaries/Ball 1994. Market efficiency. Html> .

^٣ Dimson .Elory , Mussavian . Massoud, A Brief History of Market Efficiency", WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1 , 1998, p. 91.

^٤ الشواورة .فيصل محمود ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٨ ، ص ٤٩ .

^٥ . الحناوي . محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢٥ .

- يظهر أن السوق قد تكون كفؤة بالنسبة لنظ أم معين من المعلومات ولكنها قد تكون غير كفؤة بالنسبة لنظام آخر.

- يوضح أن الأسعار تعكس تماماً المعلومات المتاحة.

- يهتم برد فعل السعر للمعلومات بدلاً من الاهتمام بآراء ومعتقدات المستثمرين أو المحللين .

كما أوضحت تعريفات أخرى العلاقة بين كفاءة السوق والقيمة الحقيقية للسهم، حيث عرف (Belkaoui) السوق الكفؤة بأنها تلك التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها^١. وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في ظل السوق الكفؤة هي قيمة عادلة (Fair Value) تعكس قيمته الحقيقية المحددة بالمعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في لحظة معينة ، حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية كنتيجة لقرارات المستثمرين التي تدفع الأسعار لتتساوى مع قيمتها الحقيقية .

وفي هذه الحالة يستحيل على أي من المتعاملين في سوق الأوراق المالية تحقيق عائد غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر الاستثمار في ذلك السهم^٢. ووفقاً لهذه الفكرة لن يوجد في سوق الأوراق المالية سهم في أي لحظة يباع بقيمة تقل أو تزيد عن قيمته الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة في تلك اللحظة^٣.

و من خلال ما سبق يعرف الباحث السوق الكفء بأنه السوق الذي يتمتع بقدر كاف من المرونة بحيث يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق سواء الصادرة عن الشركة أو المعلومات التاريخية أو حتى التحليلات الصادرة عن المختصين بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة و بالتالي فلن المستثمر يحقق عائد يكفيه لتعويض المخاطر التي تحمله^٤.

^١ . خريوش. حسن علي، أرشيد. عبد المعطي، جودة. محفوظ أحمد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، ١٩٩٨، ص ١٥٦.

^٢ Dragot . Victor, Caruntu. Mihai, Andreea. Stoian, Market, Informational Efficiency and Investors Rationality: Some Evidences on Romanian Capital Market, WP Published by University (Academy) of Economic Studies, Romania, p. 2.

^٣ Blake . David , Financial Market Analysis , Mc Grow-Hill , New York , 1990, P 243.

- ومن خلال مراجعة التعاريف السابقة نجد أن السوق الكفاء يتسم بالخصائص التالية^١ :
- إن كفاءة السوق تعني تساوي القيمة الحقيقية للأوراق المالية مع سعرها في السوق، فالقيمة السوقية للسهم في ظل فرض السوق الكفوة هي قيمة عادلة تعكس قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد ديكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار من مخاطر.
 - في السوق الكفوة لا يكون من السهل تحقيق عوائد غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة ففي ظل ظروف المنافسة السائدة في السوق سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرون قريب من معدل العائد المتوقع لأن المستثمرين يحصلون على نفس القدر من المعلومات، مما يعني تحقيق العدالة في السوق وانخفاض العائد غير العادي.
 - يكون السوق الكفاء دائماً في حالة توازن مستمر .
 - تتعكس المعلومات بسرعة وبطريقة عشوائية غير متحيزة في أسعار الاستثمارات ، فإن الأسعار في هذه الحالة تمثل أفضل مؤشر للقيمة الحقيقية للمعلومات المتاحة .

ثانياً : أنواع كفاءة السوق : توجد نوعان من الكفاءة للأسواق المالية وهما :

- أ - **الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market**: يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم ، بحيث يؤدي ذلك إلى التغير الفوري في الأسعار بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة ، ومن ثم فإن الفرص ستكون متساوية أمام الجميع^٢.
- وحتى تتحقق الكفاءة الكاملة فإن الأمر يستدعي توافر مقومات وشروط السوق الكاملة Perfect Market التي تتمثل في النقاط الآتية :

١. رشد وعقلانية المستثمرين حيث يسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية ، ولا يستطيع أي مستثمر بمفرده التأثير في سعر الورقة المالية^٣.
٢. تمتع جميع المستثمرين بالمساواة التامة في الحصول على المعلومات بسرعة وبدقة ودون تكلفة وهذا ما يطلق عليه بالكفاءة المعلوماتية . ويترتب على هذا الشرط تماثل توقعات كل المستثمرين نظراً لتجانس المعلومات المتاحة لهم ، ويتطلب تحقق هذه الشروط توفر الشفافية في التعامل مما

^١ العرييد. عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٧.

^٢ حسن. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٤٠ .

^٣ الدسوقي .أيهاب ، كفاءة البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٠ ، ص ٣٣ .

يجعل المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة متاحة لجميع المتعاملين على قدم المساواة ، ويحد من عملية احتكار المعلومات أو ما يسمى بالمتاجرة الداخلية لبعض أطراف السوق .

٣. انعدام القيود على التعاملات كتكاليف الصفقات والضرائب على الأرباح الرأسمالية وعوائد الأوراق المالية ، إلى جانب تمتع المستثمرين بحرية الدخول والخروج من السوق بدون شرط أو قيد، ويتوقف هذا الشرط على ضرورة توفر متطلبات المنافسة الكاملة . و يحقق هذا الشرط للسوق خاصيتي العمق والاتساع وخاصة سرعة الاستجابة للمعلومات الواردة إلى السوق ، والتي تجعل التقلبات في أسعار الأوراق المالية خاضعة لعوامل العرض والطلب^١ .

٤. وجود عدد كبير من المستثمرين بحيث لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده على سعر الأصل المالي، إلى جانب إمكانية بيع أو شراء أية كمية من الأوراق المالية بسهولة تامة^٢ .

وبتحقق وتحليل الشروط الثلاثة الأخيرة يتضح أنها تتصف بالجم ود في الواقع العملي ، إذ يندر تحققها كمنظومة واحدة في أغلب الأسواق المالية - إن لم تكن مستحيلة - حيث هناك عادة تكاليف وضرائب تمارس تأثيراً هاماً على المعاملات في الأسواق المختلفة ، فضلاً عن وجود التجار الداخليين الذين يحضون بمعلومات خاصة ، سيما مع توافر مؤسسات مالية وسيطة لها قدرة استثمارية عالية ووسائل احتكارية في الحصول على المعلومات من قبل الآخرين وتحليلها والتأثير على أسعار الأوراق المالية بواسطة صفقاتهم الضخمة . أما الشرط الأول الذي يقضي بسعي المستثمر نحو تعظيم أرباحه فهو شرط يتسم بالواقعية وسهولة التحقيق ، فهو شرط مقبول . بعد استعراض شروط السوق الكامل ومناقشتها فالكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوفر في أسواق رأس المال أو في أسواق أخرى ، إذ من المستحيل تحقيق الثمال في استيفاء الشروط الثلاثة الأخيرة . وفي هذه الحالة لا يبقى أماننا سوى التمسك بالشرط الأول - باعتباره المحور الرئيسي لكفاءة السوق - والذي يقضي بأن المستثمر يسعى إلى تعظيم ربحه ومنفعته ، و إذا ما تم قبول هذا الحد الأدنى من الشروط ، عندها نكون انتقلنا من الكفاءة الكاملة للسوق Perfectly Efficient Market إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient Market^٣ .

^١ مطر . محمد ، إدارة الاستثمارات :الإطار النظري والتطبيقات العملية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٦٦ .

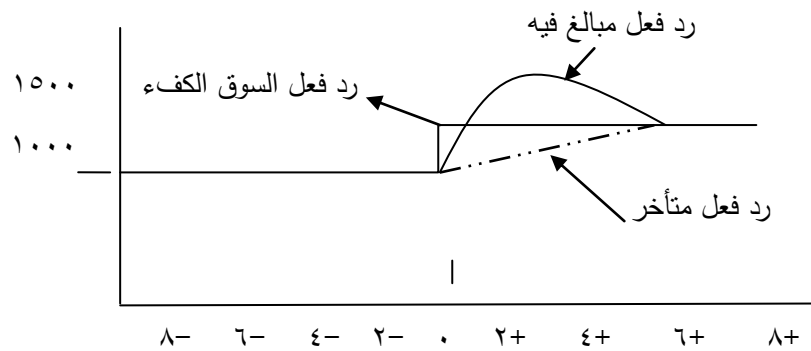
^٢ السيسي . صلاح الدين ، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية ، دار الوسام ، بيروت، ١٩٩٨، ص ٢٦.

^٣ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٩٧ .

ب- **الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient Market** : وتعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على الأسعار^١، وبالتالي فإن الأسعار ستكون أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية لبعض الوقت ، ولكن بوجود تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح فيها لحد معين اقتصادياً) أو تكاليف أخرى فلن الفرق لن يكون كبيراً إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباح غير عادية خصوصاً في المدى الطويل^٢.

ويمكن توضيح الفرق في حركة أسعار الأوراق المالية في ظل كل من الكفاءة الكاملة والكفاءة

الاقتصادية للبورصة من خلال الشكل التالي :



الشكل رقم (٢١) الفرق بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يشير الشكل رقم (٢١) إلى أن القيمة السوقية لسهم ما بلغت في اليوم صفر (١٠٠٠) ليرة وأنه في نفس اليوم وصلت أنباء سارة إلى البورصة بشأن الشركة المعنية، وفي ظلها قدرت القيمة الحقيقية للسهم بما يعادل (١٥٠٠) ليرة، فإذا كان السوق كامل الكفاءة سيرتفع سعر السهم فوراً إلى (١٥٠٠) ليرة. أما في ظل فوضى الكفاءة الاقتصادية فقد يمضي بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات والتوصل إلى نتيجة بشأن القيمة الجديدة للسهم ، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر السهم حتى يصل إلى قيمته الحقيقية ، وهو ما يعكسه الخط المتقطع والخط المنحني .

حيث يشير الخط المتقطع إلى أن ببيوت الخبرة والسمسة والتحليل المالي قدمت معلومات عن هذا الحدث فيقوم المستثمرون برفع السعر ولكن بشكل ضعيف إلا أن تحليل المعلومات خلال يومين أو أكثر سيأخذ السعر بالارتفاع نتيجة زيادة الطلب إلى أن يصل إلى القيمة الحقيقية . و يشير الخط المنحني أن ردة فعل المستثمرين للمعلومات التي حصلوا عليها كان مبالغ فيها لدرجة أن سعر

^١ السيسي. صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب، القاهرة ، ٢٠٠٣ ، ص ١٩ .

^٢ خضر . حسان ، تحليل الأسواق المالية ، سلسلة جسر التنمية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، ٢٠٠٤ ، ص ٩ .

السهم أرتفع إلى أعلى من قيمته الحقيقية ، ويتوقع أن تبدأ أوامر البيع بالتدفق مما يؤدي إلى هبوط سعره ليصل إلى قيمته الحقيقية ، وعلى العكس من ذلك في حال ورود أخبار سيئة إلى السوق .

ثالثاً : متطلبات كفاءة السوق :

لكي نتصف البورصة بالكفاءة، أي أن أسعار الأوراق المالية فيها تعكس قيمتها الحقيقية، فإنه يجب أن يتوافر فيها سمتين تمثلان الكفاءة وهما :

١. كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية) Operational Efficiency : يقصد بكفاءة التشغيل

قدرة البورصة على إيجاد التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية من خلال خلق جو من المنافسة بين التجار والوسطاء يؤدي إلى تخفيض تكاليف التعامل ويقلل من فرص تحقيق عوائد غير عادية بحيث تكون تكلفة معاملات بيع وشراء الأوراق المالية والفترة الزمنية اللازمة لإنجازها بحدها الأدنى^١ .

و يوجد ثلاث متطلبات أساسية يجب على البورصة تحقيقها لكي تتصف بكفاءة التشغيل وهي^٢ :

- إتاحة معلومات عن السعر : أي أن تتوفر بالبورصة تقنية اتصالات عالية يستطيع المستثمر من خلالها الحصول على الأسعار التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية في أي لحظة.
- استمرارية السعر : فالبورصة التي تتصف بكفاءة التشغيل يكون احتمال أن تؤثر الصفقات الكبيرة للورقة المالية على سعرها - بشكل مبالغ فيه - احتمال ضعيف.
- تكاليف التعاملات (الصفقات) : تشمل تكاليف التعاملات عناصر عدة أهمها : عمولة الوساطة والرسوم والضرائب المستحقة للبورصة وغيرها من التكاليف.
- فالبورصة التي تتصف بكفاءة التشغيل هي التي تتضاءل فيها تكلفة التعاملات إلى أقصى حد مقارنةً بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك التعاملات أي أن تأثير تكلفة التعاملات على السعر هو تأثير ضعيف.

٢. كفاءة التسعير أو المعلومات (الكفاءة الخارجية) Price Efficiency : يقصد بها أن

المعلومات الجديدة تصل إلى السوق بسرعة وبدون فاصل زمني ك بير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة . وبالتالي الفرصة متاحة للجميع للحصول على

^١ حسين . عصام ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٣-٣٤ .

^٢ Kenneth .Thygerson. J, Financial Market And Institutions : A Managerial Approach, Harper Collins College Publishers, USA,1993,P156-157.

المعلومات وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة ، فالجميع و لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح ، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين^١ .
ويبدو واضحاً مما سبق أن كفاءة التسعير تعتمد بقوة على كفاءة التشغيل ، فلكي يعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق فإن ذلك يقتضي أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرون عند حدها الأدنى ، الأمر الذي يشجع المستثمرين على السعي أكثر للحصول على المعلومات الواردة وتحليلها بهدف تحقيق الأرباح ، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط عملية التداول في السوق.

رابعاً مستويات كفاءة السوق :

تقسم كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات وفقاً لطبيعة العلاقة بين الأسعار السوقية وبين انعكاس المعلومات المتاحة وهذه المستويات هي:

١. المستوى الضعيف للكفاءة Weak From Efficiency :

تتصف سوق معينة بالمستوى الضعيف للكفاءة إذا كانت الأسعار السوقية للأوراق المالية تعكس بشكل فوري وكامل كافة المعلومات عن الأسعار التاريخية السابقة للورقة المالية، أي أنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال البحث في التحركات السعرية السابقة للورقة المالية واستخدامها كأساس للتعامل المستقبلي، وبالتالي فإن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى^٢.

وبالتالي فإن صيغة المستوى الضعيف للسوق ترفض الفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني ، فلي يتمكن مستخدمو التحليل الفني من تحقيق أرباح غير عادية ، حيث أن عملية التنبؤ بالأسعار هي عديمة الجدوى ، لأن التغيرات المتتالية في سعر سهم معين مستقلة عن بعضه البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة.

و اعتمدت الدراسات الميدانية مداخل عديدة لاختبار فرضية المستوى الضعيف للسوق ، أهمها اختبار سلاسل الارتباط وقواعد التصنيفية واختبار الأنماط الطارئة ، وكان الهدف من استخدام هذه

^١ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٠١ .

^٢ Pilbeam. Keith ,Finance And Financial Market ,Macmillan Business , Malaysia , 1998 , p196.

النماذج الإحصائية اختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمه .
وفي مايلي عرض مختصر لهذه المداخل :

أ - اختيار سلاسل الارتباط : يركز اختبار سلسلة الارتباط Serial Correlation Test على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية على المدى القصير من وجود قيمة إحصائية معنوية لمعامل الارتباط بين التغيرات السعرية المتتالية في العينة المدروسة . فإذا ما كشفت نتائج التحليل عن وجود نمط للتغير في الأسعار فإن ذلك يعد رفضاً قاطعاً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو كما تعرف بالصيغة الضعيفة لفرضية الكفاءة السوقية.

وعادةً ما يشتمل الاختبار على المدى القصير حيث أن المدى الطويل (سنتين فما فوق) يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار (أو اتجاه سعري أساسي) كما تنص نظرية داو . حيث أكد كل من "فاما" و " فرنش" على أن هناك ارتباطاً سالباً وتاماً بين التغيرات في العوائد لسلسلة زمنية طويلة و أشارا إلى أن هناك نحو ٢٥% إلى ٤٠% من تغيرات العوائد على المدى الطويل يمكن التنبؤ بها بالاعتماد على سلسلة العوائد الماضية . وإذا صح هذا الادعاء فإن نموذج الحركة العشوائية وفرضية الصيغة الضعيفة للسوق قد يختفي أثرهما على المدى الطويل ، ويصبح عندئذ تحليل وتتبع المستثمرين للحركة السعرية على أمل تحقيق الأرباح المميّزة عملية مجدية^١ .

ب - قواعد التصفية : يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار انه أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار ويقترحون بديلاً واقعياً لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق . فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار يمكن من خلالها للمستثمر أن يحقق عائداً متميزاً عن أقرانه الذين لا يتبعون هذه القواعد ، ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية^٢ . وفي هذا الصدد توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية اقترحها الفنيين وهي^٣ :

- المجموعة الأولى تقوم على أن ارتفاعاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في قرار الشراء ، وأن انخفاضاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لقرار البيع .

^١ مزاهدية . رفيق ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات "دراسة حالة في سوق الأسهم السعودية " ، رسالة ماجستير ، جامعة باتنة ، الجزائر ، ٢٠٠٦ ، ص ١٠٦ .

^٢ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٠٤-٥٠٥ .

^٣ حسن . أمين عبد العزيز ، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٤٤ .

- المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات والموسمية و التي تقضي بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار ، وبالطبع لو صح ذلك الاعتقاد فإنه يمكن لمن يتبعه أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب.
- المجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم اللذان سبقتهما الإشارة إليهما .

ج - اختبار الأنماط الطارئة : يرى أنصار هذا المدخل أن التغيرات السعرية للأوراق المالية قد تسلك حركة عشوائية معظم الوقت ، إلا أنها قد تأخذ من آن لآخر نمطاً معيناً يمكن رصده . ويمكن التحقق من مدى إمكانية حدوث ذلك باستخدام اختبارات التغير في اتجاه الأسعار ، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار و طول الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات (موجب -صفر - سالب - موجب) . وإذا اتضح أن هناك تغيرت سعرية تحدث أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة من الأرقام العشوائية ، فإن هذا يدل على أن هناك نوع من الحركة غير العشوائية في الأسعار^١ .

وللإشارة ، أكدت دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحداً أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط وقواعد التصفية واختبار الأنماط الطارئة) مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق . وهذا بالطبع لا يعكس تأييداً مطلقاً ، و إلا لما كان هناك وجود للفنيين الذين يكرسون جهودهم لاكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم .

٢. المستوى نصف القوي للكفاءة Semi – Strong From Efficiency :

تتصف سوق معينة بالمستوى نصف القوي للكفاءة إذا كانت الأسعار الجارية (الحالية) للأوراق المالية المتداولة فيها تعكس بشكل فوري وكامل كافة المعلومات المتاحة للجمهور . و تشمل المعلومات المتاحة للجمهور بالإضافة للأسعار التاريخية للأوراق المالية كافة المعلومات التي تتعلق بالشؤون الدولية أو الحالة الاقتصادية أو التقارير أو الإعلانات عن ظروف الشركة والصناعة التي ترتقي إليها ، وبالتالي فإن إنفاق المستثمر للمال والوقت والجهد لإجراء المزيد من التحليل لهذه المعلومات لن يحقق عوائد إضافية لأن هذه المعلومات قد عُ كست أول بأول في أسعار الأسهم^٢ .

^١ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٠٥-٥٠٦ .

^٢ الفالوجي . محمد يوسف ، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف ، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، ٢٠٠٧ ،

٣. المستوى القوي للكفاءة : Strong from Efficiency

تتصف سوق معينة بالمستوى القوي للكفاءة إذا كانت الأسعار الجارية (الحالية) للأوراق المالية فيها تعكس بشكل فوري وكامل كافة المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته . وبالتالي فإنه حتى فئات معينة كمدراء الشركات والعاملين فيها والمحللين الم اليين ومدراء صناديق الاستثمار الذين تتوفر لديهم فرصة الحصول على معلومات داخلية متميزة لن يكونوا قادرين على تحقيق عوائد غير عادية من الاستثمار بالأوراق المالية باستخدام المعلومات الخاصة (الداخلية) كأساس للتعامل المستقبلي^١.

وأكدت الدراسات الميدانية صعوبة الجزم بأن السوق كفؤ على المستوى القوي أو المستوى المتوسط حتى في ظل المفهوم الاقتصادي لكفاءة السوق . و مثل هذه الرؤية تحمل في طياتها فرصة مواتية للمهتمين بالتحليل الأساسي للأوراق المالية في البحث عن إستراتيجية يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية حيث يكون الأساس في إستراتيجية هؤلاء البحث عن الأسهم التي فشل السوق في تسعيرها عند قيمتها الحقيقية أي الأسهم التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية اقل مما ينبغي . أما بالنسبة للتحليل الفني فإنه لا سبيل أمامهم لتحقيق أرباح غير عادية فإذا كانت صيغة المستوى القوي والمتوسط القوة محل خلاف فان صيغة المستوى الضعيف تحظى بتأييد قوي، مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل الأسعار في فترات ماضية^٢ . مما سبق يتضح أن مفهوم كفاءة السوق يحوي على تناقض ظاهري في علاقته مع تحليل الأوراق المالية، فمن جهة يساعد تحليل الأوراق المالية على تحقيق كفاءة السوق حيث أن استخدام أساليب التحليل المختلفة قد يساعد في اكتشاف الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ (أي التي يختلف سعرها الجاري عن قيمتها الحقيقية)، فمثلاً إذا أشارت نتيجة التحليل إلى أن أحد الأسهم التي يتم التعامل به مقيم بأقل من قيمته الحقيقية تكون نصيحة المحلل هي شراء السهم الأمر الذي من شأنه أن يدفع سعره السوقي ليعكس قيمته الحقيقية مما يؤدي إلى تحقيق الكفاءة للسوق . ومن جهة أخرى فإن مفهوم كفاءة السوق يتضمن أن أي تحليل للمعلومات المنشورة لن يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية^٣.

¹ Pilbeam. Keith ,Finance And Financial Market ,Macmillan Business ,Op .Cit , P197 .

^٢ هندي .منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص٥١٣-٥١٤ .

³ Pilbeam. Keith ,Finance And Financial Market , Op .Cit , PP199-200.

ويرى الباحث أنه لا يستطيع التحليل الفني ولا التحليل الأساسي في إعطاء نصيحة خالصة للمستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري في السوق فإنه من خلال تلك النظريات الأكاديمية حول كفاءة السوق فإنه في حالة الاستفادة من التحليل الفني وعمله بشكل جيد فإن ذلك يعني أن السوق غير كفء .

خامساً : العلاقة بين كفاءة السوق وسيولتها :

أن سيولة السوق لها تأثير مباشر في رفع أو تخفيض قيمة السهم في السوق ، فالمستثمرون يفضلون الأسهم التي تتسم بسيولة عالية ، وغالباً ما يدفعون أسعار لها تفوق قيمتها الحقيقية ، وفي حين يحصل العكس ليكون السهم دون السعر الحقيقي إذا ما اتسمت السوق بدرجة منخفضة من السيولة. وتوجد ثلاث سمات رئيسية يجب توافرها في السوق حتى تتصف بالسيولة ^١ :

— أن يكون السوق عميقاً :إذا تم بيع وشراء الأسهم بأسعار تزيد أو تنخفض عن القيمة الجارية للسهم في السوق .

— اتساع السوق : تتصف السوق بالاتساع إذا ما توافرت فيها أوامر البيع والشراء بكميات كبيرة، فالسوق التي لا تتضمن أوامر بيع وشراء بكميات كبيرة تكون سوق محدودة.

— مرونة السوق : من خلال سرعة الاستجابة للتغيرات الناتجة عن الأوامر المتقلبة ولذلك أي خلل محتمل في العرض والطلب على ورقة مالية معينة يمكن معالجته بسرعة مما يقلل الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها الورقة المالية .

ويمكن التمييز بين نوعين من التغيرات السعرية التي يتعرض لها السوق المالي ^٢ :

١. **تغيرات عارضة :** و تنتج عن تصرفات فريق الضوضاء * و تحدث خلافاً مؤقتاً بين العرض والطلب وتتأرجح الأسعار في حدود المدى بين سعر الشراء وسعر البيع وهذه التغيرات تكون ضئيلة، ثم تعود الأسعار إلى سعر التوازن بعد عدد قليل من الصفقات.
٢. **تغيرات بسبب ورود معلومات جديدة :** هذه التغيرات تبقى مستمرة حتى ورود معلومات أحدث إلى أن تصل الأسعار إلى مستوى توازن جديد . ويلاحظ أن الأسعار في هذه المرحلة تنتقل بشكل بطيء وليس دفعة واحدة إلى أن تصل إلى سعر التوازن الجديد وبالتالي فالأسعار لم

^١ كافي .مصطفى، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٨-٥٩ .

^٢ هندي . منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص ٥٥٨-٥٥٩ .

* فريق الضوضاء : المتعاملون في الأسواق المالية بناءً على أحاسيس شخصية وإشاعات لا أساس لها أو بناءً على آراء غير خبيرة بأسواق المال ، أي يتصرفون وفق غريزة القطيع .

تعكس المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة ، مما يتيح للبعض تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين ، وهو ما يتنافى مع مبدأ كفاءة السوق .

مما سبق يتضح إن تحقيق السيولة يشكل هدفاً متعارضاً مع مفهوم كفاءة السوق، فتحقيق السيولة يتطلب استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة لأخرى، وبالتالي فإنه عند ورود معلومات جديدة يتطلب تحقيق السيولة تحرك الأسعار بشكل بطيء وليس مرة واحدة نحو مستوى التوازن الجديد الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية، أي أن الأسعار لن تعكس المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة، وهو ما يتيح لبعض المتعاملين تحقيق عوائد غير عادية على حساب متعاملين آخرين وهذا ما يبدو متعارضاً مع مفهوم كفاءة السوق، فالسوق التي تحقق السيولة لما يتداول بها من أوراق من شأنها أن تضعف من كفاءتها وتجعل الأوراق المالية مضللة ولا تعكس المعلومات المتاحة.

سادساً : أسباب عدم كفاءة السوق :

١. التأخر في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.
٢. عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل المالي ، وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة .
٣. انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق بيعاً وشراءً .
٤. تنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية . بالإضافة إلى^١ :
١. عدم وضوح توجهات السوق ووجود انفصال بين حالة السوق وحالة الاقتصاد الوطني .
٢. تخطيط في السياسات المالية والنقدية الحكومية ووجود تعارض بينها مثلاً رفع أسعار الفائدة لمعالجة التضخم وانخفاض في حجم الضرائب أو العكس .
٣. عدم وضوح الرؤية الاقتصادية للدولة مثلاً هل تسعى الحكومة لزيادة معدل النمو الاقتصادي أم معالجة البطالة أم لتخفيض عجز الموازنة أم لزيادة حجم الاستهلاك للمواطنين وغيرها من السياسات الاقتصادية غير الواضحة .
٤. وجود حالة من الركود التضخمي الناجم عن التعارض بين السياسات المالية والنقدية .

^١ كنعان . علي ، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩٩-٢٠٠ .

المبحث الثالث : أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

أولاً : مفهوم الاستثمار

ثانياً : أنواع الاستثمار

ثالثاً : أنواع القرارات الاستثمارية

رابعاً : محددات الاستثمار في الأوراق المالية

خامساً : استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية

سادساً : إستراتيجية الاستثمار في ظل فروض كفاءة السوق

المبحث الثالث : أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية :

أولاً . مفهوم الاستثمار :

يُعد الاستثمار المحرك الأساسي للاقتصاد في نموه واستقراره . و اعتُمدت في هذا الشأن نماذج وأنظمة عديدة للاستثمار من قبل المدارس الكنزنية واللاحقة لها .

وعلى المستوى الدولي أصبحت مسألة الاستثمار منذ بداية السبعينيات مسألة رئيسية بعد أن تحولت الاقتصاديات الأوروبية إلى اقتصاديات عالمية بدلاً من قارية ، وبرز الاقتصاد الأمريكي كقوة اقتصادية جديدة دولياً وظهرت بوا در الاقتصاد الياباني الحديث ، وأصبحت حركة الأموال الدولية من و إلى البلدان المسيطرة تخضع لمؤشرات الربحية التجارية والمالية والتي تتم وفق استراتيجيات وسياسات وأنظمة تُعتمد من قبل هيئات حكومية ومؤسسية وسوقية ، وبالتالي فإن غالبية النفقات بما فيها العسكرية والسياسية اعتُبرت في حالات عديدة امتداداً للنفقات الاستثمارية ولصالح أهدافها^١ .

و يمثل الاستثمار احد مكونات دالة الطلب الفعال في النظرية الاقتصادية إلى جانب متغير الاستهلاك ، ويتسع مفهوم الاستثمار ليغطي مجالات واسعة من الأنشطة الاقتصادية ، نتيجة لتعدد الأنشطة وتعدد العملية الاستثمارية ذاتها .

ويقصد بالاستثمار بشكل عام الإضافة الفعلية إلى الثروة المتراكمة عبر الزمن نتيجة إرجاء أو تأجيل استهلاك حالي مؤكد مقابل استهلاك مستقبلي أكبر غير مؤكد^٢ .
أي انه تضحية بمنفعة حالية مؤكدة في سبيل الحصول على منفعة أكبر تشو بها نوازح المخاطرة وعدم اليقين بشأن الحصول عليها .

ويُعرف الاستثمار المالي بأنه عملية توظيف للأموال لفترة زمنية محددة للحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعويضاً عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم وتقلبات تلك الأموال^٣ .
معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر ، ويتعامل الاستثمار مع ما يسمى بمجالات عدم التأكد .

^١ هوشيار . معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤ .

^٢ توفيق . سعيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، الإسكندرية ، ١٩٩٨ ، ص ٢٣ .

^٣ Francis . jack ,investment , op .cit ,p1 .

ومن هذا التعريف تظهر أهمية ثلاثة أبعاد وهي أساس العملية الاستثمارية للفرد والشركة والاقتصاد ككل وهم :

- الوقت
 - العائد المتوقع
 - درجة المخاطرة.
- فتوظيف الأموال والتضحية بها تأخذ مكانها في الحاضر وهو مؤكد أما العائد فهو يأتي في المستقبل وهو غير مؤكد وأما الوقت (الزمن) فهو المتغير بين الرغبة في تحقيق العائد المتوقع والقدرة في تحمل المخاطر^١. وتقوم الاستثمارات على أربعة مقومات^٢:
- **الموارد المتاحة:** متمثلة في الأموال التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة كمخدرات المستثمر أو ما يمكن اقتراضه من السوق أو الأموال التي يحتجزها المستثمر في منشأته في شكل احتياطات أو أرباح محتجزة أو غيرها.
 - **المستثمر:** هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يقبل قدرًا من المخاطر لتوظف موارده الخاصة، وذلك من أجل تحقيق أغراضه التي تكون في العادة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح المادية وغيرها من العوائد أو المكاسب غير المادية.
 - **الأصول:** هي الاستثمارات التي يوظف فيها المستثمر أمواله متمثلة في شتى الأصول كالعقارات والمشروعات الاستثمارية في المجالات المختلفة.
 - **غرض المستثمر:** هو العوائد التي يتوقعها المستثمر من استثماراته ، والتي تحمل قدرًا من المخاطرة، وقد يكون هذا العائد مادياً أو منفعة عامة منظورة أو غير منظورة.

^١ الزبيدي. حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق ، عمان ، ٢٠٠١ ، ص ٢٥ .

^٢ الحضيرى. حامد العربي ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع ، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ١٩.

ثانياً : أنواع الاستثمار :

نقّيز العملية الاستثمارية بين نوعين رئيسيين من الاستثمارات وهما :

١. **الاستثمارات العينية المباشرة** : وهي الاستثمار في أصول مادية ملموسة مثل الأراضي و الآلات والمباني و المصانع و الذهب والفضة والمعادن النفيسة واللوحات المتميزة وغيرها . ويمثل هذا النوع الأسلوب التقليدي للاستثمار ، إذ يشكل السمة الأساسية للاستثمارات في المجتمعات غير المتطورة ^١.

٢. **الاستثمارات في أسواق المال** : هو توظيف الأموال بالأوراق المالية حيث تصنف إلى أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) وأدوات مديونية (السندات بأنواعها). ويمثل هذا النوع من الاستثمارات السمة المميزة للاستثمارات في المجتمعات المتقدمة ^٢.

وفي واقع الأمر أن الاستثمار الحقيقي (الاستثمارات العينية المباشرة) والاستثمار المالي يتكاملان بصورة أو بأخرى، فإذا رغبت شركة صناعية في الحصول على أموال في سبيل شراء معدات وآلات للتوسع الصناعي فأن هذا الاستثمار يمكن أن يمول عن طريق بيع الأسهم أو السندات في السوق الأولية ، هذه الأسهم تمثل استثماراً مالياً للمشتري يستطيع أن يبيعها في السوق الثانوي ، ومن الطبيعي أن يبيع هذه الأسهم في السوق الثانوية لا يحقق نقداً للشركة المصدرة ولكن مجرد وجود هذه السوق يؤدي إلى زيادة جاذبية هذه الورقة ، وبالتالي يسهل عملية الاستثمار الحقيقي . ولأغراض الدراسة سيتم البحث في أساسيات الاستثمار المالي دون الخوض في تفاصيل الاستثمار الحقيقي ، وذلك بالتطرق لأسس اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية واستراتيجيات الاستثمار في ظل فروض كفاءة السوق .

^١ هوشيار . معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ٢٠٠٣ ، ص ١٦ .

^٢ الزبيدي . حمزة محمود ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٥ .

ثالثاً : أنواع القرارات الاستثمارية:

إن قرارات الاستثمار هي القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة في كل منها وتوقيت الاستثمار ، وتتضمن عملية الاستثمار تحليلاً لطبيعة قرارات الاستثمار وتنظيماً للأنشطة الضرورية لاتخاذ القرارات ، ويعتمد قرار الاستثمار من حيث شكله وهدفه وتوقيته على البيانات والمعلومات الضرورية لاتخاذ الأشكال الثلاثة لقرار الاستثمار (الشراء، البيع، عدم التداول)، حيث يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس القاعدة التي تقارن القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للأوراق المالية على الشكل التالي^١:

١. قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها تزيد عن سعرها السوقي ، مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلاً .

٢. قرار البيع: عندما يرتفع السعر السوقي عن القيمة الحقيقية للأداة المالية يتولد لدى المستثمر الحافز للبيع خوفاً من مخاطر انخفاض السعر مستقبلاً.

٣. قرار عدم التداول: عندما يكون السوق في حالة توازن حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للأداة المالية ، يفقد المستثمر أي حافز للبيع حيث تنتفي لديه المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل، كما يفقد الحافز للبيع حيث يفقد الأمل من تحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية.

رابعاً : محددات الاستثمار في الأوراق المالية :

يتوقف قرار الاستثمار في الأوراق المالية والمفاضلة بينها على نتيجة العلاقة التبادلية بين العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بحالة عدم التأكد فكلما زادت توجهات المستثمر نحو تعظيم العوائد ارتفعت درجة المخاطر التي يتعرض لها . وطالما أن إمكانية تحقيق الأرباح تقابلها إمكانية تحمل الخسائر في أي وقت ، فإن القرارات الاستثمارية عادةً ما تسبقها دراسات مكثفة بهدف التقليل من فرص التعرض للمخاطر المصاحبة للاستثمار .

وعملياً تنحصر دراسة العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطر في خطوتين أساسيتين هما حساب العوائد وقياس المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار .

^١ مطر . محمد ، فايز . تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره، ص ١٧.

١. **العائد على الاستثمار وقياسه**: يعتبر العائد مؤشراً أساسياً لتحفيز المستثمر على الاستثمار وهو مقياس مناسب لترتيب الأدوات الاستثمارية والمفاضلة بينها . ويمثل العائد مقدار الربح أو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر عند توظيف أمواله في إحدى الأدوات الاستثمارية^١ .

ويتميز الاستثمار في الأوراق المالية بتحقيق نوعين من العوائد^٢:

- **العائد الجاري**: وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة الاستثمار من تدفقات نقدية أو عينية ناتجة عن توزيعات أرباح للأسهم التي يمتلكها.

- **العائد الرأسمالي**: هو العائد الذي يتحقق نتيجةً للتغير في القيمة السوقية للورقة المالية خلال فترة احتفاظ المستثمر بهذه الورقة ، وقد يكون هذا التغير ايجابياً ويسمى بالأرباح الرأسمالية ، وقد يكون سالباً فتحقق خسائر رأسمالية.

ويجب التفرقة بين نوعين من العوائد هما :العائد الفعلي و العائد المتوقع، حيث يشير مفهوم العائد الفعلي إلى العائد الذي حققه المستثمر بالفعل والناجم عن الاستثمار في الورقة المالية ، وبالتالي فإن معدل العائد المحقق هو مقياس تاريخي لمعدل الفائدة أي انه يتعلق بالبيانات التاريخية^٣ .
ويحسب معدل العائد الفعلي من خلال المعادلة التالية^٤:

$$TR = \frac{[Dt + (P - PB)]}{PB}$$

حيث يمثل الرمز Dt : مقدار التوزيعات المخصصة للسهم خلال فترة الاحتفاظ به .

P : القيمة السوقية للسهم (سعر البيع)

PB : سعر شراء السهم

ويشير مفهوم العائد المتوقع إلى العائد الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل ،ويحدد المستثمر العائد المتوقع الناجم عن الاستثمار بالورقة المالية من خلال تحليل العوائد المتوقعة .وللقيام بذلك تحدد القيم الاحتمالية لجميع العوائد الممكنة ، وهذه الاحتمالات تأخذ قيماً تتراوح بين الصفر

¹ Gitman .Lawrence J, Joehnk. Michael D, Fundamental Of Investing , Pearson Addison Wesley , New York ,2005 ,P 133.

^٢ . شمس الدين . أشرف، دراسة أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية ، هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات العربية المتحدة ،٢٠٠٥ .

³ Cornett .Mercia Million , Saunders .Anthony ,Financial Markets And Institution, Mc Grow-Hill ,New York .2007. P62 .

^٤ قاسم .عبد الرزاق ، العلي . احمد ،إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٥ .

والواحد الصحيح ، وتعتبر هذه الاحتمالات تقديرات شخصية يضعها المستثمر بحكم خبرته وحسه الاستثماري وتجاريه^١ .

ويحسب معدل العائد المتوقع من خلال المعادلة التالية^٢:

$$E(Rs) = [R_1P_1 + R_2P_2 + R_3P_3 + \dots + R_nP_n]$$

$$E(Rs) = \sum_{i=1}^N R_i P_i$$

حيث أن : $E(Rs)$ معدل العائد المتوقع على الورقة S

R_i العائد المتوقع المرافق للاحتتمال P_i

P_i احتمال تحقق العائد R_i

n عدد العوائد المحتملة

وفي حين يهدف المستثمر إلى تحقيق العائد المتوقع إلا أنه في النهاية يحصل على العائد الفعلي الذي قد يكون أعلى أو أقل مما كان متوقعاً ، وهو ما يشير إلى درجة الخطر المرتبطة بالاستثمار أي تقلب العوائد المحتملة والنتيجة عن عملية الاستثمار.

٢. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية : يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى أنواع مختلفة من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه ، وبشكل عام هناك علاقة طردية بين زيادة العائد المتوقع والمخاطر ، حيث أن زيادة العوائد تحمل معها زيادة المخاطر ، ومن ثم يجب على المستثمر أن يحاول أبقاء مقدار المخاطر متناسباً مع العوائد المحتملة . وتمثل المخاطر بشكل عام احتمالات التعرض إلى الخسائر جراء عملية استثمارية أو عدم تحقيق هدف الربحية المنشود ، ويختلف المستثمرون من ناحية قدرتهم في التعرض إلى المخاطر أو رغبتهم في ذلك^٣.

وبناءً على ذلك يمكن تعريف المخاطرة بأنها هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار ونقاس المخاطرة بناءً لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع.

^١ الشعار ، نضال ، الأسواق المالية (البورصة) ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢٠ .

^٢ Brown .Keith C , Reilly .Frank .K, Investment Analysis And Portfolio Management, Thomson ,USA ,2006 , p13.

^٣ . مطر . محمد ، تيم . فايز ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٢.

ويصنف المستثمرون حسب درجة تحملهم للمخاطر إلى ثلاثة أنواع كايلى^١:

- المحبون للمخاطر Risk preference : وهم المستثمرون الذين يقبلون مخاطر عالية على أمل الحصول على عائد عالي .
- الكارهون للمخاطر Risk Averters : هم الذين يقبلون بعائد بسيط مق ابل تحمل مخاطر بسيطة وقد أثبتت الكثير من الدراسات التحليلية أن معظم المستثمرين كارهون للمخاطر.
- المحايدون Risk Neutral : وهم المستثمرون الذين تتساوى لديهم المخاطرة وعدم المخاطرة أي هم المستثمرون الذين يعملون على تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد .

١-٢. أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية :يمكن تقسيم مخاطر الاستثمار بالأوراق المالية بشكل عام إلى نوعين :

١-١-٢. المخاطر المنتظمة Systematic Risks : وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين ، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياحية والاجتماعية كالإضرابات العمالية أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو ارتفاع أسعار الفائدة أو الحروب أو الانقلابات السياسية^٢ ، فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة ، والمخاطر المنتظمة لا يمكن تجنبها بالتنوع في المحافظ الاستثمارية فهي تصيب جميع الأوراق أيأ كان نوعها وأيأ كانت الشركة المصدرة لها. وتقاس هذه المخاطر باستخدام معامل بيتا (Beta)^٣.

وتمثل المخاطر المنتظمة فيما يلي :

- مخاطر أسعار الفائدة Interest Rate Risk: هي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف في معدل العائد المتوقع عن معدلات العائد الفعلي بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال مدة الاستثمار. فأن تغير أسعار الفائدة يؤثر على الأوراق المالية وخصوصاً السندات وبطريقة عكسية ، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس صحيح^٤. وعموماً إن درجة تأثير ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة تختلف من أداة استثمارية إلى أخرى وذلك حسب طبيعة وتاريخ استحقاق الأداة الاستثمارية ، فكلما طال اجل استحقاق الورقة المالية ازداد

¹ Dutta. Saurav , Petro .Lou ,And others , Financial Decision Making , The Association for Accountants and financial professionals In Business ,USA ,2009 , PP96-97 .

² Francis . Jack , Analysis And Management , Mc Grow-Hill, Singapore , 1992 , P 327 .

^٣ مطر. محمد ، إدارة الاستثمار الإطار النظري والتطبيقات العملية ، مرجع سبق ذكره ، ص٥٨.

⁴ Cornett .Mercia Million , Saunders .Anthony ,Financial Markets And Institution ,Op. Cit ,P71.

تعرضها لمخاطر أسعار الفائدة . ويختلف حسب نوع الورقة ، فيكون أكبر في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة ، بينما يكون اقل في الأوراق المالية ذات الدخل المتغير للأسهم العادية^١ .

- مخاطر السوق Market Risk : هي المخاطر التي يترتب عليها تغير في سلوك المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة خارجة عن سيطرة الشركة المصدرة للورقة المالية . كالتغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية والحروب والإشاعات والمعلومات غير المؤكدة ، والتي تؤدي إلى انخفاض سريع في أسعار الأوراق المالية إلى اقل من قيمتها الحقيقية .

ومن أكثر الأمثلة قرباً عن مخاطر السوق هي الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام ١٩٦٣ بعد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كندي ، حيث حصلت عملية بيع للأوراق المالية بشكل هستيري ، اضطر المسؤولون عن البورصة لإغلاق أبوابها وكذلك انهارت قيم الأسهم وانخفضت أسعارها^٢ .

- مخاطر انخفاض القوة الشرائية Purchasing Power Risk : وهي التغيرات الحاصلة في المستوى العام للأسعار (التضخم أو الكساد)^٣ ، أي هي المخاطر الناجمة عن تغيرات القوة الشرائية للنقد أو للمبلغ المستثمر . ويكون هذا النوع من المخاطر كبيراً في الاستثمارات ذات الدخل الثابت (السندات ، حسابات التوفير ،.....) ، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية .

وبالمقابل يشكل الاستثمار في الأسهم حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد باعتبار أن أسعار الأسهم تستجيب للظروف التضخمية فترتفع قيمتها مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها ، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملو السندات^٤ .

- مخاطر أسعار الصرف : وهي المخاطر الناجمة عن تغيرات أسعار الصرف في العملات وعادةً ما تتأثر الشركات التي تعمل في مجالات الاستيراد والتصدير أكثر من غيرها بمثل هذا النوع من المخاطر ، فالشركات التي تعتمد في شراء مواردها الخام على عملات أجنبية تكون معرضة أكثر لهذه المخاطر ، وكذلك الشركات التي تعتمد على التصدير في بيع منتجاتها في الخارج هي أيضاً أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية .

^١ قاسم . عبد الرزاق ، العلي . احمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٧ .

^٢ كافي . مصطفى يوسف ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٢٤ .

^٣ Gitman .Lawrence .J, Joehnk. Michael .D, Fundamental Of Investing ,Op . Cit ,P 162 .

^٤ قاسم . عبد الرزاق ، العلي . احمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية ، المرجع السابق ، ص ٥٨ .

٢-١-٢. المخاطر غير المنتظمة **Unsystematic Risks**: هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بظروف منشأة معينة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة ، و يستطيع المستثمر تخفيض تلك المخاطر بتتبع محفظة الأوراق المالية أي عدم تركيزها في أوراق مالية تصدرها منشأة معينة^١. ولا يحق للمستثمر أن يطالب بتعويض مقابل الأخطار غير المنتظمة ، أما المخاطر المنتظمة والتي سبق وأشرنا إليها فهي التي ينبغي للمستثمر أن يطالب بتعويض مقابلها فهي شر لا بد منه وبنفس الوقت لا ذنب للمستثمر بوجودها ولهذا فإن العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر الكلية (المنتظمة وغير المنتظمة) هي علاقة قوية ولا بد أن تكون طردية^٢ .

ويمكن تقسيم مصادر المخاطر غير المنتظمة إلى :

- مخاطر الأعمال Business Risk : تشير إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع على الاستثمار . وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة ولهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع لآخر ومن منشأة إلى أخرى داخل القطاع الواحد .

ومن أهم العوامل التي تؤثر في مخاطر الأعمال: التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة و التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة و التغير في أسعار مدخلات الإنتاج ودرجة الرفع التشغيلي^٣

- المخاطر المالية Financial Risk : تشير إلى اعتماد إدارة المنشأة المبالغة في القروض ، فكلما زاد اعتماد الإدارة على القروض كلما تعرضت الإدارة إلى مخاطر إضافية ممثلة في عدم القدرة على تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معاً^٤ .

- مخاطر الإدارة Management Risk : من الممكن أن يكون لأخطاء الإدارة آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة ، وبالتالي حدوث اختلاف في معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي ، ففي بعض الأحيان قد تؤدي الممارسات الإدارية الخاطئة إلى منع تداول أسهم الشركة والاقتراب من الإفلاس .

^١ مطر. محمد ، إدارة الاستثمار :الإطار النظري والتطبيقات العملية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٨ .

^٢ الشواورة . فيصل محمود ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية :الأسس النظرية والعملية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٩ .

^٣ كافي . مصطفى يوسف ، بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢١٨-٢٢٠ .

^٤ الشعار . نضال ، الأسواق المالية ، (البورصة) ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢٧ .

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة : سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة أو تدني قدرة الإدارة في إدارة الأزمات (كأزمات الطاقة واضطرابات العمال) أو خسارة مصنع بسبب عدم التأمين عليه أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود بديل عنهم ، الخ^١.

- مخاطر السيولة External Market Liquidity Risk: وهي مرتبطة بالسوق الثانوي وتعبو

عن إمكانية تحويل الاستثمار إلى نقد أو تسويله ، فكلما زادت إمكانية تسويله قلت مخاطره وقل العائد منه^٢. فالشركات المعروفة بأدائها المتميز مثلاً تكون أسهمها مرغوبة لدى الجميع ولا يجد المستثمر صعوبة في بيعها في أي وقت ولذلك فدرجة سيولتها عالية وبالتالي تكون مخاطرها منخفضة ويكون عائدها أقل من غيرها ، والعكس صحيح عندما يجد المستثمرون صعوبة في تسويل استثماراتهم فتزداد بذلك مخاطرتهم وقد يترتب على ذلك عوائد أعلى لهم.

- مخاطر الصناعة Industrial Risk : يقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة ، مثل عدم توفر المواد الخام لهذه الصناعة ، تغير أذواق المستهلكين ، التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات جديدة^٣.

٢-٢. قياس مخاطر الاستثمار : على المستثمر أن يتعرف على طرق قياس المخاطرة لتخفيف درجتها، ويوجد العديد من الطرق لقياس المخاطرة وسوف نتناول منها مايلي :

١-٢-٢. الانحراف المعياري Standard Deviation: يعتبر الانحراف المعياري من أهم المقاييس الإحصائية لقياس درجة المخاطرة المرتبطة بأي أصل من الأصول ويتم استخدام هذه المقاييس لقياس درجة المخاطرة من خلا قياس درجة التشتت أو البعد عن القيمة المتوقعة للعائد ، وكلما كان هذا الانحراف أصغر كلما دل على انخفاض خطر الورقة المالية^٤.

ويقاس الانحراف المعياري وفق المعادلة التالية^٥ :

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{r_i} p_i (r_i - r)^2}$$

حيث أن : σ : الانحراف المعياري.

^١ قاسم . عبد الرزاق ، العلي . احمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٦٠.

^٢ حسن . أمين عبد العزيز ، الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٢٧ .

^٣ قاسم . عبد الرزاق ، العلي . احمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، المرجع السابق ، ص ٦٠.

^٤ هلال . رياض ، دراسة عن الأدوات المالية ، سلسلة جسر التنمية ، العدد الخامس عشر ، ٢٠٠٣.

^٥ Brown .Keith C , Reilly .Frank K, Investment Analysis And Portfolio Management .Op . Cit , P15.

r_i : العائد المتوقع المرافق للاحتمال p_i

$\bar{r}$: المتوسط الحسابي للعوائد المتوقعة .

p_i : احتمال العائد

2-2-2. معامل الاختلاف Coefficient Of Variation: إن استخدام الانحراف المعياري

كمقياس للمخاطرة يمكن أن يكون مقبولا عند المقارنة بين مشروعين أو سهمين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للأسهم فإنه من الضروري الاعتماد على معامل الاختلاف كمقياس نسبي للمخاطر، وبحسب معامل الاختلاف وفق المعادلة التالية:

$$\text{Coefficient of variation (CV)} = \frac{Q_i}{E(R)}$$

حيث أن Q_i : الانحراف المعياري

$E(R)$: العائد المتوقع

وكلما زادت قيمة معامل الاختلاف لأصل استثماري مقارنةً بآخر دل ذلك على أن الاستثمار أكثر خطورة مقارنة بعوائده، ولذلك يجب اختيار معامل الاختلاف الأقل .

فإذا كان معدل العائد المتوقع للاستثمارين X و Y على التوالي ٢٥% و ١٠% بانحراف معياري ٢٠% و ١٨% على الترتيب فإنه يمكن حسب معامل الاختلاف لكل من هذين الاستثمارين على النحو الآتي :

$$CV_x = 20/25 = 0.8; (80\%).$$

$$CV_y = 18/10 = 1.8; (180\%).$$

وطبقاً لهذه النتائج ، يتضح أن الاستثمار X أقل مخاطرة من الاستثمار Y ، وبالتالي الاستثمار X أفضل من الاستثمار Y^١.

¹ Brown .Keith C , Reilly .Frank K, Investment Analysis And Portfolio Management .Op . Cit , P15

خامساً : استراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية :

إن الاستثمار في الأوراق المالية يعتبر فن وعلم له أصوله وقواعده ، ويتطلب قدراً من المعرفة والخبرات العلمية والعملية التي تساعد على حسن الاختيار والمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق.

فالاستثمار من دون وجود إستراتيجية واضحة يعتبر بمثابة السفر من دون خريطة ، فلكي يصل المستثمر إلى هدفه الاستثماري في الوقت والمكان المحدد يجب أن يختار الطريق الأكثر مباشرة للوصول إلى هدفه والذي يحقق له أكبر عائد وأقل تكلفة ممكنة .

وتختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمر ين وذلك حسب اختلاف أولوياتهم . وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحى التفضيل الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الثلاثة التالية^١ :

- الربحية Profitability.

- السيولة Liquidity.

- الأمان Safety .

ويعبر عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة ، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين (السيولة، الأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه.

وبناءً على ذلك ينقسم المستثمرون إلى ثلاثة أنماط^٢ :

- المستثمر المتحفظ Conservative Investor: هو المستثمر الذي تكون درجة حساسيته تجاه المخاطر قوية جداً ويوجه أولوياته لضمان عنصر الأمان . حيث تكون الاستثمارات موجهة إلى الأوراق المالية الآمنة وعديمة المخاطر كأذون الخزينة .

- المستثمر المضارب Speculator: هو الذي يعطي الأولوية لعنصر الربحية على عنصري الأمان والسيولة . لذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار .

^١ . مطر . محمد . تيم . فايز ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩ .

^٢ قاسم . عبد الرزاق ، العلي . احمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٥ .

حيث يتم الاستثمار في الأسهم الهجومية أو الشركات ذات النشأة الحديثة (شركات التنقيب عن النفط) والتي تكون مخاطرها مرتفعة جداً .

- المستثمر المتوازن Balanced Investor : هو المستثمر الرشيد الذي يوازن ما بين عنصري العائد والمخاطرة بالشكل الذي يحقق له عائداً معقولاً . ويندرج تحت هذا النوع الغالبية العظمى من المستثمرين .

وتتأثر إستراتيجية الاستثمار بعدد من العوامل يمكن إيجازها بما يلي^١ :

- متطلبات السيولة : تختلف متطلبات السيولة من مستثمر إلى آخر ، ومع ذلك يجب على كل مستثمر أن يضمن توفر قدر من الأموال الجاهزة لمواجهة الأعباء المتوقعة أو الطارئة كالضرائب أو الإنفاق الشخصي دون إخراج خطة الاستثمار عن مسارها .
- المدى الزمني للاستثمار : هناك علاقة وثيقة بين المدى الزمني للاستثمار وتفضيلات السيولة والقدرة على إدارة عنصر المخاطرة ، فالمستثمر الذي يتبع منهج الاستثمار طويل الأجل لا يسعى وراء السيولة العالية ويميل بالتالي إلى تحمل مخاطر مرتفعة في أصول المحفظة ، في حين يميل المستثمر الذي يفضل الاستثمار في الأجل القصير الأصول عالية السيولة ذات المخاطر المتدنية ، لأن التخلص من أثر الخسائر في حال تحققها أصعب في الأجل القصير .
- الاعتبارات الضريبية : تتأثر خطة الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتداول فيه الأصل الداخل في تكوين محفظته الاستثمارية ، ومن المعلوم أن الأرباح والخسائر الرأسمالية تختلف عن معالجة الأرباح الإيرادية ، إذ تفرض الضريبة على الدخل الإيرادي بلحظة تحققه ، أما الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فلا تدخل في الحسابات الضريبية إلا عند بيع الأصل وإثبات الربح أو الخسارة .
- القيود الرقابية والإشرافية : تشكل الضوابط الرقابية والقانونية والإشرافية التي تفرضها الحكومات قيوداً على الاستراتيجيات الاستثمارية للمستثمرين ، هذه الضوابط قد تضطر المستثمرين إلى الابتعاد عن التعامل في الأدوات الاستثمارية التي تقف عائقاً في طريق تلبية متطلبات السيولة في محافظهم الاستثمارية ، كما تحد الضوابط الحكومية من الخيارات المتاحة للقيمين على العهد الاستثمارية (وهي المحافظ الاستثمارية التي يديرها طرف ثالث نيابة عن المستثمر) .

^١ . باكير . محمد مجد الدين ، محافظ الاستثمار : إدارتها وإستراتيجيتها ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٩ .

سادساً : إستراتيجية الاستثمار في ظل فروض كفاءة السوق :

أن كفاءة سوق الأوراق المالية لها أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين في مجال اختيار الأسهم التي يُستثمر فيها وفي رسم الإستراتيجيات المتعلقة بعملية شراء أو بيع الأسهم . وفي هذا الصدد تتنوع استراتيجيات الاستثمار تبعاً لاختلاف كفاءة السوق . ويمكن التمييز بين نوعين من استراتيجيات الاستثمار ، وهما إستراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق وإستراتيجية الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة السوق :

١. إستراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق : تقوم هذه الإستراتيجية على أن الاقتناع بكفاءة السوق يحمل في طياته حقيقة أن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس قيمتها الحقيقية ، مما يعني تناسب العائد مع حجم المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في تلك الأوراق . وبالتالي فإن المنافسة بين المضاربين والمستثمرين للحصول على معلومات تكشف وجود فرق بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ستكون مستحيلة ، وبالتالي لن يحقق أي منهم عائداً متميزاً عن أقرانه . وبالتالي فإنه في ظل الاعتراف بكفاءة السوق تصبح أفضل إستراتيجية للاستثمار إستراتيجية الشراء والاحتفاظ^١ .

١-١. إستراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy and Hold Strategy: تنص هذه الإستراتيجية على أنه بمجرد توفر الأموال المخصصة للاستثمار فإنه لا بد على المستثمر من المسارعة في عملية الشراء دون انتظار أو البيع حينما يرغب في ذلك دون انتظار ، طالما أن أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاءة تعكس قيمتها الحقيقية ، و ليس هناك فرصة حالية أو مستقبلية يمكن أن تتيح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين^٢ .

وتُجنب إستراتيجية الشراء والاحتفاظ الحاجة إلى متابعة السوق أو قراءة جداول التعاملات على الأسهم على أساس يومي، فعلى المدى الطويل لا تكون هناك حاجة لأن المستثمر يبين الذين يستخدمون هذه الإستراتيجية ليسو بحاجة إلى مزيد من الأوراق المالية^٣. مما سبق يتضح انه في ظل كفاءة السوق فإن أفضل إستراتيجية هي إستراتيجية الشراء والاحتفاظ (الإستراتيجية السلبية) ، وبالتالي فإن استخدام التحليل الأساسي أو الفني لا يحقق للمستثمر أرباح غير عادية .

^١ هندي . منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص ٤٦٠-٤٦٢ .

^٢ هندي . منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، المرجع السابق ، ص ٤٦٢ .

^٣ حنفي . عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٤٩ .

٢. إستراتيجية الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة السوق : يطلق على الإستراتيجية التي لا تعترف بكفاءة السوق الإستراتيجية النشطة Active Strategies وتقوم على افتراض أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات ، وهو ما يمكن كشفه بحكم الخبرة والمهارات الفنية أو بحيازة المعلومات الداخلية التي لا تتاح لأغلبية المستثمرين في السوق . ويستنتج من هذا أن إلمام المحلل أو المستثمر بأدوات التحليل في السوق من شأنه أن يزيد من احتمال تحقيق الأرباح غير العادية. ويمكن أن نذكر من هذه الإستراتيجيات :

١-٢ . إستراتيجية توقيت الاستثمار : تركز هذه الإستراتيجية على تحديد التوقيت المناسب لعملية الاستثمار ، حيث يستطيع المستثمر تحقيق إرباح مميزة متى كان قادراً على تحديد التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق ، أي أن المستثمر لا يهتم فقط بتحديد السهم محل قرار الاستثمار ، بل يهتم بتوقيت القرار ، فالتوقيت الجيد شأنه شأن اختيار السهم الجيد يتيح فرصة تحقيق عائد متميز للمستثمر^١.

و يستخدم الفنيون الخرائط لدراسة تحركات الأسعار في الماضي لتوقيت متى تتم عملية شراء أو بيع الأسهم سواء على مستوى السوق أو الأسهم الفردية، وكذلك الحال بالنسبة للتحليل الأساسي فأن المحللين الأساسيين عادة ما يوصون بالمسارعة بشراء السهم بمجرد اكتشاف أن قيمته السوقية أقل من قيمته الحقيقية^٢.

٢-٢ . استراتيجيات السمات المتعددة^٣ : يقصد بها ضرورة توافر سمات معينة في المنشأة التي ينبغي أن يوجه المستثمر جانباً من مخصصات محفظة أوراقه المالية لشراء جزء من أسهمها ، ومن أهم هذه السمات:

- أن يكون مضاعف الربحية أقل من ٤٠ % من أعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية .
- أن يكون معدل عائد التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل (ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة إلى التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى وأقل سعر يباع به السهم).

^١ مزاهدية . رفيق ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات "دراسة حالة في سوق الأسهم السعودية " ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٣٣ .

^٢ حنفي . عبد الغفار ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ٣٥٢ .

^٣ هندي . منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سبق ذكره ، ص ٤٦٨ - ٤٧٥ .

- أن تكون القيمة السوقية التي يبيع بها الأسهم مساوية لثلاثي نصيب السهم على الأقل من الأصول الملموسة المملوكة المنشأة (يقصد بنصيب السهم من الأصول الملموسة ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد من الأسهم العادية المصدرة).

- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.

- أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا يقل عن ٧% .

٢-٣ . إستراتيجيات السمة الواحدة : إلى جانب استراتيجيات السمات المتعددة هناك استراتيجيات

أخرى تعتمد على سمة واحد منها:

٢ ٣ + . إستراتيجية مضاعف الربحية : هي قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف

الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي.

٢ ٣ ٤ . إستراتيجية السهم المشتق : وهي شراء الأسهم التي سوف يتم تقسيمها أي تشتق أو يعلن

عن اشتقاقها في المستقبل القريب ، فاشتقاق الأسهم لها آثار ايجابية يمكن أن يستفيد منها

المستثمر الذي يشتري السهم قبل حدوث الانشقاق ، فاشتقاق الأسهم يعني انخفاض قيمته

السوقية أي صعوبة بيعه عند حدها الأدنى مما يزيد من عدد المستثمرين القادرين على شرائه

الأمر الذي يجعل مخاطر تسويقه أي صعوبة بيعه عند حدها الأدنى .

٢ ٣ ٣ . إستراتيجية السهم ذات التوزيعات المتزايدة : تقضي هذه الإستراتيجية شراء السهم الذي

أعلن أو يتوقع أن يعلن عن زيادة في توزيعاته النقدية . كون الإعلان عن زيادة التوزيعات

النقدية يعد مؤشراً على توقع الإدارة لأداء أفضل للمنشأة في المستقبل .

٢ ٣ ٤ . إستراتيجية الإصدارات الجديدة : تقضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت

التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة ، وذلك على اعتبار أن تسعير

الأسهم في تلك الإصدارات عادةً ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية ، حيث يُعتبر

تسعير الأسهم التي تطرح للتداول لأول مرة بأقل من قيمتها نوع من الوقاية ضد المسؤولية

القانونية التي تتعرض لها المنشأة القائمة على شؤون الإصدار فيما لو تم تسعيره عند قيم

أعلى مما ينبغي أو حتى عند قيمته الحقيقية .

الفصل الثالث : الدراسة الميدانية

المبحث الأول: جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليلها:

أولاً: منهج الدراسة:

تعد هذه الدراسة من الدراسات الوصفية التحليلية لكونها تهدف إلى معرفة مدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، ومدى معرفة المستثمرين بأدوات وأساليب التحليل الفني ، و ماهي العوامل المؤثرة على المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. ضمن مجموعة من المتغيرات (المؤهل العلمي و التخصص العلمي و مجال العمل الوظيفي ومدة الاستثمار في السوق ومدة الاحتفاظ بالورقة المالية وحجم الاستثمار في السوق). و استخدم الباحث منهج البحث الوصفي التحليلي، لكونه المنهج الأكثر ملائمة للدراسات الوصفية وباعتباره جهداً علمياً منظماً للحصول على معلومات وبيانات لوصف الظاهرة موضوع البحث، ويعرف منهج البحث الوصفي (descriptive Research) بالمنهج الذي يدرس المتغيرات كما هي موجودة في حالاتها الطبيعية، لتحديد العلاقات التي يمكن أن تحدث بين هذه المتغيرات.¹

ثانياً:مجتمع الدراسة وعينتها:

مجتمع الدراسة : ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها ، تم تحديد مجتمع الدراسة بالمستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية و العاملين في شركات الوساطة المالية والباحثين المهتمين بالتحليل الفني .

عينة الدراسة: وهي من نوع العينة العشوائية إذ تم سحب عينة تمثل المجتمع الأصلي تتناسب مع المجموع الكلي لمجموع أفراد المجتمع الأصلي، حيث قام الباحث بتوزيع ٢٠٠ استبانته واسترد منها ١٤٠ استبانته قابلة للتحليل وتم استبعاد ٦٠ استبانته لأخطاء وعدم استكمال إجابات أسئلة الاستبانة. وبذلك يكون المجموع (١٤٠) فرد تم إجراء الدراسة عليهم وفق النسب التالية في الجدول رقم (٥).

العينة المستهدفة ودرجة الاستجابة		فئة العينة
الاستجابة الفعلية	المستهدف	
67	400	مستثمر
51	80	شركة ووساطة مالية
22	70	طالب دراسات عليا
140	550	المجموع

الجدول رقم (٥) العينة المستهدفة

¹ Wiersma, W, Research in Education: An Introduction. University of Toledo, USA, 2004,P 15.

حيث تم سحب مجموعة من المتغيرات الديموغرافية والاسمية لتحقيق أهداف الدراسة وهي على الشكل التالي:

١. المؤهل العلمي :

النسبة	المجموع	مجال العمل الوظيفي			المؤهل العلمي * مجال العمل الوظيفي	
		طالب دراسات عليا	شركة ووساطة مالية	مستثمر		
%07	1	0	0	1	اقل من ثانوي	المؤهل العلمي
%07	1	0	1	0	ثانوي	
%61	86	0	37	49	بكالوريس	
%35	50	22	13	15	ماجستير	
%014	2	0	0	2	دكتوراه	
%100	140	22	51	67	المجموع	

الجدول رقم (٦) المؤهل العلمي لأفراد العينة

٢. التخصص العلمي لأفراد عينة الدراسة:

النسبة	المجموع	مجال العمل الوظيفي			التخصص العلمي * مجال العمل الوظيفي	
		طالب دراسات عليا	شركة ووساطة مالية	مستثمر		
%20	28	0	12	16	إدارة أعمال	التخصص العلمي
%27	39	10	19	10	علوم مالية ومصرفية	
%5	8	8	0	0	أسواق مالية	
%21	30	4	18	8	محاسبة	
%6	9	0	2	7	اقتصاد	
%19	26	0	0	26	أخرى	
%100	140	22	51	67	المجموع	

الجدول رقم (٧) التخصص العلمي لأفراد عينة الدراسة

٣. مدة الاستثمار في السوق لأفراد عينة الدراسة:

النسبة	المجموع	مجال العمل الوظيفي			مدة الاستثمار في السوق * مجال العمل الوظيفي	
		طالب دراسات عليا	شركة ووساطة مالية	مستثمر		
24%	33	22	9	2	ست أشهر وأقل من سنة	مدة الاستثمار في السوق
56%	79	0	24	55	سنة وأقل من ثلاث سنوات	
9%	13	0	13	0	ثلاث سنوات وأقل من خمس سنوات	
11%	15	0	5	10	أكثر من خمس سنوات	
100%	140	22	51	67	المجموع	

الجدول رقم (٨) مدة الاستثمار في السوق لأفراد عينة الدراسة

٤. مدة الاحتفاظ بالورقة المالية لأفراد عينة الدراسة:

النسبة	المجموع	مجال العمل الوظيفي			مدة الاحتفاظ بالورقة المالية * مجال العمل الوظيفي	
		طالب دراسات عليا	شركة ووساطة مالية	مستثمر		
%23	33	21	9	3	اقل من شهر	مدة الاحتفاظ بالورقة المالية
%29	40	1	25	14	شهر واقل من ثلاث أشهر	
%31	44	0	16	28	ثلاث أشهر واقل من ست أشهر	
%14	19	0	1	18	ست أشهر واقل من سنة	
%3	4	0	0	4	سنة فأكثر	
%100	140	22	51	67	المجموع	

الجدول رقم (٩) مدة الاحتفاظ بالورقة المالية لأفراد عينة الدراسة

٥. حجم الاستثمار لأفراد عينة الدراسة:

النسبة	المجموع	مجال العمل الوظيفي			حجم استثماراتك * مجال العمل الوظيفي	
		طالب دراسات عليا	شركة ووساطة مالية	مستثمر		
%32	45	21	17	7	من ١٠٠ واقل من ٥٠٠ ألف	حجم الاستثمار
%16	22	1	14	7	من ٥٠٠ واقل من مليون	
%31	44	0	19	25	مليون واقل من خمسة مليون	
%21	29	0	1	28	خمس مليون وما فوق	
%100	140	22	51	67	المجموع	

الجدول رقم (١٠) حجم الاستثمار لأفراد عينة الدراسة

ثالثاً: أداة الدراسة: تتكون الاستبانة من (٣٠) بنداً موزعة على ثلاثة أبعاد رئيسية:

البعد الأول: يعتمد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم ويتكون من ١٠ بنود .

البعد الثاني: لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني

مما يؤثر سلباً على اتخاذ قراراتهم ويتكون من ١٠ بنود.

البعد الثالث: تتوقف درجة الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار على عدة عوامل

منها درجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين والإشاعات في السوق سواء الايجابية أو

السلبية ويتكون من ١٠ بنود.

وتتمثل طريقة الاستجابة باختيار الإجابة من متعدد (خماسي) وهي: (١) أبداً، (٢) نادراً، (٣)

أحياناً، (٤) غالباً، (٥) دائماً. و تراوحت درجات الاستجابة لكل بعد من (١٠ - ٥٠) درجة.

رابعاً : اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها :مرت الاستبانة بمراحل متعددة، من أبرزها دراسة استطلاعية على مجموعة من المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية والعاملين في شركات الوساطة المالية لمعرفة إن كانت البنود واضحة أو مبهمة، إذ تم إعطاؤهم فكرة عن كيفية وضع البنود التي تناسب موضوع الدراسة . ومن خلال ذلك تم الاعتماد على (٤٨) بنداً ومن ثم تم عرضها على الأستاذ المشرف الذي قام بدوره بحذف وإضافة وتعديل للبنود إذ تألفت الاستبانة في المرحلة الثانية من (٣٠) بنداً، وبعدها تم تطبيق الاستبانة على عينة استطلاعية بلغت (٢٠) فرد لدراسة الصدق حيث تم إدخال البيانات على برنامج (spss) لمعالجتها.

١. **مصادقية التحليل (Analysis validity):**عرفه (بيل) بأنه: " قياس الاختبار لتكوين فرضي أو مفهوم معين من خلال الجوانب المتباينة لهذا المفهوم " ^١. والجدول رقم (١١) يبين ارتباطات كل بعد مع بنوده:

الارتباط										
السؤال	س١	س٢	س٣	س٤	س٥	س٦	س٧	س٨	س٩	س١٠
معامل بيرسون	.597*	.526**	.740**	.821**	.587**	.407**	.579**	.315**	.545**	.490**
مستوى الدلالة	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).										

الجدول رقم (١١) يبين ارتباطات بعد التحليل الفني مع بنوده

يُلاحظ من الجدول أن معاملات الارتباط لبعد التحليل الفني تتراوح ما بين (٠.٣١ و ٠.٨٢) وهي

دالة عند مستوى الدلالة (٠.٠١) مما يؤكد قدرة تجانس البعد في السمة المقاسة.

❖ وفيما يتعلق ببعد الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني فتظهر في الجدول رقم (١٢):

الارتباط										
السؤال	س١	س٢	س٣	س٤	س٥	س٦	س٧	س٨	س٩	س١٠
معامل بيرسون	.811**	.714**	.656**	.852**	.803**	.497**	.706**	.804**	.587**	.673**
مستوى الدلالة	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000
N	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).										

¹Bell. D. Classifying Teaching Tools, University of South Carolina, Teaching Techniques Office, USA, 2006,p118.

يُلاحظ من الجدول رقم (١٢) أن معاملات الارتباط لبعـد الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني تتراوح ما بين (٠.٦٥ و ٠.٨٥) وهي دالة عند مستوى الدلالة (٠.٠١) مما يؤكد قدرة تجانس البعد في السمة المقاسة.

❖ وفيما يتعلق ببعد درجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين والإشاعات في السوق سواء الايجابية أو السلبية وأثرها في الاعتماد على التحليل الفني فتظهر في الجدول رقم (١٣)

الارتباط										
السؤال	س١	س٢	س٣	س٤	س٥	س٦	س٧	س٨	س٩	س١٠
العوامل المؤثرة على التحليل الفني	معامل بيرسون	.911**	.459**	.395**	.413**	.436**	.427**	.506**	.180*	.201*
	مستوى الدلالة	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.033	.018
	N	20	20	20	20	20	20	20	20	20

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

الجدول رقم (١٣) يبين ارتباطات بعد العوامل المؤثرة على الاعتماد على التحليل الفني مع بنوده يُلاحظ من الجدول أن معاملات الارتباط لبعـد العوامل المؤثرة على التحليل الفني تتراوح ما بين (٠.٢٠ و ٠.٩١) وهي دالة عند مستوى الدلالة (٠.٠١) باستثناء السؤال الثامن والعشر، ويعود السبب في ذلك أن هذا البعد يقيس عدة عوامل ومهما يكن مستوى الدلالة لهذا البنود فهي تتراوح بين (٠.٣٣ و ٠.١٨) وهي اصغر من (٠.٠٥) مما يؤكد قدرة تجانس البعد في السمة المقاسة.

٢. الاتساق الداخلي (Internal Validity): وهو ما أشار إليه كرونالد (Gronuld) إلى أنه المجموع الكلي إلى الأبعاد الفرعية، فالارتباطات العالية بين مجموع الدرجات الكلي للاختبار والأبعاد الفرعية التي تقيس السمة نفسها تدعم الصدق وتؤكد، حين يتم إثبات صدق الاختبار بطرق أخرى، ويفترض هذا الصدق، لكون الاختبار منطقياً ومتجانساً في قياس السمة المقاسة^١.

تم إجراء ارتباط المجموع الكلي مع الأبعاد الفرعية كما يظهر في الجدول رقم (١٤):

الارتباط				
المجموع الكلي	البعد	اثر التحليل الفني على قرار المستثمرين	الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني	العوامل المؤثرة استخدام على التحليل الفني
	معامل بيرسون	.700**	.775**	.752**
	مستوى الدلالة	.000	.000	.000
	N	20	20	20

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

الجدول رقم (١٤) الارتباطات بين المجموع الكلي، والأبعاد الفرعية

1 Gronuld , N.E , Measurement and Evaluation in teaching ,New York , 1981,p12.

يلاحظ من الجدول رقم (١٤) أن ارتباط المجموع الكلي مع الأبعاد الفرعية تراوح بين (٠,٧٧** و ٠,٧٠**) وهو ارتباط مرتفع مما يدل على أن الاستبانة متجانسة في قياس السمة المقاسة.

٣. **الثبات (Reliability):** تم إجراء الثبات بالإعادة والذي عرفه العبد بأن تكرار تطبيق أداة البحث على وحدة التحليل نفسها بما يؤدي إلى التوصل إلى النتيجة نفسها، بغض النظر عن الباحث الذي يقوم بتطبيق تلك الأداة لقياس مدى استقلالية المعلومات عن أدوات القياس ذاتها، أي مع توافر الظروف نفسها والفئات والوحدات التحليلية والعينة الزمنية، فمن الضروري الحصول على النتائج نفسها مهما اختلف القائمون بالتحليل ووقت التحليل^١.

حيث بعد إجراء الصدق تم تطبيق الاستبانة على أفراد عينة الدراسة البالغ عددهم (١٤٠) للتأكد من الثبات . وفي الدراسة الحالية تم استخدام طريقة التجزئة النصفية للأدوات (معامل جتمان للتصنيف) والتي يمكن من خلالها تحديد الحد الأعلى لمعامل ثبات الاستبانة، كما استخدم الباحث طريقة ألفا كرونباخ التي يهكن من خلالها حساب القيمة الأدنى لمعامل ثبات الاستبانة، كما هو مبين في الجدول رقم (١٥).

الاستبانة	معامل جتمان للتصنيف	معامل كرونباخ ألفا
اثر التحليل الفني على قرار المستثمرين	0.84	0.74
الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني	0.75	0.71
العوامل المؤثرة على الاعتماد على التحليل الفني	0.74	0.72
المجموع الكلي	0.76	0.74

الجدول رقم (١٥) معاملات الثبات للمقياس وأبعاده

يُلاحظ من الجدول أنه بالنسبة للمجموع الكلي بلغ معامل كرونباخ ألفا (٠,٧٤)، ومعامل جتمان للتصنيف بلغ (٠,٧٦). لذا يمكن الاعتماد على الأداة في إتمام إجراءات الدراسة. وبالنسبة لبعد الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بلغ معامل كرونباخ ألفا (٠,٧٧)، ومعامل جتمان للتصنيف بلغ (٠,٨٤). لذا يمكن الاعتماد على الأداة في إتمام إجراءات الدراسة. وبالنسبة لبعد الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني بلغ م عامل كرونباخ ألفا (٠,٧١)، ومعامل جتمان للتصنيف بلغ (٠,٧٥) لذا يمكن الاعتماد على الأداة في إتمام إجراءات الدراسة .

^١ العبد. عاطف ، تصميم وتنفيذ استطلاعات وبحوث الإعلام والرأي العام ،دار النشر للجامعات، القاهرة، ٢٠٠٣، ص ٦١.

وبالنسبة لبعد العوامل المؤثرة على الاعتماد على التحليل الفني بلغ معامل كرونباخ ألفا (٠.٧٢) و معامل جتمان للتصنيف بلغ (٠.٧٤) إذن يمكن الاعتماد على الأداة في إتمام إجراءات الدراسة.

خامساً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات :

استخدم في الدراسة مجموعة من الأساليب الإحصائية التي تم من خلالها التحقق من فرضيات البحث وربط متغيراته ببعضها مع بعض والقوانين هي:

١. الوسط الحسابي (Mean) والأهمية النسبية للمتوسطات الحسابية (Cumulative Percent) وذلك بغية مقارنة المتوسطات الحسابية، ومعرفة أهميتها النسبية.
٢. الانحراف المعياري (Std. Deviation) لمعرفة مدى التشتت المطلق للقيم حول متوسطاتها الحسابية.

٣. معامل الارتباط بيرسون (Pearson's correlation coefficient between two variables) :وهو تعين طبيعة العلاقة بين متغيرين أو عدمها ويكون ارتباطاً طردياً موجباً إذا تغير أحد المتغيرين فإن الآخر يتبعه في اتجاهه نفسه أو ارتباط سالب عكسي بحيث إذا تغير أحدهما فإن الآخر يتبعه في الاتجاه المضاد أو الارتباط الصفري أو المقرب من الصفر أي أن المتغيرين غير مرتبطين.

٤. اختبار t (Independent Samples Test): لعينتين مستقلتين لاختبار القوة التمييزية للأسئلة وللتأكد من صلاحيتها لقياس المتغيرات المستقلة والتابعة.

٥. اختبار (Onaway ANOVA Test) : لقياس الفروق في ثلاث عينات مستقلة أو أكثر من مجتمع واحد (كالاعتماد على التحليل الفني والمستوى التعليمي).

٦. مستوى الدلالة باتجاهين ((Sig.(2-tailed))، لمقارنة نتائج التحليل بمستوى الدلالة المفترض (٠.٠٥) عند مستوى الثقة (٩٥%) .

ولم يتم كتابة نص هذه القوانين لأنها جميعها مبرمجة على الحاسب الآلي حيث تمت معا لجة النتائج من ضمن الرزمة الإحصائية (SPSS).

المبحث الثاني: تحليل البيانات واختبار الفروض:

أولاً : هل يعتمد المستثمرون على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم؟

وقد تم ذلك من خلال دلالات الاستبانة بعد تحويلها لنسب مئوية وفق الجدول رقم (١٦):

دلالات الأداة	درجة الرأي	النتيجة	النسبة المئوية لدرجة الرأي
أبداً	1	ضعيفة جداً	١ - ٢٠ %
نادرًا	2	ضعيفة	٢١ - ٤٠ %
أحياناً	3	متوسطة	٤١ - ٦٠ %
غالباً	4	جيدة	٦١ - ٨٠ %
دائماً	5	ممتازة	٨١ - ١٠٠ %

الجدول رقم (١٦) يوضح دلالات الاستبانة

ومن ثم تم اعتماد مقارنة متوسطات الأبعاد لأفراد العينة مع الدرجة الكلية للسؤال واستخراج النسبة المئوية، و تم ترتيبها لمعرفة مدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم كما تظهر في الجدول رقم (١٧):

الرقم	السؤال	متوسط السؤال	الانحراف المعياري	الدرجة الكلية للسؤال	النسبة المئوية	النتيجة
١	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة .	2.0000	.95209	5	40%	الدرجة ضعيفة
٢	هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري .	2.7643	.97162	5	55%	الدرجة متوسطة
٣	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.	2.9143	.82659	5	58%	الدرجة متوسطة
٤	هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذك القرار الاستثماري .	2.9500	.78954	5	59%	الدرجة متوسطة
٦	هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .	2.9643	.73368	5	59%	الدرجة متوسطة
٧	هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري	2.9786	.86887	5	59%	الدرجة متوسطة
٨	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.	3.2214	.71033	5	64%	الدرجة جيدة

٩	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .	3.4643	.79938	5	70%	الدرجة جيدة
١٠	هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري .	3.4714	.78147	5	70%	الدرجة جيدة

الجدول رقم (١٧) يوضح متوسط أسئلة الاعتماد على التحليل الفني لكل سؤال لأفراد العينة يظهر الجدول رقم (١٧) المتوسط الحقيقي لكل سؤال، ومن ثم استخراج النسبة المئوية للمتوسط المحسوب من الدرجة الكلية لذلك السؤال.

حيث أظهرت النتائج ما يلي:

١. أن الاستثمار في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة جاءت برتبة ضعيف، مما يشير إلى ضعف الثقة بنتائج التحليل الفني والثقة بدرجة اكبر في نتائج التحليل الأساسي.

٢. درجة الاعتماد على التحليل الفني والمتمثلة في الأسئلة التالية (هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري ، هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري ، هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري ، هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة ، هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذ القرار الاستثماري) جاءت برتبة متوسط وتراوحت النسبة المئوية (٥٥% و ٥٩%) مما يشير إلى ضعف الاعتماد على التحليل الفني .

٣. درجة التأثير بحركة السوق وحركة الأسهم التاريخية جاءت برتبة جيد وبلغت النسبة (64%) مما يشير إلى أن لحركة السوق وحركة الأسهم التاريخية اثر ايجابي على المستثمرين .

٤. أن الاستثمار في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة جاءت برتبة جيد (70%) مما يشير كما ذكرنا سابقاً إلى ضعف الثقة بنتائج التحليل الفني والثقة بدرجة اكبر في نتائج التحليل الأساسي.

٥. درجة الاعتماد على التحليل الأساسي (هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري) جاءت برتبة جيد (70%) مما يشير إلى الاعتماد على التحليل الأساسي بشكل كبير عند اتخاذ القرار الاستثماري .

٦. نلاحظ من النتائج السابقة انه لم يتم الاعتماد على التحليل الأساسي أو الفني أو التحليلين معاً بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري فقد تراوحت الإجابات بين درجة ضعيف وجي د

(40%-70%) مما يشير إلى انخفاض مدى الاعتماد على التحليل الأساسي والفني في

اتخاذ القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية .

وللتأكد من هذه النتيجة تمت دراسة الفروق تبعاً للمتغيرات الديموغرافية (المؤهل العلمي ،

التخصص العلمي ، مجال العمل الوظيفي ، ومدة الاستثمار في السوق ، مدة الاحتفاظ بالورقة

المالية ، حجم الاستثمار في السوق) . والجدول التالي يوضح الفروق تبعاً للمؤهل العلمي :

السؤال	المؤهل العلمي	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل F	مستوى الدلالة	القرار
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري	اقل من ثانوي	1	3.0000	0	3.147	.016	توجد فروق
	ثانوي	1	3.0000	0			
	بكالوريوس	86	2.5581	.76088			
	ماجستير	50	3.0600	1.20221			
	دكتوراه	2	4.0000	0			
	المجموع	140	2.7643	.97162			
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذك القرار الاستثماري	اقل من ثانوي	1	4.0000	0	1.553	.190	لا توجد فروق
	ثانوي	1	3.0000	0			
	بكالوريوس	86	2.8837	.67595			
	ماجستير	50	3.0000	.94761			
	دكتوراه	2	4.0000	.00000			
	المجموع	140	2.9500	.78954			
هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .	اقل من ثانوي	1	3.0000	0	1.766	.139	لا توجد فروق
	ثانوي	1	3.0000	0			
	بكالوريوس	86	2.8372	.64826			
	ماجستير	50	3.1800	.84973			
	دكتوراه	2	3.0000	.00000			
	المجموع	140	2.9643	.73368			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري	اقل من ثانوي	1	2.0000	0	3.575	.001	توجد فروق
	ثانوي	1	3.0000	0			
	بكالوريوس	86	2.8256	.70614			
	ماجستير	50	3.3000	1.03510			
	دكتوراه	2	2.0000	0			
	المجموع	140	2.9786	.86887			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .	اقل من ثانوي	1	1.5000	0	4.997	.008	توجد فروق
	ثانوي	1	3.0000	0			
	بكالوريوس	86	3.3953	.85789			
	ماجستير	50	3.6800	.47121			
	دكتوراه	2	4.0000	.70711			
	المجموع	140	3.4714	.78147			
هل تستثمر في شركة	اقل من ثانوي	1	2.0000	0	2.165	.076	لا توجد

فروق			0	2.0000	1	ثانوي	نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة
			.92244	1.8605	86	بكالوريوس	
			.96975	2.2800	50	ماجستير	
			.00000	1.0000	2	دكتوراه	
			.95209	2.0000	140	المجموع	
لا توجد فروق	.066	7.070	0	٣.0000	1	اقل من ثانوي	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .
			0	3.0000	1	ثانوي	
			.85789	3.3953	86	بكالوريوس	
			.47121	3.6800	50	ماجستير	
			.00000	1.0000	2	دكتوراه	
			.79938	3.4643	140	المجموع	
لا توجد فروق	.083	2.108	0	4.0000	1	اقل من ثانوي	هل تلجأ إلى شركات الوساطة المالية والمختصين عند اتخاذ القرار الاستثماري .
			0	4.0000	1	ثانوي	
			.56105	3.5930	86	بكالوريوس	
			.41845	3.7800	50	ماجستير	
			.00000	3.0000	2	دكتوراه	
			.51970	3.6571	140	المجموع	
لا توجد فروق	.383	1.104	0	3.0000	1	اقل من ثانوي	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			0	3.0000	1	ثانوي	
			.58445	3.1512	86	بكالوريوس	
			.89077	3.3200	50	ماجستير	
			.00000	4.0000	2	دكتوراه	
			.71033	3.2214	140	المجموع	
توجد فروق	.001	4.748	0	3.0000	1	اقل من ثانوي	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			0	3.0000	1	ثانوي	
			.78320	2.6977	86	بكالوريوس	
			.79693	3.2400	50	ماجستير	
			.00000	4.0000	2	دكتوراه	
			.82659	2.9143	140	المجموع	

الجدول رقم (١٨) دراسة الفروق تبعاً للمؤهل العلمي للفرضية الأولى لأفراد العينة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن مستوى الدلالة اكبر من ٠.٠٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% لا يوجد للمؤهل العلمي تأثير على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الفني ، باستثناء الأسئلة (هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري - هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري - هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري) لكن مستوى الدلالة اقل من ٠.٠٠٥ والفروق كانت

لصالح الحاصلين على درجة الدكتوراه ، وبالتالي فإن اعتمادهم على التحليل الفني وتأثرهم بفتائج تحليل المؤشرات الفنية كان بشكل اكبر مقارنةً بأفراد العينة الآخرين .

والسؤال هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري كان مستوى الدلالة اقل من ٠.٠٥ والفروق كانت لصالح الحاصلين على درجة الماجستير وبالتالي فإن استخدمهم أدوات وأساليب التحليل الفني كان بشكل اكبر مقارنةً بأفراد العينة الآخرين .

❖ وفيما يتعلق بالتخصص العلمي:

السؤال	التخصص العلمي	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	F معامل	مستوى الدلالة	القرار
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .	إدارة أعمال	28	2.5714	1.23013	1.759	.126	لا توجد فروق
	علوم مالية ومصرفية	39	2.7179	.97194			
	أسواق مالية	8	3.6250	.51755			
	محاسبة	30	2.8667	.77608			
	اقتصاد	9	2.8889	.78174			
	أخرى	26	2.6154	.94136			
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذك القرار الاستثماري .	إدارة أعمال	28	2.6429	.95119	2.726	.022	لا توجد فروق
	علوم مالية ومصرفية	39	3.2564	.59462			
	أسواق مالية	8	2.6250	.74402			
	محاسبة	30	2.9000	.84486			
	اقتصاد	9	3.2222	.44096			
	أخرى	26	2.8846	.76561			
هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .	إدارة أعمال	28	2.8571	.89087	1.579	.170	لا توجد فروق
	علوم مالية ومصرفية	39	3.0000	.60698			
	أسواق مالية	8	3.6250	.51755			
	محاسبة	30	2.9000	.75886			
	اقتصاد	9	3.0000	.00000			
	أخرى	26	2.8846	.81618			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري	إدارة أعمال	28	2.6071	1.13331	3.710	.004	توجد فروق
	علوم مالية ومصرفية	39	3.2564	.63734			
	أسواق مالية	8	3.7500	.46291			
	محاسبة	30	2.9667	.85029			
	اقتصاد	9	2.7778	.44096			
	أخرى	26	2.8077	.84943			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل	إدارة أعمال	28	3.3214	.81892	2.579	.029	لا توجد فروق
	علوم مالية	39	3.7692	.42683			

						ومصرفية	الأساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .
			.46291	3.7500	8	أسواق مالية	
			.77385	3.4333	30	محاسبة	
			1.00000	3.0000	9	اقتصاد	
			1.01071	3.3077	26	أخرى	
لا توجد فروق	.023	2.705	.91649	1.8929	28	إدارة أعمال	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة
			.77407	1.9231	39	علوم مالية ومصرفية	
			1.12599	2.8750	8	أسواق مالية	
			.94443	2.2667	30	محاسبة	
			.52705	1.5556	9	اقتصاد	
			1.13205	1.8077	26	أخرى	
لا توجد فروق	.018	2.835	.81892	3.3214	28	إدارة أعمال	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .
			.42683	3.7692	39	علوم مالية ومصرفية	
			.46291	3.7500	8	أسواق مالية	
			.77385	3.4333	30	محاسبة	
			1.16667	2.8889	9	اقتصاد	
			1.01071	3.3077	26	أخرى	
لا توجد فروق	.036	2.460	.46004	3.7143	28	إدارة أعمال	هل تلجأ إلى شركات الوساطة المالية والمختصين عند اتخاذك القرار الاستثماري .
			.38878	3.8205	39	علوم مالية ومصرفية	
			.46291	3.7500	8	أسواق مالية	
			.49013	3.6333	30	محاسبة	
			.50000	3.3333	9	اقتصاد	
			.70602	3.4615	26	أخرى	
لا توجد فروق	.120	1.787	.81650	3.0000	28	إدارة أعمال	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			.59462	3.4103	39	علوم مالية ومصرفية	
			.51755	3.6250	8	أسواق مالية	
			.87428	3.1667	30	محاسبة	
			.60093	3.1111	9	اقتصاد	
			.54349	3.1538	26	أخرى	
توجد فروق	.002	4.047	.79266	2.5357	28	إدارة أعمال	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			.77755	2.9744	39	علوم مالية ومصرفية	
			.46291	3.7500	8	أسواق مالية	
			.77608	3.1333	30	محاسبة	
			.88192	2.5556	9	اقتصاد	
			.83390	2.8462	26	أخرى	

الجدول رقم (١٩) دراسة الفروق تبعاً للتخصص العلمي للفرضية الأولى لأفراد العينة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن مستوى الدلالة أكبر من ٠.٠٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% لا يوجد للتخصص العلمي تأثير على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الفني ، باستثناء الأسئلة (هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري - هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري) كان مستوى الدلالة اقل من ٠.٠٠٥ والفروق كانت لصالح الحاصلين على المختصين بالأسواق المالية وبالتالي فإن استخدامهم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذ القرار الاستثماري و تأثرهم بنتائج تحليل المؤشرات الفنية كان بشكل أكبر مقارنةً بأفراد العينة الآخرين .

❖ وفيما يتعلق بمدة الاستثمار في السوق :

السؤال	مدة الاستثمار	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل F	مستوى الدلالة	القرار
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .	ست أشهر و اقل من سنة	33	3.4848	.75503	12.750	.000	توجد فروق
	سنة و اقل من ثلاث سنوات	79	2.4684	.95857			
	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	13	2.3077	.85485			
	أكثر من خمس سنوات	15	3.1333	.51640			
	المجموع	140	2.7643	.97162			
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذك القرار الاستثماري .	ست أشهر و اقل من سنة	33	2.9091	1.01130	2.752	.045	لا توجد فروق
	سنة و اقل من ثلاث سنوات	79	2.8354	.68744			
	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	13	3.3077	.85485			
	أكثر من خمس سنوات	15	3.3333	.48795			
	المجموع	140	2.9500	.78954			
هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .	ست أشهر و اقل من سنة	33	3.3636	.69903	7.030	.000	توجد فروق
	سنة و اقل من ثلاث سنوات	79	2.7722	.75020			
	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	13	2.7692	.43853			
	أكثر من خمس سنوات	15	3.2667	.45774			
	المجموع	140	2.9643	.73368			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري	ست أشهر و اقل من سنة	33	3.3030	.84723	2.210	.090	لا توجد فروق
	سنة و اقل من ثلاث سنوات	79	2.9114	.89428			
	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	13	2.7692	.43853			
	أكثر من خمس سنوات	15	2.8000	.94112			
	المجموع	140	2.9786	.86887			
هل تستخدم أدوات وأساليب	ست أشهر و اقل من سنة	33	3.6970	.46669	4.463	.005	توجد فروق
	سنة و اقل من ثلاث سنوات	79	3.3038	.83749			

			0.00000	4.0000	13	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	التحليل الأساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري .
			1.05560	3.4000	15	أكثر من خمس سنوات	
			.78147	3.4714	140	المجموع	
لا توجد فروق	.076	2.165	1.09752	2.2727	33	ست أشهر و اقل من سنة	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة .
			.92602	1.9620	79	سنة و اقل من ثلاث سنوات	
			.51887	1.5385	13	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	
			.92582	2.0000	15	أكثر من خمس سنوات	
			.95209	2.0000	140	المجموع	
لا توجد فروق	.116	2.005	.46669	3.6970	33	ست أشهر و اقل من سنة	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .
			.86457	3.2911	79	سنة و اقل من ثلاث سنوات	
			.00000	4.0000	13	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	
			1.05560	3.4000	15	أكثر من خمس سنوات	
			.79938	3.4643	140	المجموع	
لا توجد فروق	.010	3.941	.45227	3.7273	33	ست أشهر و اقل من سنة	هل تلجأ إلى شركات الوساطة المالية والمختصين عند اتخاذك القرار الاستثماري .
			.57284	3.5443	79	سنة و اقل من ثلاث سنوات	
			.00000	4.0000	13	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	
			.41404	3.8000	15	أكثر من خمس سنوات	
			.51970	3.6571	140	المجموع	
لا توجد فروق	.06	4.518	.86384	3.3939	33	ست أشهر و اقل من سنة	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري .
			.61808	3.0506	79	سنة و اقل من ثلاث سنوات	
			.48038	3.6923	13	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	
			.72375	3.3333	15	أكثر من خمس سنوات	
			.71033	3.2214	140	المجموع	
لا توجد فروق	.080	3.386	.76128	3.2727	33	ست أشهر و اقل من سنة	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري .
			.82323	2.8354	79	سنة و اقل من ثلاث سنوات	
			.87706	2.5385	13	ثلاث سنوات و اقل من خمس سنوات	
			.74322	2.8667	15	أكثر من خمس سنوات	
			.82659	2.9143	140	المجموع	

الجدول رقم (٢٠) دراسة الفروق تبعاً لمدة الاستثمار في السوق للفرضية الأولى لأفراد العينة

نلاحظ من الجدول رقم (٢٠) : عندما تكون مدة الاستثمار في السوق ست أشهر و اقل من سنة فإنه يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري وهناك ثقة اكبر بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة.

- عندما تكون مدة الاستثمار في السوق أكثر من خمس سنوات فإنه يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري.
- عندما تكون مدة الاستثمار في السوق ثلاث سنوات و أقل من خمس سنوات فإنه يتم الاعتماد على التحليل الأساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري.
- ❖ وفيما يتعلق بمدة الاحتفاظ بالورقة المالية :

السؤال	الاحتفاظ بالورقة	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	F معامل	مستوى الدلالة	القرار
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذك القرار الاستثماري	أقل من شهر	33	3.5000	1.14895	6.288	.000	توجد فروق
	شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	2.2000	.88289			
	ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	2.8636	.66790			
	ست أشهر وأقل من سنة	19	2.8947	.99413			
	سنة فأكثر	4	3.1515	.57735			
	المجموع	140	2.7643	.97162			
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذك القرار الاستثماري	أقل من شهر	33	2.6970	1.10354	4.569	.002	توجد فروق
	شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	2.8000	.51640			
	ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.2045	.50942			
	ست أشهر وأقل من سنة	19	2.8947	.93659			
	سنة فأكثر	4	4.0000	.00000			
	المجموع	140	2.9500	.78954			
هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .	أقل من شهر	33	3.1818	.98281	3.888	.004	توجد فروق
	شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	2.6000	.49614			
	ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.0909	.42141			
	ست أشهر وأقل من سنة	19	3.0526	1.02598			
	سنة فأكثر	4	3.0000	.00000			
	المجموع	140	2.9643	.73368			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذك القرار الاستثماري	أقل من شهر	33	2.9394	1.19738	.376	.825	لا توجد فروق
	شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	3.0250	.73336			
	ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.0227	.66433			
	ست أشهر وأقل من سنة	19	2.9474	.97032			
	سنة فأكثر	4	2.5000	.57735			
	المجموع	140	2.9786	.86887			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي	أقل من شهر	33	3.4545	.79415	1.734	.146	لا توجد فروق
	شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	3.5500	.71432			
	ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.5227	.79207			

			أشهر				عند اتخاذك القرار الاستثماري .
			ست أشهر وأقل من سنة	19	3.3684	.68399	
			سنة فأكثر	4	2.7500	1.50000	
			المجموع	140	3.4714	.78147	
لا توجد فروق	.076	2.165	أقل من شهر	33	2.0606	1.08799	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة .
			شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	1.9750	1.02501	
			ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	1.7273	.69428	
			ست أشهر وأقل من سنة	19	2.5789	.83771	
			سنة فأكثر	4	2.0000	1.15470	
			المجموع	140	2.0000	.95209	
لا توجد فروق	.364	1.090	أقل من شهر	33	3.4545	.79415	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .
			شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	3.5500	.71432	
			ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.5227	.79207	
			ست أشهر وأقل من سنة	19	3.3684	.68399	
			سنة فأكثر	4	2.5000	1.73205	
			المجموع	140	3.4643	.79938	
لا توجد فروق	.076	2.170	أقل من شهر	33	3.6667	.47871	هل تلجأ إلى شركات الوساطة المالية والمختصين عند اتخاذك القرار الاستثماري .
			شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	3.7750	.42290	
			ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.6818	.60127	
			ست أشهر وأقل من سنة	19	3.3684	.49559	
			سنة فأكثر	4	3.5000	.57735	
			المجموع	140	3.6571	.51970	
لا توجد فروق	.115	1.895	أقل من شهر	33	3.1212	.89294	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	3.3750	.62788	
			ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	3.2727	.62370	
			ست أشهر وأقل من سنة	19	2.8947	.65784	
			سنة فأكثر	4	3.5000	.57735	
			المجموع	140	3.2214	.71033	
لا توجد فروق	.237	1.401	أقل من شهر	33	3.1212	.81997	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			شهر وأقل من ثلاث أشهر	40	2.8500	.92126	
			ثلاث أشهر وأقل من ست أشهر	44	2.8409	.80531	
			ست أشهر وأقل من سنة	19	2.7368	.65338	
			سنة فأكثر	4	3.5000	.57735	
			المجموع	140	2.9143	.82659	

الجدول رقم (٢١) دراسة الفروق تبعاً لمدة الاحتفاظ بالورقة المالية للفرضية الأولى لأفراد العينة

نلاحظ من الجدول رقم (٢١):

١. عندما تكون مدة الاحتفاظ بالورقة المالية اقل من شهر فإنه يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري وهناك ثقة اكبر بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة عندما تكون مدة الاحتفاظ بالورقة المالية ثلاث أشهر و اقل من ست أشهر .
٢. عندما تكون مدة الاحتفاظ بالورقة المالية سنة فأكثر فإنه يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري .

❖ وفيما يتعلق بحجم الاستثمار:

السؤال	حجم الاستثمار	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	F معامل	مستوى الدلالة	القرار
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري .	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	45	2.8889	1.09175	.889	.448	لا توجد فروق
	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	22	2.5000	.59761			
	مليون و اقل من خمسة مليون	44	2.8182	1.06253			
	خمس مليون وما فوق	29	2.6897	.84951			
	المجموع	140	2.7643	.97162			
هل تعتمد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري .	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	45	2.9556	.85162	1.815	.147	لا توجد فروق
	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	22	2.6818	.47673			
	مليون و اقل من خمسة مليون	44	3.1364	.90453			
	خمس مليون وما فوق	29	2.8621	.63943			
	المجموع	140	2.9500	.78954			
هل تثق بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة .	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	45	3.1111	.77525	1.297	.278	لا توجد فروق
	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	22	2.7727	.52841			
	مليون و اقل من خمسة مليون	44	2.8864	.78402			
	خمس مليون وما فوق	29	3.0000	.70711			
	المجموع	140	2.9643	.73368			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الفني عند اتخاذ القرار الاستثماري	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	45	3.3111	.79264	4.558	.0٨	لا توجد فروق
	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	22	2.9091	.75018			
	مليون و اقل من خمسة مليون	44	2.6591	1.01025			
	خمس مليون وما فوق	29	3.0000	.65465			
	المجموع	140	2.9786	.86887			
هل تستخدم أدوات وأساليب التحليل الأساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري .	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	45	3.7778	.47140	3.775	.062	لا توجد فروق
	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	22	3.3636	.78954			
	مليون و اقل من خمسة مليون	44	3.3636	.89159			
	خمس مليون وما فوق	29	3.2414	.87240			
	المجموع	140	3.4714	.78147			

لا توجد فروق	.941	.132	.94120	2.0222	45	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئة .
			1.10880	2.0909	22	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	
			.97620	1.9773	44	مليون و اقل من خمسة مليون	
			.84223	1.9310	29	خمس مليون وما فوق	
			.95209	2.0000	140	المجموع	
لا توجد فروق	.013	3.732	.47140	3.7778	45	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	هل تستثمر في شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .
			.78954	3.3636	22	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	
			.93866	3.3409	44	مليون و اقل من خمسة مليون	
			.87240	3.2414	29	خمس مليون وما فوق	
			.79938	3.4643	140	المجموع	
لا توجد فروق	.09	7.713	.40452	3.8000	45	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	هل تلجأ إلى شركات الوساطة المالية والمختصين عند اتخاذ القرار الاستثماري .
			.45584	3.7273	22	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	
			.45051	3.7273	44	مليون و اقل من خمسة مليون	
			.64899	3.2759	29	خمس مليون وما فوق	
			.51970	3.6571	140	المجموع	
لا توجد فروق	.159	1.752	.80214	3.2444	45	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	هل تؤثر حركة السوق وحركة الأسهم التاريخية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			.63109	3.2727	22	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	
			.77589	3.3409	44	مليون و اقل من خمسة مليون	
			.42112	2.9655	29	خمس مليون وما فوق	
			.71033	3.2214	140	المجموع	
لا توجد فروق	.290	1.261	.77525	3.1111	45	١٠٠ ألف و اقل من ٥٠٠ ألف	هل تؤثر نتائج تحليل المؤشرات الفنية عليك عند اتخاذ القرار الاستثماري.
			.90692	2.8182	22	٥٠٠ ألف و اقل من مليون	
			.86998	2.8182	44	مليون و اقل من خمسة مليون	
			.75918	2.8276	29	خمس مليون وما فوق	
			.82659	2.9143	140	المجموع	

الجدول رقم (٢٢) دراسة الفروق تبعاً لحجم الاستثمار للفرضية الأولى لأفراد العينة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن مستوى الدلالة اكبر من ٠.٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥%

لا يوجد لحجم الاستثمار تأثير على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الفني.

ثانياً :لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليل الفني مما يؤثر سلباً على اتخاذ قراراتهم .

تم ذلك من خلال دلالات الاستبانة بعد تحويلها لنسب مئوية ومن ثم تم اعتماد مقارنة متوسطات البعد لأفراد العينة مع الدرجة الكلية لقيمة البعد واستخراج النسبة المئوية ، كما تظهر في الجدول التالي :

الرقم	البعد	متوسط بعد العينة	عدد البنود	الدرجة الكلية للبعد	النسبة المئوية	النتيجة
١	الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني	30.7143	10	50	60%	الدرجة متوسطة

الجدول رقم (٢٣) يوضح متوسط أبعاد الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني لأفراد العينة

يلاحظ من الجدول رقم (23) أن النسبة المئوية للبعد هي (٦٠%) وهي بدرجة متوسطة مما يعني أن أفراد عينة الدراسة ليس لديهم المعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني مما يؤثر سلباً على اعتمادهم على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي ، ولمعرفة قوة هذا التأثير في اتخاذ القرار، قام الباحث بدراسة العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني وفق الفرضية الفرعية التالية:

- لا توجد علاقة دالة إحصائية بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني لدى أفراد عينة الدراسة.

البعد	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الارتباط	مستوى الدلالة	القرار
الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري	140	30.3857	4.72798	.544**	.000	يوجد علاقة
الوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني	140	30.7143	6.77414			

الجدول رقم (٢٤) يوضح العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري و الوعي الكافي

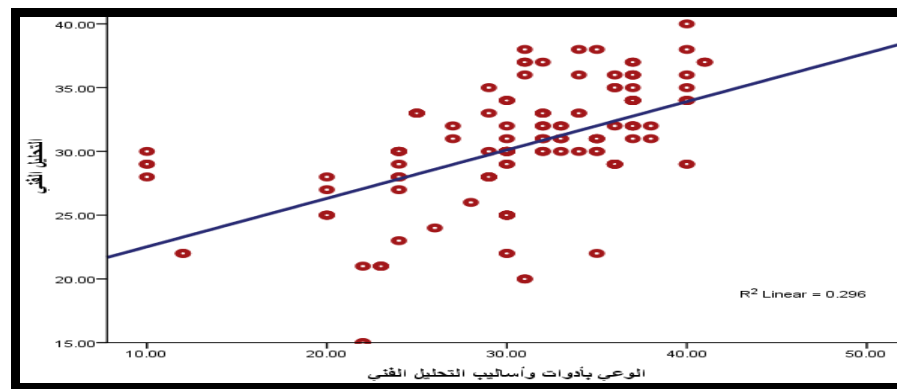
والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني

يلاحظ من الجدول أن معامل الارتباط بلغ (٠.٥٤) وهو دال عند مستوى الدلالة (٠.٠١) مما يؤكد القدرة على تعميم النتائج وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة القائلة

بوجود علاقة دالة إحصائية بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني و حيث استطاعت المعادلة تفسير ما نسبته (٥٤%) من دور المعرفة والوعي بأدوات وأساليب التحليل الفني للاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري وهي علاقة ايجابية أي كلما زاد الوعي وارتفعت المعرفة زادت القدرة على التحليل الفني واتخاذ القرار.

وهناك عوامل أخرى تؤثر في اتخاذ القرار لم تفسرها المعادلة وهي ما نسبته (٤٦%) تعود ربما لدرجة كفاءة السوق والإشاعات وغيرها.

والشكل التالي يوضح العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني.



الشكل رقم (٢٢) يوضح العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري و الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني.

ثالثاً: تتوقف درجة الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار على عدة عوامل
منها درجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين والإشاعات في السوق سواء
الإيجابية أو السلبية .

السؤال	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الارتباط	الدلالة	القرار
هل تؤثر الإشاعات السائدة في السوق على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري	140	1.17815	2.5214	-.261**	.002	توجد علاقة
هل تؤثر نصائح الأصدقاء على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري	140	1.17825	2.5143	-.271**	.001	توجد علاقة
هل تؤثر الأخبار المنشورة في وسائل الإعلام على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .	140	1.19890	2.5929	-.368**	.000	توجد علاقة
هل تؤثر المعلومات المنشورة عن القطاع الذي تستثمر فيه على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذك القرار الاستثماري .	140	.81419	3.3571	.489**	.000	توجد علاقة
هل تؤثر المعلومات المنشورة عن الشركة على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .	140	.86079	3.0071	.289**	.001	توجد علاقة
هل قلة عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري.	140	1.14595	2.6786	-.272**	.001	توجد علاقة
هل يؤثر حجم التداول على الشركات المدرجة في سوق دمشق على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري.	140	1.16386	2.5714	-.259**	.002	توجد علاقة
هل تمتع جميع المستثمرين بالمساواة التامة في الحصول على المعلومات تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .	140	1.17044	2.6357	-.259**	.002	توجد علاقة
هل استجابة سوق دمشق للأخبار والبيانات المالية بالسرعة الكافية تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري	140	1.18304	2.5571	-.279**	.001	توجد علاقة
هل تؤثر تكاليف الوساطة ونقل الملكية والضرائب على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري .	140	4.72798	30.3857	-.223**	.008	توجد علاقة

الجدول رقم (٢٥) يوضح العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري و الإشاعات في

السوق ودرجة كفاءة السوق والمستوى التعليمي للمستثمرين .

يلاحظ من الجدول رقم (٢٦) أن مستوى الدلالة لكافة أسئلة الاستبيان للفرضية الثالثة أقل من (0.05) (الأمر الذي يدل على وجود علاقة معنوية بين الأسئلة (المتغيرات المستقلة) والاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري (المتغير المستقل). ومن خلال تحليل أسئلة الاستبيان تبين أن أكثر العوامل المؤثرة على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري هي كالاتي :

١. تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة معامل الارتباط بلغ ($-.368^{**}$) عند مستوى دلالة معنوية (٠.٠٠٠) للسؤال الثالث مما يدل على تـأثير الأخبار المنشورة في وسائل الإعلام على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري بشكل سلبي ، وهذا بدوره يدل على التأثير الكبير الذي تلعبه وسائل الإعلام في اتخاذ القرار عند المستثمرين .

٢. تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة معامل الارتباط بلغ ($-.489^{**}$) عن مستوى دلالة معنوية (٠.٠٠٠) للسؤال الرابع (هل تؤثر المعلومات المنشورة عن القطاع الذي تستثمر فيه على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذك القرار الاستثماري) مما يدل على تأثير المعلومات المنشورة عن القطاع على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بشكل ايجابي.

٣. تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة معامل الارتباط بلغ ($-.289^{**}$) عند مستوى دلالة معنوية (٠.٠٠١) للسؤال الخامس (هل تؤثر المعلومات المنشورة عن الشركة على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري) مما يدل على تأثير المعلومات المنشورة عن الشركة على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بشكل ايجابي .

٤. تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة معامل الارتباط بلغ ($-.261^{**}$) عند مستوى دلالة معنوية (0.002) (للسؤال الأول والثاني (هل تؤثر الإشاعات السائدة في السوق على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري - هل تؤثر نصائح الأصدقاء على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري) مما يدل على تأثير الإشاعات السائدة في السوق ونصائح الأصدقاء بشكل سلبي في الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري .

٥. تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة معامل الارتباط بلغ تقريباً ($-.272^{**}$) عند مستوى دلالة معنوية (0.001) للسؤال السادس والسابع والثامن والتاسع والعاشر (هل قلّة عدد الشركات

المدرجة في سوق دمشق تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري - هل يؤثر حجم التداول على الشركات المدرجة في سوق دمشق على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري - هل استجابة سوق دمشق للأخبار والبيانات المالية بالسرعة الكافية تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري - هل تمتع جميع المستثمرين بالمساواة التامة في الحصول على المعلومات تؤثر على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري - هل تؤثر تكاليف الوساطة ونقل الملكية والضرائب على اعتمادك على التحليل الفني في اتخاذ قرارك الاستثماري (مما يدل على تأثير قلة الشركات المدرجة وحجم التداول واستجابة السوق للأخبار والبيانات بالسرعة الكافية و تمتع جميع المستثمرين بالمساواة في الحصول على المعلومات و تكاليف الوساطة ونقل الملكية والضرائب بشكل سلبي في الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري .

ولتحليل النتائج بين الاعتماد على التحليل الفني وكل بعد على حدة من خلال الفرض التالية :

١. لا توجد علاقة دالة إحصائية بين الاعتماد على التحليل الفني و الإشاعات لدى أفراد عينة الدراسة.

٢. لا توجد علاقة دالة إحصائية بين الاعتماد على التحليل الفني و المستوى التعليمي لدى أفراد عينة الدراسة.

٣. لا توجد علاقة دالة إحصائية بين الاعتماد على التحليل الفني و كفاءة السوق لدى أفراد عينة الدراسة.

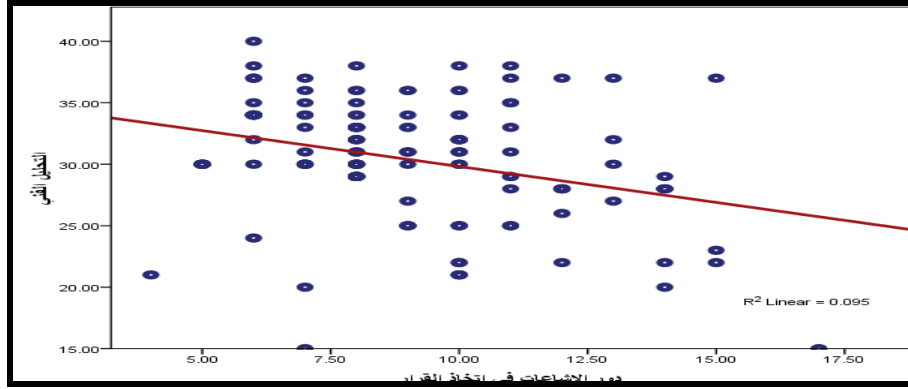
البعد	العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الارتباط	مستوى الدلالة	القرار
الاعتماد على التحليل الفني	140	30.3857	4.72798	-.227**	.007	يوجد علاقة
دور كفاءة السوق	140	16.3286	6.09215			
دور المستوى التعليمي	140	6.7214	1.89307	.373**	.001	يوجد علاقة
دور الإشاعات في اتخاذ القرار	140	9.0214	2.49739	-.308**	.000	يوجد علاقة

الجدول رقم (26) نتائج بين الاعتماد التحليل الفني وكل بعد على حدة

يلاحظ من الجدول رقم (26) أن معامل الارتباط بلغ بين التحليل الفني ودور كفاءة السوق ودور المستوى التعليمي ودور الإشاعة على التوالي (٠٠.٢٢ ، ٠٠.٢٧ ، ٠٠.٣٠) وهو دال عند مستوى الدلالة (٠.٠١) مما يؤكد القدرة على تعميم النتائج وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل

الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة بين درجات التحليل الفني ودرجات دور كفاءة السوق ودور المستوى التعليمي ودور الإشاعة.

- فيما يتعلق بدور كفاءة السوق العلاقة سلبية وعكسية أي كل ما زادت كفاءة السوق نقص الاعتماد التحليل الفني لاتخاذ القرار بنسبة (٢٢%).
- فيما يتعلق بدور المستوى التعليمي العلاقة ايجابية وطردية أي كل ما زاد المستوى التعليمي لأفراد عينة الدراسة زاد الاعتماد على التحليل الفني لاتخاذ القرار بنسبة (٣٧%).
- فيما يتعلق بدور الإشاعة العلاقة سلبية وعكسية كما تشير النتائج أي كلما ارتفعت الإشاعة نقص التحليل الفني لاتخاذ القرار بنسبة (- ٠.٣٠). والعكس صحيح كما تظهر في الشكل التالي:



الشكل رقم (٢٣) يوضح العلاقة بين الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري والإشاعات.

النتائج والتوصيات

النتائج والتوصيات :

لقد استهدفت هذه الدراسة تحديد أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في السوق المالي وتحديد مدى معرفة المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية بأدوات وأساليب التحليل الفني والعوامل التي تؤثر على المستثمرين عند اتخاذ قرارهم الاستثماري .

حيث كان مجتمع هذه الدراسة هو سوق دمشق للأوراق المالية والعاملين في شركات الوساطة المالية والمهتمين بالتحليل الفني و توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

١. عدم الاعتماد على التحليل الفني بشكل أساسي وعدم التأثير بنتائج تحليل المؤشرات الفنية عند اتخاذ القرار الاستثماري و الاعتماد على التحليل الأساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري.

٢. انخفاض مدى الاعتماد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري .

٣. ضعف الثقة بنتائج التحليل الفني والثقة بدرجة اكبر في نتائج التحليل الأساسي حيث وجد الباحث عزوف المستثمرين عن الاستثمار في شركات نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن نتائج تحليلها الأساسي سيئ ، وإقبالهم على الاستثمار في شركات نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن نتائج تحليلها الفني سيئة .

٤. يتوقف مدى الاعتماد على التحليل الفني عند اتخاذ القرار الاستثماري على عدد من العوامل من أهمها المؤهل والتخصص العلمي و مدة الاستثمار في السوق و مدة الاحتفاظ بالورقة المالية حيث توصلنا الدراسة إلى أن :

٤ + الحاصلين على درجة الدكتوراه والماجستير كان اعتمادهم على التحليل الفني وتأثرهم بنتائج تحليل المؤشرات الفنية بشكل اكبر مقارنةً بأفراد العينة الآخرين .

٤ ٢ المختصين بالأسواق المالية كان اعتمادهم على التحليل الفني وتأثرهم بـ نتائج تحليل المؤشرات الفنية بشكل اكبر مقارنةً بأفراد العينة الآخرين.

٤ ٣ عندما تكون مدة الاستثمار في السوق ست أشهر وقل من سنة يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري وهناك ثقة اكبر بنتائج التحليل الفني عند دراسة أسهم شركة معينة و عندما تكون مدة الاستثمار في السوق أكثر من خمس سنوات يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري.

٤ ٤ عندما تكون مدة الاحتفاظ بالورقة المالية اقل من شهر يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل أساسي عند اتخاذ القرار الاستثماري وهناك ثقة اكبر بنتائج التحليل الفني عند

- دراسة أسهم شركة معينة وعندما تكون مدة الاحتفاظ بالورقة المالية سنة فأكثر يتم الاعتماد على التحليل الفني بشكل ثانوي عند اتخاذ القرار الاستثماري.
٥. لا يمتلك المستثمرون الوعي الكافي والمعرفة الكافية بأدوات وأساليب التحليل الفني مما ي وثر سلباً على اعتمادهم على التحليل الفني في اتخاذ قراراتهم .
٦. تؤثر الأخبار المنشورة في وسائل الأعلام على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بشكل سلبي ، وهذا بدوره يدل على التأثير الكبير الذي تلعبه وسائل الإعلام في اتخاذ القرار عند المستثمرين .
٧. تؤثر المعلومات المنشورة عن الشركة و القطاع في الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري بشكل ايجابي.
٨. تؤثر الإشاعات السائدة في السوق ونصائح الأصدقاء بشكل سلبي على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري .
٩. أن قلة الشركات المدرجة وقلة حجم التداول في سوق دمشق تؤثر بشكل سلبي على الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري .
١٠. فيما يتعلق بدور كفاءة السوق (استجابة السوق للأخبار والبيانات بالسرعة الكافية و تمتع جميع المستثمرين بالمساواة في الحصول على المعلومات و تكاليف الوساطة ونقل الملكية والضرائب) كانت العلاقة عكسية أي كل ما زادت كفاءة السوق (الكفاءة الكاملة) نقص الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري .

التوصيات :

١. إيجاد مؤسسات خدمات ومكاتب استشارية متخصصة لمساعدة المستثمرين في جمع وتحليل ونشر المعلومات عن الشركات بشكل دوري ومنتظم ، وتزويد المستثمرين بمعلومات حديثة وموثوقة وتقديم توصيات للمستثمرين بحسب تفضيل كل منهم لدرجة العائد والمخاطرة المتوقعة للاستثمار.
٢. توفير مركز معلومات للمستثمرين والمساهمين في السوق المالي، يختص بتوفير كافة المعلومات عن جميع الشركات المدرجة، حتى يتمكن المستثمرون من الاستفادة منها في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.
٣. تطوير الصحافة المالية وصناعة التحليل المالي والفني وذلك من خلال إصدار النشرات المتخصصة سواء عن إدارة السوق أو هيئات الصحافة العامة وكذلك العمل على إيجاد برامج تلفزيونية يومية أو أسبوعية متخصصة لأخبار سوق دمشق للأوراق المالية وتحليل حركته.
٤. حث الشركات على عقد الندوات والعمل على إنشاء دوريات تثقيفية ومجلات دورية حول السوق والشركات العاملة بداخله، والعمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين من خلال عقد الندوات والدورات التثقيفية للجمهور وتشجيع الجمهور على استثمار أموالهم داخل السوق.
٥. توعية المستثمرين لأهمية المعلومات وحققهم بالحصول عليها ومحاسبة الجهات ذات العلاقة عن أي تقصير في هذا المجال.
٦. العمل بكل الوسائل المتاحة على توعية المجتمع السوري بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية ومحاولة جذب أكبر عدد من الفئات إلى الاستثمار في السوق.
٧. التوصية بضرورة تشجيع دخول المتخصصين (صانعو السوق) للحفاظ على توازن السوق وذلك من خلال دورهم الرئيسي في تحديد الأسعار وتوفير النصائح والإرشاد للمتعاملين فيه ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
٨. على شركات الوساطة فتح فروع لها في باقي المحافظات لأن ذلك سيساهم في زيادة عدد المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية.
٩. إن الكثير من المستثمرين يشتكون من الإشاعات وتسريب المعلومات ولكن هذه الشكاوى تصدر عنهم فقط عندما يكونون ضحية لها ، أما عند استفادتهم منها فأنتهم يكونون من الشاكرين الحامدين لمن سرب إليهم المعلومة وحقق لهم الفائدة والريح وهم لا يترددون بالتفاخر بنجاحهم بالبورصة

عازين ذلك النجاح إلى عقولهم الاستثمارية الفذة ومهاراتهم النادرة في اتخاذ قرارات الاستثمار. مما يستدعي مايلي :

٩-١ وضع قوانين رادعة لمعاقبة مروجي الإشاعات على اعتبار أن الهدف منها تضليل المستثمرين .

٩-٢ إلزام الشركات بالإفصاح الكامل عن بياناتها المالية وإعلام إدارة السوق بأي تعديلات جوهرية قد تؤثر على أسعار الأسهم وإحكام الرقابة على تسرب المعلومات الداخلية عن أوضاع الشركات وتطبيق الجزاءات الصارمة على المتلاعبين بالمعلومات

٩-٣ عدم السماح لأي شخص من الاستفادة من المعلومات غير المعلن عنها ومتابعة ومراقبة كل من يحقق أي ميزة استثمارية ناتجة عن امتلاكه لمعلومات غير معلن عنها.

٩-٤ الحاجة لمزيد من الشفافية والعدالة في حصول كافة المتعاملين على المعلومات بنفس الدقة وذات الوقت و الاستعانة بكفاءات وطنية وخارجية متخصصة في اقتصاديات سوق المال تُعَم توفر المعلومة الدقيقة بكل شفافية دون أن تتسرب ويستغلها البعض بدون وجه حق.

١٠. وأخيراً إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث الخاصة بتطبيقات التحليل الفني ودوره في صناعة القرار الاستثماري السليم في السوق المالي .

في الختام لا بد من الإشارة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية بحاجة إلى إجراء المزيد من الدراسات والبحوث حيث أن موضوع الاستثمار في الأوراق المالية موضوع حيوي ومتجدد ويحتاج دوماً للبحث والدراسة المستمرة .

قائمة المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية :

الكتب :

١. آل شبيب . دريد ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان ، ٢٠٠٩.
٢. الجليلاتي . محمد ، محاسبة شركات الأموال ، منشورات جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠٠٤ .
٣. التميمي . ارشد ، سلام .أسامة عزمي ، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشرة، عمان، ٢٠٠٤.
٤. الحضيرى. حامد العربي ، تقييم الاستثمارات ، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع ، القاهرة، ٢٠٠٠.
٥. الحناوي .محمد صالح ، العبد .جلال إبراهيم ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية، ٢٠٠٥ .
٦. الحناوي .محمد صالح ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ،الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٨ .
٧. الحناوي .محمد صالح ، مصطفى . نهال فريد ، العبد .جلال إبراهيم ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها : مدخل التحليل الأساسي والفني ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،٢٠٠٥.
٨. الحناوي . محمد صالح، مصطفى . نهال فريد، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ٢٠٠٧.
٩. العبد. عاطف، تصميم وتنفيذ استطلاعات وبحوث الإعلام والرأي العام،دار للجامعات،القاهرة، ٢٠٠٣.
١٠. الخضيرى . محسن احمد ،كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ،اثيرك للنشر والتوزيع،القاهرة ، ٢٠٠١ .
١١. الزبيدي. حمزة محمود ، الاستثمار بالأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،عمان ، ٢٠٠١.
١٢. الداغر. محمود محمد ، الأسواق المالية :مؤسسات ،أوراق ، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع ، الأردن، ٢٠٠٥ .
١٣. الدسوقي .أيهاب ، اقتصاديات كفاءة البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، ٢٠٠٠ .
١٤. السيسى. صلاح الدين ، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية ، دار الوسام، بيروت، ١٩٩٨.
١٥. الشعار .نضال ، الأسواق المالية وأدواتها "البورصة"، المؤلف ، حلب ، ٢٠٠٦ .

١٦. الشواورة . فيصل محمود ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٨ .
١٧. العرييد . عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر ، دمشق ، ٢٠٠٨ .
١٨. المهيلمي. عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، ٢٠٠٤ .
١٩. باكير. محمد مجد الدين، محافظ الاستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، دارشعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨ .
٢٠. توفيق . سعيد ، الاستثمار في الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، الإسكندرية ، ١٩٩٨ .
٢١. حسن . أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر ، القاهرة ، ٢٠٠٧ .
٢٢. حسن . محروس ، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، منشورات جامعة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٤ .
٢٣. حسين ، عصام ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠٠٨ .
٢٤. حماد. طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥ .
٢٥. حماد . طارق عبد العال ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية : ما هي الأوراق التي يجب إن نشتريها أو تبيعها ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، ٢٠٠٠ .
٢٦. حماد. طارق عبد العال ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٨ .
٢٧. حماد . طارق عبد العال ، المشتقات المالية : المفاهيم ، إدارة المخاطر ، المحاسبة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠١ .
٢٨. حماد. طارق عبد العال ، أسس الاستثمار الناجح في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠١٠ .
٢٩. حنفي. عبد الغفار، إستراتيجية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٧ .
٣٠. حنفي. عبد الغفار، قرياقص . رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٨ .
٣١. حنفي. عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥ .
٣٢. حنفي . عبد الغفار ، الاستثمار في الأوراق المالية : أسهم . سندات . وثائق الاستثمار ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠ .
٣٣. خريوش. حسن علي، أرشيد . عبد المعطي، جودة . محفوظ أحمد، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، عمان، ١٩٩٨ .
٣٤. خلف. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦ .
٣٥. ذو الغنى . حسام ، مبادئ التحليل الفني في أسواق المال ، دار التوفيق ، دمشق ، ٢٠٠٧ .
٣٦. رمضان . زياد ، الاستثمار المالي والحقيقي ، دار وائل للنشر ، عمان ، ٢٠٠٢ .

٣٧. سينسير. مايكل ، دليل التعامل في سوق الأسهم ،ترجمة مكتبة جرير ،الرياض ، ٢٠٠٥ .
٣٨. عبد اللطيف . احمد سعد ، بورصة الأوراق المالية ، منشورات جامعة القاهرة ، القاهرة ، ١٩٩٨ .
٣٩. عطوان .مروان ، الأسواق النقدية والمالية :البورصة ومشكلاتها في عالم النقد والمال ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، ٢٠٠٣ .
٤٠. عطية .محمد عبد الحميد ، الاستثمار في البورصة ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠١١ .
٤١. علي. عبد المنعم السيد ، العيسى . نزار سعد الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية ، دار الجاسر للنشر والتوزيع ، الأردن ، ٢٠٠٤ .
٤٢. غنيم .حسين عطا ، دراسات في التمويل ، المكتبة الأكاديمية ، القاهرة ، ٢٠٠٥ .
٤٣. قاسم . منى، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة ، ٢٠٠٠.
٤٤. قاسم.عبد الرزاق ، العلي .أحمد ، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية ، منشورات جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠١٠ .
٤٥. كافي .مصطفى يوسف ،بورصة الأوراق المالية ،دار مؤسسة رسلان ، دمشق ، ٢٠٠٩ .
٤٦. كنجو. كنجو، شيجا. أيمن، رشيد. مروان، الأسواق المالية ،منشورات جامعة حلب ،حلب ، ٢٠٠٥.
٤٧. كنعان .علي ، الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠٠٨ .
٤٨. لطفي . أمين السيد ،التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، ٢٠٠٧.
٤٩. مطر.محمد ،إدارة الاستثمارات :الإطار النظري والتطبيقات العملية ، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥.
٥٠. مطر. محمد ، تيم . فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥.
٥١. معروف. هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣.
٥٢. هندي . منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق المال ،منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ .
٥٣. هندي .منير إبراهيم ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال :الأوراق المالية وصناديق الاستثمار ، المكتب العربي الحديث ،الإسكندرية ، ٢٠٠٣.
٥٤. هندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية ، ١٩٩٦ .
٥٥. هندي.منير إبراهيم ، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ٢٠٠٦ .

الدوريات والبحوث :

١. حسانين .احمد سعيد ، تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم المقدرة التفسيرية للمعلومات المالية في سوق الأوراق المالية السعودية ، مركز بحوث كلية العلوم الإدارية ، جامعة الملك سعود ، السعودية ، ٢٠٠٦.
٢. زيود. لطيف، قطيم . حسان ، مكية . نغم ، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار ،مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية ، المجلد ٢٩ العدد ١ ، اللاذقية، سوريا ، ٢٠٠٧.
٣. شمس الدين . أشرف، دراسة أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية ، هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٥.
٤. هلال. رياض، دراسة عن الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٣.
٥. ياقوت . نوال محمد ، فاعلية التحليل الفني في توقع أسعار العملات الأجنبية ، المجلة العلمية لكلية التجارة ، العدد السابع عشر ، جامعة الأزهر ، القاهرة ، ٢٠٠٠.

الرسائل الجامعية :

١. الفالوجي . محمد يوسف ، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف ،رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، ٢٠٠٧ .
٢. حديني .جهان فتحي ، مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليح في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير،جامعة دمشق ، دمشق ، ٢٠١٠.
٣. مزاهدية . رفيق ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات "دراسة حالة في سوق الأسهم السعودية " ، رسالة ماجستير ، جامعة باتنة ، الجزائر ، ٢٠٠٦ .
٤. نجم. أنور ، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية ، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، ٢٠٠٦ .

انترنت :

<http://www.arab-api.org>

المعهد العربي للتخطيط ، الكويت

Books:

1. Achelis .Steven B, Technical Analysis from A to Z , Mc Grow-Hill, New York ,2001 .
2. Amling . Fredrick ,Investments : An Introduction To Analysis Management , Prentice- Hall International , London, 1990.
3. Bensignor . Rick ,New Thinking in Technical A analysis , Bloomberg Press, New York , 2000 .
4. Bickford.James L, Forex Wave Theory, Mc Grow-Hill, New York ,2007 .
5. Black. Telser L, Monday and the Future of the Financial Market, 1989.
6. Blake . David , Financial Market Analysis , Mc Grow-Hill , New York , 1990.
7. Brighcem . Eugene E, Houton. Joel F, Fundamentals Of Financial Management, The Drydem Press, New York , 1998.
8. Brooks . John C ,Mastering Technical Analysis , Mc Grow –Hill ,New York ,2006 .
9. Brown .Keith C , Reilly .Frank K, Investment Analysis And Portfolio Management, Thomson ,USA ,2006.
10. Bell. D. Classifying Teaching Tools, University of South Carolina, Teaching Techniques Office, USA, 2006.
11. Chance , Don M , An Introduction To Derivative Risk Management ,Thomson , USA , 2004 .
12. Cornett .Mercia Million , Saunders .Anthony ,Financial Markets And Institution, Mc Grow-Hill ,New York .2007.
13. Cohen. Jerome B, Zinbraq .Edward D, Zeikel .Arther, Investment Analysis And Portfolio Management, Lllinois, Richard D. Irwin, Lnc, 1987.
14. Dalton. John M ,How the Stock Market Works, New York institute of Finance, New York ,1990.
15. DeMark . Thomas R, The New Science of Technical Analysis , John Wiley & Sons, Inc , USA , 1994.
16. Edwards .Robert, Magee . John, Technical Analysis Of Stock Trends, St. Lucie Press , New York ,2001.
17. Francis . Jack , Analysis And Management , Mc Grow-Hill, Singapore , 1992.
18. Francis . Jack ,Investment, MC Grow –Hill ,Irwin ,New York, 1991 .
19. Geoffrey. Hirt A, Slanby .Block B , Fundamental of Investment Management , Irwin Homewood Boston , New York, 1990 .

20. Gerald . Appel , Technical Analysis: Power Tools For Active Investors, Financial Times , Prentice Hall, New York 2005 .
21. Gitman .Lawrence J, Joehnk. Michael D, Fundamental Of Investing , Pearson Addison Wesley , New York ,2005 .
22. Gronuld , N.E, Measurement and Evaluation in teaching ,New York , 1981.
23. Half . Richard A, Investing In Securities, Prentice Hall International ,London, 1992.
24. Hall . Alvin D, Getting Started in stocks , John Wiley & Sons. Inc, New York ,1998 .
25. Hampton . John , Financial Decision Making , New Delhi , India ,1996.
26. Harrington. Diana R , Fabozzi . Frank J, Foggier . Rusel, H, The New Stock Market , Probus Publish Company , USA , 1990.
27. Hexton .Richard , Dealing in traded Options, Prentice- Hall international , London, 1989.
28. Jones .Charles P, Investment Analysis of Management, Jon Wiley & sons. Inc , New York , 1994.
29. Keller . David, Breakthroughs In Technical Analysis, Mc Grow –Hill ,New York ,2007.
30. Leigh . Stevens , Essential Technical Analysis ,John Wiley & Sons. Inc, New York . 2002.
31. Luca .Cornelius ,Technical Analysis Applications , Mc Graw –Hill ,USA ,2001
32. Magee . John , The Introduction To Magee System The Of Technical Analysis , St. Lucie Press , New York ,2002 .
33. McCafferty. Thomas A, The Market Is Always Right , Mc Grow-Hill, New York , 2003 .
34. McDonald . Michael, Predict Market Swings With Technical Analysis , John Wiley & Sons, Inc , New York ,2002.
35. Meyers . Thomas A, The Technical Analysis Course. Mc Grow-Hill. New York ,1989.
36. Murphy . John J, Technical Analysis Of The Financial Market , Institute Of Finance, New York ,1999.
37. Murphy. John J, Technical Analysis Of The Futures Market , Institute Of Finance, New York ,1986.
38. Pilbeam. Keith ,Finance And Financial Market ,Macmillan Business , Malaysia , 1998 .
39. Pring. Martin J, Technical Analysis Explained , Mc Grow-Hill, New York , 2002.

40. Rockefeller. Barbara, Technical Analysis For Dummies , Wiley Publishing, Inc ,USA ,2011 .
41. Romeu .Rafael, Serajuddin. Umar Technical Analysis For Direct Access Trading , McGraw-Hill, New York ,2001 .
42. Saunders .Anthony , Financial Market and Institution , MC Grow –Hill ,Irwin ,New York ,2007
43. Sharp .William F ,Alexander .Gordon J , Bailey .Jeffery V ,Investments , Prentice –Hall International , inc ,New Jersey ,1999 .
44. Stephen . John J , Managing Interest Rate Risk Using Financial Derivatives , John Wiley & Sons, Inc, England , 2002.
45. Thomsett. Michael C, Mastering Technical Analysis , Dearborn ,USA ,1999 .
46. Weton . Fred J , And Others, Essentials Of Managerial Finance , Prentice Hall, New York ,1996 .
47. Wiersma, W, Research in Education: An Introduction. University of Toledo, USA, 2004
48. Kenneth .Thygerson J , Financial Market And Institutions : A Managerial Approach, Harper Collins College Publishers, USA,1993.
49. Hull .John c ,Options ,Futures and Other Derivatives , Prentice Hall , New Jersey, USA , 2003.

Periodicals

1. Dimson .Elory , Mussavian . Massoud, A Brief History of Market Efficiency", WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N° 1 , 1998.
2. Drago . Victor, Caruntu. Mihai, Andreea. Stoian, Market, Informational Efficiency and Investors Rationality: Some Evidences on Romanian Capital Market, WP Published by University (Academy) of Economic Studies, Romania.
3. Dutta. Saurav , Petro .Lou ,And Others , Financial Decision Making , The Association For Accountants And Financial Professionals In Business ,USA ,2009.
4. Nicolosi . Gina , Peng . Liang , Zhu . Ning , Do Individual Investors Learn from Their Trading Experience , University of Cincinnati , 2004 .
5. Wright .Mike , Ken .Robbie , "Venture capitalists unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information " .Accounting &Business research ,1996.
6. Pucell .Wayne D, Technical Analysis: Alternatives to Charts Analysis, Virginia (USA): Texas Agriculture Extension, The Texas A.& M. University System, Working Paper N° 5317 ,1999.
7. Steven. Jones, Jeffry .Netter M, Efficient Capital Markets, <http://www.Econlip.Org/library / enc / Efficient Capital Markets. Html>
8. Ray .Bal, The Theory Of stock market Efficiency : Accomplishments Limitations , 1994 , p 6 , <http://www.Financeprofessor.com/summaries/Ball 1994. Market efficiency. Html>.

الملاحق

Impact Of Technical Analysis On The Decision Of Investors In The Financial Market

Field Study

Prepared by : Ayman Fouad Sawsak

Supervision by Prof,Dr : Ismail Ismail

ABSTRACT

The study aims to determine the relevance and the role of technical analysis in making decisions when investors and study the factors affecting the extent to which the investors on technical analysis in making their decisions and study the trend of investors in the Damascus Securities Exchange in making their decisions.

And stems the importance of the study by highlighting the role of technical analysis and its importance in investment decision making through the study of the behavior of investors make their decisions and the bases used in making their decisions and their dependence on technical analysis. And discussed the study in part the theoretical concept of technical analysis and tools for the price of the stock market and theories and analysis of advanced technical analysis. The study also considered the concept of financial markets and the basics of investing in the stock market and the efficiency of financial markets.

And in line with the objectives and hypotheses of the study the researcher follow the descriptive and analytical study consists of two aspects, namely theoretical study through the use of references and Arabic and foreign periodicals and other sources of information and field study through the distribution of the questionnaire to the investors in the Damascus Securities and working in the brokerage companies and researchers interested in analysis artwork. The most important findings of the study results:

1. Do not rely on technical analysis is essential and not to be affected the results of the analysis of technical indicators when making investment decision and rely on fundamental analysis when making investment decision.
2. Lack of confidence the results of technical analysis and greater degree of confidence in the outcome of fundamental analysis.
3. The extent to rely on technical analysis when making investment decision on a number of factors, the most important qualification and specialization of scientific and duration of investment in the market and the duration of retention of the security.
4. Investors do not have sufficient awareness and knowledge of adequate tools and technical analysis methods, which negatively affects their dependence on technical analysis in making their decisions.
5. Affect the news published in the media to rely on technical analysis in the investment decision is negative, and this in turn indicates the significant impact that the media plays in the investment decision
6. Affect rumors prevailing in the market and advice from friends and a few listed companies and the lack of trading volume in the market of Damascus negatively to rely on technical analysis in the investment decision.
7. Regarding the role of market efficiency relationship was negative and reverse everything that the lack of increased market efficiency rely on technical analysis in the investment decision.