

الأسواق المالية

الجزء الثاني

التحليل الأساسي والفني

الدكتور

أحمد محمد فرحات

أستاذ التمويل والمصارف المشارك

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية

جامعة طرابلس - ليبيا

الوكالة الليبية للترقيم الدولي الموحد للكتاب

دار الكتب الوطنية

بنغازي ليبيا

هاتف: 9097074 – 9096379 - 9090509

بريد مصور: 9097073

البريد الإلكتروني: nat_lib_libya@hotmail.com

رقم الإيداع المحلي لدى دائرة الكتب الوطنية بنغازي (2018/53)

الرقم الدولي – ردمك (978-9959-1-1863-9)

اسم المؤلف: د. أحمد فرحات

الواصفات: أسواق مالية – تحليل أساسي وفني - (230) ص

حقوق الطبع والنشر محفوظة للمؤلف

لا يسمح بإعادة إصدار هذا الكتاب أو أي جزء منه بأي شكل من الأشكال، إلا بإذن خطي مسبق من المؤلف.

الطبعة الأولى

1441 هـ - 2020 م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الإهداء

إلى طلابي الأعزاء

المحتويات

الموضوع	الصفحة
الجزء الثاني: التحليل الأساسي والفني.....	153
الفصل الأول: التحليل الأساسي	155
أولاً: مقدمة عن التحليل الأساسي والفني.....	157
ثانياً: مراحل التحليل الأساسي.....	163
1- التحليل الأساسي لظروف الاقتصادية العامة:.....	164
- العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم.....	165
- العلاقة بين السياسة المالية وأسعار الأسهم.....	168
- العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم.....	171
- العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم.....	172
- العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم.....	175
- الدورة الاقتصادية وأسعار الأسهم.....	177
2- التحليل الأساسي لظروف الصناعة:.....	178
- تحديد نوع الصناعة وتصنيفها.....	178
- تجميع البيانات والمعلومات عن الصناعة.....	179
- الجوانب والاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة.....	179
- أدوات تحليل ظروف الصناعة.....	181
3- التحليل الأساسي لظروف الشركة:.....	184
- التحليل المالي باستخدام النسب المالية.....	186
- التنبؤ المالي.....	204

212	- تقييم الأوراق المالية
214	1- تقييم الأسهم العادية
235	2- تقييم الأسهم الممتازة
236	3- تقييم السندات
241	الفصل الثاني: التحليل الفني
243	أولاً: مقدمة عن التحليل الفني
243	1- مفهوم التحليل الفني
244	2- أنواع التحليل الفني
245	3- فروض التحليل الفني
248	4- مقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
250	5- الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي والتحليل الفني
254	6- أنواع الرسوم البيانية
264	ثانياً: أدوات التحليل الفني
264	1- الدعم والمقاومة
267	2- خطوط الاتجاه
279	الفصل الثالث: نماذج الرسم البياني
282	أولاً: النماذج الانعكاسية:
282	1- نموذج الرأس والكتفين
285	2- نموذج الرأس والكتفين المنعكس
287	3- نموذج القمم والقيعان المزدوجة
289	4- نموذج القمم والقيعان الثلاثية
291	ثانياً: النماذج الاستمرارية

291.....	1- نموذج المثلاثات
296.....	2- نموذج الإعلام والرايات
299.....	3- نموذج الوتد
300.....	4- نموذج المستطيل
301.....	5- نموذج الرأس والكتفين الاستمراري
303.....	الفصل الرابع: مؤشرات التحليل الفني
306.....	أولاً: مؤشرات التحليل الفني لمؤشر السوق بشكل عام
306.....	1- مؤشر تحليل القوة النسبية
309.....	2- مؤشر خط الصعود / الهبوط
310.....	3- مؤشر حجم التداول للأسهم المرتفعة والمنخفضة
310.....	4- مؤشر الترن أو أرمز
312.....	ثانياً: مؤشرات التحليل الفني لسعر السهم
312.....	1- مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي
319.....	2- مؤشر المتوسط المتحرك
326.....	3- مؤشرات التذبذب:
326.....	• مؤشر قوة الدفع (الزخم)
329.....	• مؤشر تقارب / تباعد المتوسطات المتحركة (الماكد)
332.....	• مؤشر القوة النسبية
334.....	• مؤشر العشوائية (K%D)
337.....	الفصل الخامس: الأزمات المالية
340.....	أولاً: الأزمة المالية:
340.....	1- مفهوم الأزمة المالية

342.....	2- أنواع الأزمات المالية.....
345.....	3- الأسباب والعوامل المؤدية لوقوع الأزمات المالية.....
348.....	4- الاجراءات الوقائية التي تحول دون الوصول إلى الأزمة.....
349.....	ثانياً: الأزمات المالية العالمية:
349.....	1- أزمة الكساد الكبير.....
352.....	2- أزمة يوم الأثنين الأسود.....
356.....	3- أزمة جنوب شرق آسيا.....
363.....	4- الأزمة المالية العالمية.....
369.....	المراجع.....

الجزء الثاني

التحليل الأساسي والفني

الفصل الأول: التحليل الأساسي

الفصل الثاني: التحليل الفني

الفصل الثالث: نماذج الرسم البياني

الفصل الرابع: مؤشرات التحليل الفني

الفصل الخامس: الأزمات المالية

الفصل الأول

التحليل الأساسي

أولاً: مقدمة عن التحليل الأساسي والفني

ثانياً: مراحل التحليل الأساسي

- 1- التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية العامة
- 2- التحليل الأساسي لظروف الصناعة
- 3- التحليل الأساسي لظروف الشركة

ثالثاً: تقييم الأوراق المالية

الفصل الأول: التحليل الأساسي للأوراق المالية

أولاً: مقدمة عن التحليل الأساسي والفني

يوجد هناك نظريتان لدراسة تحركات أسعار الأسهم، الأولى يطلق عليها بالنظرية التقليدية لأسعار الأسهم، والتي تشير أن السبب الأساسي في حركة أو تغيير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الأسهم، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على توزيعاتها، وبالتالي على أسعار أسهمها.

وإن هذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، عرض النقود، أسعار الفائدة، سعر الصرف، الناتج القومي الإجمالي، مستوى النشاط الاقتصادي..... إلخ، لذلك فإن كل العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم يمكن اعتبارها مؤثرة على أسعار الأسهم.

ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة تحليل تعرف بالتحليل الأساسي والذي يبحث في العوامل المؤثرة على القيمة الحقيقية للسهم، وذلك عن طريق تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، حيث تمثل الربحية وحجم المخاطر المعلومات الأساسية لتحديد القيمة الحقيقية للسهم.

فالتحليل الأساسي يبحث في العوامل التي تؤثر على الربحية وحجم المخاطرة وصولاً إلى رأي بشأن مستوى السعر السوقي فيما إذا كان أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية. ويقسم التحليل الأساسي إلى ثلاثة مراحل: المرحلة الأولى وتعنى بالظروف الاقتصادية العامة أو دراسة الاقتصاد الكلي، أما المرحلة الثانية فتركز على التحليل الجزئي للقطاع أو الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وأخيراً المرحلة الثالثة فتعنى بتحليل المركز المالي للشركة نفسها مصدره السهم.

أما النظرية الثانية فيطلق عليها نظرية الثقة، وهي تشير إلى أن العامل الأساسي في حركة أسعار الأسهم هو التغيير في ثقة المستثمرين بمستقبل هذه الأسعار والعوائد وتوزيعات الأرباح، وتختلف هذه النظرية عن السابقة في أنها تركز على الناحية السيكلوجية بدلاً من الاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الأساسية، كما هو الشأن في النظرية الأولى.

إن الأهمية التي اكتسبتها نظرية الثقة تتمثل في قيامها بتفسير بعض التغيرات المرتبطة بأسعار الأسهم، والتي لم تفسر من خلال النظرية السابقة، فهي تستخدم لتفسير انخفاض أسعار الأسهم مثلاً في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد تصاعداً مستمراً، ومن

هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة التحليل الفني والذي يهتم بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير، من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين، حيث تفترض طريقة التحليل الفني، أن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات الحاصلة في أسعار السهم، هي ملاحظة التقلبات السابقة لهذه الأسعار.

وسوف نستعرض في هذه المقدمة من هم المهتمون بالتحليل الأساسي والفني؟ وما هي الأوراق المالية التي يجب تقييمها؟ ومن الذي يقوم بالتحليل الأساسي والفني؟ ولماذا؟ وكيف يتم التحليل؟ وسوف نتناول ذلك في النقاط التالية:

1- المهتمون بالتحليل الأساسي والفني

يهتم بالتحليل الأساسي والفني من له علاقة بالقرار الاستثماري من حيث الاستثمار أو التمويل أو التشغيل أو الضمان أو المراقبة، بما يضمن لكل منهم تحقيق غرضه المتمثل في استرداد الأموال المستثمرة، وتحقيق عائد إضافي، بالإضافة إلى تقليل المخاطرة إلى أدنى درجة ممكنة، ومن بين المهتمين بتحليل الأوراق المالية الفئات التالية:

أ- المستثمرون: وهم الأفراد أو الشخصيات الاعتبارية الذين يبحثون عن فرص استثمارية لاستثمار أموالهم.

ب- المصارف: يهتمون بتحليل الأوراق المالية لتحديد حجم الائتمان الذي يمكن تقديمه لتمويل الشركات لأن السعر السوقي والقيمة الحقيقية للورقة المالية تعكس المركز المالي للشركة.

ج- مراقبو الحسابات: الذين يقومون بمراقبة ومراجعة القوائم المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية أي بمراجعة كافة البيانات والمعلومات التي تعكس الوضع المالي للشركات، ويمكنهم من تحليل تلك القوائم وتحديد القيمة الدفترية والقيمة الحقيقية للسهم ومقارنتها بالسعر السوقي للتأكد من سلامة المركز المالي للشركة.

د- المديرون أو المشغلون: الذين يقومون بإدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية ويهدفون إلى تعظيم ثروة الملاك، فالقيمة الحقيقية للورقة المالية تعكس كفاءة الإدارة.

2- ماذا يقصد بالأوراق المالية؟

الأوراق المالية: هي أوراق قانونية صكوك تنشئ حقوق وترتب التزامات، وهي تمثل نوعاً من الموجودات المالية.

كما يمكن تعريف الورقة المالية بأنها: صك يمثل حق في أصل معين، وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل، وأنها قد تكون مستند ملكية، أو دين يبين حقوق والتزامات المستثمر.

وتتمثل الأوراق المالية في الأسهم والسندات التي تقوم بإصدارها الشركات كأحد مصادر التمويل، والتي يتم تداولها في سوق رأس المال أي استثمار طويل الأجل، كما تتمثل في شهادات الإيداع والقبولات المصرفية والكمبيالات التجارية بالإضافة إلى السندات الحكومية وأذونات الخزنة، والتي يتم تداولها في سوق النقد أي استثمار قصير الأجل.

إن ما يهمننا في التحليل الأساسي والفني هي الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال أي الاستثمار طويل الأجل لأن العلاقة طردية بين العائد والمخاطرة والزمن، أي كلما كان الاستثمار طويل الأجل ارتفعت درجة المخاطرة، وكلما ارتفعت المخاطرة يرتفع العائد المقابل لهذه المخاطرة، فإذا من الجدوى أن نقوم بتحليل الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في سوق رأس المال.

أما الأوراق المالية قصيرة الأجل التي يتم التعامل بها في سوق النقد فهي تقريباً خالية من المخاطرة لأن تاريخ استحقاقها أقل من سنة، وبالتالي فهي مضمونة وعائدها منخفض، ولا توجد أي جدوى لتحليلها لأن تكاليف تحليل هذه الأوراق قد يفوق العائد المتولد عنها.

ومن أبرز الأوراق المالية التي يتم تداولها في سوق رأس المال (البورصة) هي الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات طويلة الأجل.

خصائص الأنواع المختلفة للأوراق المالية:

الورقة المالية			عامل المقارنة
السندات	السهم الممتاز	السهم العادي	
1 ثابت ومحدد	2 ثابت ومحدد	3 المتبقي وغير محدد	أولاً: الحق في الحصول على دخل 1- من حيث الأسيقية 2- من حيث العائد
1 محدد	2 محدد	3 غير محدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية 1- الأسيقية 2- المبلغ
إجباري تاريخ السداد	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	ثالثاً: الحق في الاسترداد والقيمة تاريخ الاستحقاق

3- من الذي يقوم بالتحليل الأساسي والفني:

إن المحللين الماليين الأساسيين والمحللين الماليين الفنيين، هم الذين يقومون بالتحليل الأساسي والفني، ويوجد في معظم الدول المتقدمة مؤسسات مهنية تهتم بتحليل الأسواق المالية، كما أن هناك شهادات ورخص في التحليل المالي تمنح للمحلل المالي القانوني المعتمد في العديد من الدول، مما يزود المستثمرين بالثقة في التعامل معهم والأخذ بتوصياتهم ونصائحهم.

ويتطلب التحليل المالي الأساسي كفاءات ومهارات وخلفيات معينة في مجالات المحاسبة والاقتصاد والتنظيم والأساليب الكمية وبحوث العمليات، لأنه يعد عملاً معقداً متعدد الجهات يتطلب علماً واسعاً وخبرة كبيرة، وتكمن صعوبة التحليل في أنها لا تستثني أي عامل مؤثر داخل المراحل الثلاثة المتمثلة في تحليل متغيرات الاقتصاد الكلي، ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ثم تحليل ظروف الشركة المصدرة للورقة المالية.

في حين أن أساليب التحليل الفني فهي عبارة عن خرائط ومؤشرات يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كانت مستوى ثقافته.

4- لماذا يقوم بالتحليل الأساسي والفني؟ وكيف؟

يهدف التحليل الأساسي والفني إلى الإجابة على الأسئلة التالية:

- لماذا تتغير أسعار الأوراق المالية؟

- ومتى نشترى أو نبيع الأوراق المالية؟

وبينما يتكفل التحليل الأساسي بالإجابة على السؤالين الأول والثاني، يختص التحليل الفني بالإجابة على السؤال الثاني.

ولا بد من تحديد مستوى كفاءة السوق المالي قبل إجراء التحليل، وذلك لتحديد طريقة التحليل التي يمكن الاعتماد عليها أساسي أو فني.

وذلك لأن التحليل الأساسي: يقوم على أساس فرضية أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف أو المتوسط على أقل تقدير، أي تتوفر به البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية سوى على مستوى الاقتصاد أو الصناعة أو الشركة، وفي هذه الحالة يمكن

للمحلل إتباع مدخل التحليل الأساسي، وذلك لاستغلال الفروقات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية وتحقيق أرباح غير عادية.

حيث يهدف المحلل الأساسي إلى محاولة التعرف على الأوراق المالية ذات الخلل السعري، أي التي قيمتها الحقيقية تختلف عن سعرها السوقي، ويتم التعرف على هذه الأوراق المالية باستخدام التحليل الأساسي، وذلك بتقدير أرباح الشركة وتوزيعاتها المستقبلية ودرجة المخاطر المحيطة لتقدير معدل العائد المطلوب، وذلك محاولة من المحلل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية ومقارنتها بالسعر السوقي، وإذا كان سعر السوق مرتفع عن القيمة الحقيقية يقال أن سعر الورقة مغالي فيه، ويكون قرار عدم الشراء وقرار بيع إذا كان يملك المستثمر تلك الأوراق، أما إذا كان السعر السوقي أقل من القيمة الحقيقية يقال أن سعر الورقة قاصر، ويكون قرار شراء وعدم البيع إذا كان يملك المستثمر تلك الأوراق.

ومن ثم يمكن القول إن مفهوم التحليل الأساسي: هو تحليل ظروف الاقتصاد الكلي، ومن ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ومن ثم تحليل ظروف الشركة نفسها، وذلك بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية ودرجة المخاطرة المحيطة ومعدل العائد المطلوب، وذلك من أجل تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية للشركة.

أما التحليل الفني: يقوم على أساس فرضية أن السوق غير كفاء، أي عدم توفر بيانات ومعلومات، ويمكن الاعتماد في هذه الحالة على مدخل التحليل الفني الذي يعتمد على بيانات من السوق نفسه، وهي عبارة عن السعر وحجم التداول.

ويمكن للمستثمر من خلال التحليل الفني معرفة متى يشتري أو يبيع الأوراق المالية، وذلك على حسب اتجاه السوق، حيث يقوم بالشراء في بداية الصعود وبالبيع في بداية الهبوط، وذلك عن طريق استخدام مجموعة من الخرائط والرسوم البيانية ومؤشرات ترشد المستثمر متى يتخذ قرار شراء ومتى يتخذ قرار بيع.

ومن ثم يمكن القول إن مفهوم التحليل الفني: هو فن استخدام بعض الرسوم البيانية والمؤشرات التي يمكن استخدامها لمعرفة وقت اتخاذ قرار الشراء أو البيع، أي بناءً على حالة السوق أو نقاط التحول من صعود إلى هبوط، وذلك باتخاذ قرار الشراء عندما يكون السوق في نقطة التحول من هبوط إلى صعود، واتخاذ قرار بيع عند نقطة التحول من صعود إلى هبوط.

فالتحليل الفني يهتم بدراسة وضع السهم من حيث سعره وحجم تداوله في محاولة للتنبؤ بالسلوك الذي سيعتمده في المستقبل بالاعتماد على بعض الرسوم والمؤشرات التي تم وضعها لهذا الغرض.

وعلى الرغم من تلك الفروق التي بين التحليل الأساسي والتحليل الفني، إلا أنه يمكنهم العمل مع بعضهم البعض لتحقيق فائدة متبادلة، حيث من الممكن الاقتراب من تحليل السوق من كلا الاتجاهين الأساسي والفني.

حيث يمكن للمحلل الأساسي استخدام إحدى أدوات التحليل الفني لأنها تمتاز باليسر والسهولة، وذلك للتأكد من تحليله، حيث يمكنه ذلك باستخدام بعض من أدوات التحليل الفني عن طريق أحد أنظمة الكمبيوتر، للتأكد من عدم دخوله في صفقات تعاكس نتائج مؤشرات التحليل الفني.

ثانياً: مراحل التحليل الأساسي

يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، أو ظروف الشركة ذاتها، كل ذلك بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد عن عمليات الشركة، والتي تعتبر محددات أساسية للقيمة الحقيقية للورقة المالية التي تصدرها.

فالتحليل الأساسي يحاول أن يحدد لنا القيمة الحقيقية للورقة المالية والعوامل المؤثرة في هذا الشأن، وذلك حتى يمكن عندها تفسير تحركات الأسعار بالسوق وزيادة الطلب والعرض، أي يحدد التحليل الأساسي الأوراق المالية التي تستحق أن تشتري والتي قيمتها الحقيقية تفوق سعرها السوقي، وتلك التي يجب أن تباع والتي سعرها السوقي يفوق قيمتها الحقيقية، هذه هي باختصار الوظيفة الأساسية للتحليل الأساسي، أي يقوم التحليل الأساسي إذن على مناقشة العلاقة التي تنشأ بين السبب والنتيجة على مستويات ثلاثة هي:

1- التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية العامة.

2- التحليل الأساسي لظروف الصناعة.

3- التحليل الأساسي للشركة.

1- التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية العامة

إن أسعار الأسهم تتأثر بالمتغيرات الاقتصادية العامة لأن الشركات تعمل داخل بيئة الاقتصاد، وبالتالي تتأثر بنتائج أعمال الشركات بتلك المتغيرات، ولكن تأثيرها يختلف من قطاع لآخر ومن شركة لأخرى.

والأسعار السوقية للأسهم تتأثر بنتائج أعمال الشركات أي الأرباح التي سوف تتحقق مستقبلاً، لأن القيمة الحقيقية للأوراق المالية تتحدد بناءً على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية وعلى معدل العائد المطلوب.

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{حصص السهم من الأرباح}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

وأن متغيرات الاقتصاد الكلي تؤثر على نتائج أعمال الشركات، حيث تؤثر على كافة بنود قائمة نتائج الأعمال فهي تؤثر على أسعار السلع والكميات المباعة وتكلفة المبيعات وتكاليف التشغيل وتكاليف التمويل أي تؤثر على الأرباح الحالية والمستقبلية، كما تؤثر متغيرات الاقتصاد الكلي على معدل العائد المطلوب.

فالمحلل الأساسي يقوم بتحليل متغيرات الاقتصاد الكلي من أجل معرفة تأثير تلك المتغيرات على نتائج أعمال الشركات، وذلك من أجل التنبؤ بالأرباح المستقبلية من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية لتلك الشركات، وذلك من أجل إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي تتوقف على التدفقات النقدية المستقبلية أي العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه من وراء شرائه أو احتفاظه بالورقة المالية.

وفي هذا المبحث سوف يقوم الباحث باستعراض المرحلة الأولى من التحليل الأساسي، المتمثلة في تحليل أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على نتائج أعمال الشركات أي الأرباح المتوقعة، والتي سوف ينعكس أثارها على أسعار الأسهم، ولا بد من الإشارة إلى أن متغيرات الاقتصاد الكلي يختلف تأثيرها من قطاع لآخر، وبالتالي من شركة لأخرى حسب القطاع الذي تنتمي إليه، وذلك على النحو التفصيلي التالي:

أولاً: العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم:

المصرف المركزي يدير السياسة النقدية (المعروض النقدي) للبلاد من خلال عدة أدوات كمية، تتمثل في سعر الفائدة والخصم، والاحتياطي القانوني والسيولة القانونية، وعمليات السوق المفتوحة لغرض تحقيق أهداف معينة.

وسوف يتم استعراض أدوات السياسة النقدية الكمية وتأثيرها على أسعار الأسهم أولاً، ومن بعد ذلك التأثير الكلي لتلك السياسة أي تحليل أثر السياسة النقدية (المعروض النقدي) على أسعار الأسهم.

- أثر أدوات السياسة النقدية على أسعار الأسهم:

1- سعر الفائدة والخصم: إن تغيير سعر الفائدة⁽¹⁾ أو الخصم⁽²⁾ يؤثر على تكلفة تمويل الشركات أو تكلفة الحصول على الأموال، فرفع سعر الفائدة أو الخصم يزيد من تكلفة التمويل، وبالتالي انخفاض في الأرباح أي انخفاض في التدفق النقدي المستقبلي الذي يمكن أن يتحصل عليه حامل السهم، مما يترتب عليه انخفاض في القيمة الحقيقية للأسهم، وبالعكس في حالة خفض سعر الفائدة أو الخصم.

بالإضافة إلى ذلك فإن رفع سعر الفائدة والخصم ينتج عنه رفع سعر الخصم (معدل العائد المطلوب) الذي يستخدم في حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، مما يترتب عليه انخفاض في القيمة الحقيقية للأسهم.

كذلك رفع سعر الفائدة يترتب عليه ارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، والذي يمكن أن يترتب عليه انتقال المستثمرين من سوق رأس المال ذات المخاطرة المرتفعة، إلى سوق النقد الأقل مخاطرة، مما يترتب عليه ازدياد طلبات البيع للأسهم عن طلبات الشراء، مما ينعكس ذلك على الأسعار السوقية للأسهم بالانخفاض.

ورفع سعر الفائدة ينتج عنه كذلك انخفاض طلبات الاقتراض نتيجة ارتفاع التكلفة وقيام الشركات بإصدار الأسهم، مما يترتب عليه زيادة المعروض من الأسهم مع بقاء الطلب ثابتاً، فينعكس ذلك على أسعار الأسهم السوقية بالانخفاض.

⁽¹⁾ سعر الفائدة هو نسبة المبلغ الذي يتقاضاه المصرف مقابل تقديم القروض والتسهيلات الائتمانية المختلفة للمتعاملين معه إلى المبلغ الذي تم اقراضه (سعر الفائدة الدائن).

⁽²⁾ يمثل سعر الخصم في الفائدة التي يتقاضاها المصرف مقابل خصم الأوراق التجارية أو السندات التي تقبلها المصارف من عملائها مقابل إعطائهم قيمتها نقداً.

وبالعكس في حالة خفض سعر الفائدة، حيث يتمكن المستثمرون من الحصول على القروض من المصارف بأسعار فائدة متدنية، وقيامهم باستثمار تلك القروض في سوق رأس المال، والاستفادة من الفرق بين العائد الإجمالي الذي يحققه المستثمر من الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وبين تكلفة اقتراض الأموال المتمثلة في أسعار الفائدة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم السوقية نتيجة ارتفاع الطلب عليها، ويتمثل العائد الإجمالي الذي يحققه المستثمر في الربح النقدي المتمثل في توزيعات الأرباح المتحصل عليها من الشركة المصدرة للسهم، والربح الرأسمالي الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء نتيجة المضاربة في سوق الأوراق المالية.

2- الاحتياطي القانوني والسيولة القانونية: فرغ أو خفض نسبة الاحتياطي القانوني (1) أو السيولة القانونية (2) تؤثر على المعروض النقدي ومنح الائتمان، وبالتالي تؤثر على مستوى أداء الاقتصاد بشكل عام، أو قطاع معين بناءً على سياسة السقوف الائتمانية النوعية أو الكيفية.

فعند رفع الاحتياطي القانوني أو السيولة القانونية تقل قدرة المصارف على منح الائتمان ويقل الاستثمار ومن ثم تنخفض الأرباح، وينتج عن ذلك انخفاض القيمة الحقيقية للأسهم.

وبالعكس في حالة خفض الاحتياطي القانوني أو السيولة القانونية تزيد قدرة المصارف على منح الائتمان ويزداد الاستثمار ومن ثم ترتفع الأرباح، وينتج عن ذلك ارتفاع القيمة الحقيقية للأسهم.

3- عمليات السوق المفتوحة(3): فعندما يشتري المصرف المركزي الأوراق المالية الحكومية، فإن ذلك يتسبب في رفع الأسعار السوقية للأوراق المالية الحكومية وزيادة المعروض النقدي، ونتيجة لذلك يتجه المستثمرون إلى شراء أوراق مالية الشركات

(1) تنص جميع التشريعات المصرفية على ضرورة احتفاظ المصارف بأرصدة دائنة لدى المصرف المركزي تمثل نسبة معينة من الخصوم الإبداعية التي لديها المتمثلة في الودائع وما في حكمها كاحتياطي قانوني.

(2) كما تنص التشريعات المصرفية كذلك على ضرورة احتفاظ المصارف بأصول نقدية وشبه نقدية لمواجهة التزاماتها المتمثلة في الودائع وما في حكمها كسيولة قانونية.

(3) تتمثل في قيام المصرف المركزي ببيع أو شراء الأوراق المالية الحكومية المتفاوتة الأجل في السوق المالي، ويهدف المصرف المركزي من عمليات السوق المفتوحة في التأثير على حجم الائتمان والمعروض النقدي بالتوسع أو الانكماش حسب الظروف الاقتصادية.

(السندات) بسبب انخفاض سعرها مقارنةً بالأوراق المالية الحكومية، مما ينتج عنه ارتفاع أسعارها بسبب زيادة الطلب عليها، أي ينتقل التأثير من الأوراق المالية الحكومية إلى أوراق مالية الشركات.

ويحدث العكس عندما يبيع المصرف المركزي الأوراق المالية الحكومية، يعمل ذلك على خفض أسعار الأوراق المالية الحكومية، ونتيجة لذلك يتجه المستثمرون إلى شراء الأوراق المالية الحكومية بسبب انخفاض سعرها مقارنةً بأوراق مالية الشركات (السندات)، مما ينتج عنه انخفاض أسعارها بسبب انخفاض الطلب عليها، أي ينتقل التأثير من الأوراق المالية الحكومية إلى أوراق مالية الشركات.

– أثر متغير السياسة النقدية (المعروض النقدي) على أسعار الأسهم :

يعتبر المعروض النقدي والذي يتكون من رصيد الودائع الجارية والادخارية وودائع لأجل لدى المصارف التجارية سواء بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية إضافةً إلى النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي من أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم السوقية، وله تأثيران أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

فالتأثير المباشر يتمثل بأن زيادة المعروض من النقود سيوفر أموالاً فائضة، يمكن أن يذهب جزء منها للاستثمار في الأسهم، وبالتالي تؤدي لزيادة الطلب عليها، وارتفاع أسعارها السوقية.

أما التأثير غير المباشر فيكون من خلال زيادة المعروض النقدي يمكن أن يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار، ومن ثم زيادة أرباح الشركات، مما يؤدي في التحليل النهائي إلى ارتفاع قيمتها الحقيقية وأسعارها السوقية.

ولكن لا بد من الإشارة إلى أنه عندما تكون الزيادة في المعروض النقدي بدرجة تفوق المعروض السلعي نتيجة سياسة ائتمانية غير رشيدة، فإن تأثيره يكون عكسياً على أسعار الأسهم، لأن الزيادة الكبيرة في المعروض من النقود تحمل في طياتها ارتفاعاً في معدل التضخم الذي ينجم عنه ارتفاع في معدل الفائدة (معدل العائد المطلوب)، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض في قيمة الأسهم الحقيقية، والتي يبدي المستثمر استعداداً لأن يشتري بها السهم، وينعكس ذلك على أسعار الأسهم السوقية بالانخفاض.

ثانياً: العلاقة بين السياسة المالية وأسعار الأسهم:

تدير وزارة المالية السياسة المالية لتحقيق أهداف الاقتصاد القومي، وذلك باستخدام أدواتها المتمثلة في إيراداتها ونفقاتها التي تجمعها معاً ميزانية الدولة، ويختلف تأثير السياسة المالية المتبعة على سوق الأوراق المالية باختلاف الأداة المالية سواء بشكل تلقائي أو مقصود، وفيما يلي نتناول تأثير أدوات السياسة المالية على أسعار الأسهم:

1- الإنفاق الحكومي: يؤثر الإنفاق الحكومي على سوق الأوراق المالية بشكل مباشر، وذلك عندما تقوم الحكومة بشراء الأوراق المالية الحكومية من سوق الأوراق المالية فيزداد الطلب عليها فترتفع أسعارها، ونتيجة لذلك يتجه المستثمرون لشراء الأوراق المالية المصدرة من القطاع الخاص فترتفع أسعارها السوقية بالتبعية أي ينتقل التأثير من الأوراق المالية الحكومية إلى الأوراق المالية الأخرى، وذلك كما أسلفنا سابقاً في عمليات السوق المفتوحة، مما يعمل ذلك على تنشيط سوق الأوراق المالية وارتفاع أسعاره.

كما يؤثر الإنفاق الحكومي بشكل غير مباشر فقد يؤدي زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الدخل القومي، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة الادخار، وقد يترتب على ذلك زيادة الطلب على الاستثمار، وبالتالي على الأسعار السوقية بالارتفاع.

كذلك فإن زيادة الإنفاق الحكومي لرفع كفاءة الجهاز الإداري الذي يتولى الإشراف على سوق الأوراق المالية، وذلك بزيادة مرتبات العاملين، وبرامج التدريب لرفع كفاءة العاملين، والبعثات الخارجية للاستفادة من تجارب الدول الأخرى، كل ذلك قد يؤدي إلى تقليل التلاعب، والعمليات الوهمية، وحالات الغش بالسوق، مما ينعكس على ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يزداد الطلب على الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

وأيضاً فإن زيادة الإنفاق الحكومي على برامج التوعية للمستثمرين تجاه الاستثمار في الأوراق المالية، وكيفية التعامل في هذه السوق، والمزايا المرتبطة بهذا الاستثمار، قد يؤدي إلى رفع الميل للادخار لدى الأفراد رغبة في الاستثمار في الأوراق المالية.

ويؤثر الإنفاق الحكومي على الاستثمار الخاص بأكثر من طريقة، حيث يمكن أن يكون له أثر إيجابي فقد يؤدي زيادة الإنفاق الحكومي الاستهلاكي على السلع والخدمات إلى زيادة الطلب الاستهلاكي، مما يشجع المنتجين على زيادة الإنتاج، وبالتالي زيادة الأرباح وارتفاع القيمة الحقيقية للأسهم.

كما يمكن أن يكون له أثر سلبي، وذلك من خلال زيادة الإنفاق الحكومي الاستثماري في المجالات التي تنافس القطاع الخاص، والتي تؤدي إلى زيادة منافسة القطاع الخاص، وانخفاض المبيعات والأرباح، وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية للأسهم.

2- الضرائب: تؤثر الضرائب على أسعار الأوراق المالية من خلال تأثيرها على توزيعات الأرباح، وتأثيرها على الدخل القابلة للتصرف، ومستوى الأسعار.

فرفع الضرائب على أرباح الشركات من شأنه أن يقلل من الأرباح الصافية التي يمكن أن توزع على حاملي الأسهم، وهو ما يترتب عليه انخفاض في القيمة الحقيقية للأسهم، كما قد تؤدي زيادة الضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن شراء وبيع الأوراق المالية إلى تقليل الطلب على الأوراق المالية، وبالتالي إلى انخفاض أسعارها السوقية.

وتؤثر الضرائب أيضاً على الأسعار النسبية للأسهم فقد تكون هناك قطاعات داخل الاقتصاد تكون معفاة من الضرائب أو تحصل على معاملة ضريبية تفضيلية، وبالتالي سوف يتحصل حاملي أسهم الشركات التي تنتمي لتلك القطاعات على عائد أعلى من أسهم القطاعات الأخرى، ويترتب على ذلك ارتفاع الطلب على هذه الأسهم، وينتج عن ذلك ارتفاع أسعارها نسبياً.

كذلك يؤدي رفع الضرائب على الدخل إلى انخفاض الدخل المتاح للتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، ويؤثر ذلك على أرباح الشركات بالانخفاض، وينعكس ذلك على القيمة الحقيقية للأسهم بالانخفاض.

كما أن رفع الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين يمكن أن تقلل من المدخرات التي يمكن للأفراد توجيهها للاستثمار بالسوق المالي، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض طلبات شراء الأسهم، وبالتالي انخفاض الأسعار السوقية للأسهم.

أما فيما يتعلق بالرسوم الجمركية فرفع الرسوم الجمركية تؤثر بشكل سلبي على الشركات المعتمدة على الاستيراد، فرفع الرسوم الجمركية يزيد من تكلفة السلع المستوردة، وينعكس ذلك على أسعار السلع بالارتفاع فيقل الطلب عليها، وبالتالي تنخفض أرباح الشركات، وبالتالي تنخفض القيمة الحقيقية لأسهمها.

بينما يؤثر رفع الرسوم الجمركية بشكل إيجابي على الشركات المنتجة للسلع المنافسة المستوردة من الخارج، حيث تؤدي إلى تحول الطلب على المنتجات المحلية فتزيد حصتها من المبيعات في السوق، وبالتالي ترتفع أرباح الشركات، وبالتالي ترتفع القيمة الحقيقية لأسهمها.

3- طرق تمويل عجز الميزانية: ويظهر تأثير السياسة المالية على أسعار الأسهم أيضاً في حالة حدوث عجز في الموازنة العامة للدولة، حيث يمكن للحكومة تمويل هذا العجز بعدة أساليب تؤثر على أسعار الأسهم، ويمكن توضيح ذلك في الآتي:

- إصدار أوراق النقد، فزيادة المعروض النقدي دون أن يقابله المعروض السلعي سوف يرفع من معدل التضخم، والذي يؤثر سلباً على أسعار الأسهم.

- رفع الضرائب على أرباح الشركات ودخول الأفراد لزيادة إيراداتها، فذلك له تأثير سلبي على أرباح الشركات، وبالتالي على أسعار الأسهم - كما سبق بيانه.

- تباع الحكومة الأوراق المالية الحكومية المتمثلة في أدونات الخزانة والسندات الحكومية لتغطية العجز، فهذه الأوراق تتنافس مباشرة مع الأوراق المالية الأخرى، وهذه الزيادة في المعروض من الأوراق المالية الحكومية تعمل على خفض أسعار الأوراق المالية - كما سبق بيانه.

- قد تلجأ الحكومة لتغطية العجز بالاقتراض من المصرف المركزي أو من المصارف التجارية، وقد يترتب على هذه السياسة تضخم وارتفاع سعر الفائدة، والذي سوف يكون تأثيره سلبي على أسعار الأسهم.

وكذلك يظهر تأثير السياسة المالية على أسعار الأسهم في حالة حدوث فائض في الموازنة العامة للدولة، فعند ذلك تقوم الحكومة بشراء الأوراق المالية الحكومية أي إطفائها، فذلك يسبب مبدئياً أي في الأجل القصير برفع أسعار الأوراق المالية، بسبب زيادة الطلب وانخفاض المعرض من الأوراق المالية.

ثالثاً: العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم:

إن الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾ يمكن أن يكون له أثر إيجابي، كما يمكن أن يكون له أثر سلبي على أسعار الأسهم، وهو ما ينبغي أن يوليه المحلل اهتماماً خاصاً لمعرفة الاتجاه المحتمل للتأثير، فالإعلان عن زيادة محتملة في الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها، وذلك لأن زيادة الإنتاج يترتب عليه زيادة المبيعات، وبالتالي زيادة الأرباح، ولهذا زيادة الناتج المحلي الإجمالي يكون له تأثير إيجابي على القيمة الحقيقية للأسهم.

وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن انخفاض محتمل في الناتج المحلي الإجمالي قد تلقي بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل، وذلك لأن انخفاض الإنتاج يترتب عليه انخفاض في المبيعات، وبالتالي انخفاض في الأرباح، ولهذا انخفاض الناتج المحلي الإجمالي يكون له تأثير سلبي على القيمة الحقيقية للأسهم.

كما يحدث التأثير السلبي على أسعار الأسهم عندما يكون معدل النمو في المعروض النقدي يفوق معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مما يترتب على ذلك زيادة المعروض النقدي عن المعروض السلعي مسبباً في إحداث التضخم، وقد يترتب على التضخم قيام المصرف المركزي برفع سعر الفائدة، وبالتالي ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، وينعكس ذلك على القيمة الحقيقية للأسهم بالانخفاض.

⁽¹⁾ يعرف الناتج المحلي الإجمالي لدولة ما بأنه قيمة كل السلع والخدمات النهائية التي تم إنتاجها محلياً باستخدام عناصر إنتاج وطنية أو أجنبية خلال فترة زمنية معينة عادة سنة.

رابعاً: العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم:

تعتبر العلاقة بين معدل التضخم⁽¹⁾ وأسعار الأسهم من أكثر المواضيع جدلاً بين الاقتصاديين، وحظيت العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم بنصيب وافر من البحث والدراسة داخل إطار منهجين:

المنهج الأول: يشير إلى إمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط كاملة تجاه التضخم، وأن العلاقة إيجابية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم.

والفكرة التي يستند إليها هذا المنهج هو أن التضخم على الرغم من تأثيره السلبي على القوة الشرائية للنقود، إلا أنه له تأثير إيجابي على أسعار الأسهم في بعض القطاعات بشكل يفوق التأثير السلبي لأنه يصاحب التضخم زيادة في أسعار منتجات بعض القطاعات، أي ارتفاع في قيمة المبيعات بشكل يفوق ارتفاع التكاليف، وبالتالي ارتفاع في الأرباح، ومن ثم ارتفاع القيمة الحقيقية لأسهم شركات تلك القطاعات، مما يجعل في النهاية من أسهم شركات تلك القطاعات استثماراً ناجحاً في أوقات التضخم، وبالتالي ينعكس ذلك بزيادة الطلب على أسهمها، ومن ثم ارتفاع أسعارها السوقية.

وإن الأسهم المصدرة من قطاع الشركات الصناعية، تكون وسيلة تحوط أكثر فاعلية من تلك العائدة إلى الشركات التي تقدم الخدمات العامة، وذلك لأن أرباح الشركات الصناعية تكون أكبر من أرباح الشركات التي تقدم الخدمات العامة، والسبب في ذلك يعود إلى قدرة الشركات الصناعية على زيادة أسعار منتجاتها، بينما تكون أسعار الخدمات العامة مقيدة أو محددة من قبل الهيئات الحكومية، ويمكن أن تكون كذلك العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية والتضخم إيجابية نتيجة أنه عندما يرتفع معدل التضخم تبدأ النقود بفقدان قوتها الشرائية، فيحاول المستثمرون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم فترتفع أسعارها، ويلجأ المستثمرون إلى هذا الأسلوب باعتبار أن الأسهم تعطي لحاملها الحق في المطالبة بتملك أصول حقيقية للشركات التي تمثلها هذه الأسهم، والتي يتوقع أن ترتفع قيمتها في أوقات ارتفاع معدلات التضخم، أما عند انخفاض معدلات التضخم فإنه ليس من المتوقع أن ترتفع قيمة الأصول الحقيقية لهذه الشركات، وبالتالي يلجأ المستثمرون إلى الابتعاد عن التعامل بالأسهم فتتخفض أسعارها.

(1) التضخم هو الارتفاع في المستوى العام للأسعار الناتج من عدم التوازن بين التيار النقدي والتيار السلعي.

وكما أن العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم قد تكون سالبة أو موجبة، ويعتمد ذلك على الهيكل المالي للشركة، ويقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تمول بها الشركة أصولها، فقد تكون الشركة معتمدة اعتماداً كاملاً على الاقتراض، أو قد تكون معتمدة على رأس المال، أو على كليهما رأس المال والاقتراض.

فالشركات التي تمول جزءاً كبيراً من أصولها بالاقتراض، وبافتراض أن تلك الشركات كانت تقترض الأموال بسعر فائدة ثابت، فيمكن أن يطلق على هذه الشركات بأنها مدينة، ونظراً لأن ارتفاع التضخم يؤدي إلى زيادة ثروة المدين على حساب الدائن، فإن تلك الشركات المدينة سوف تزداد ثرواتها نتيجة الارتفاع في قيمة أصولها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أرباحها وارتفاع القيمة الحقيقية للأسهم، وبالتالي ينعكس ذلك بزيادة الطلب على أسهمها، ومن ثم ارتفاع أسعارها السوقية.

أما إذا كانت الشركات دائنة كالمصارف ومع افتراض أنها تقترض بسعر فائدة ثابت، أي معدل التضخم سوف يقلل من معدل الفائدة الحقيقي، فإن ارتفاع معدل التضخم سوف يؤدي إلى نقصان ثروة تلك المصارف، وذلك بسبب فقدان النقود لقوتها الشرائية، ومعدل الفائدة الحقيقي يقل عن معدل الفائدة الاسمي، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أرباحها، وانخفاض القيمة الحقيقية للأسهم، وبالتالي ينعكس ذلك بانخفاض الطلب على أسهمها، ومن ثم انخفاض أسعارها السوقية.

أي أن اتجاه العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم يعتمد فيما إذا كان التضخم لصالح المدين أو الدائن.

أما المنهج الثاني: يشير إلى أن العلاقة بين التضخم وأسعار الأسهم عكسية، ويقدم آلية لتفسير العلاقة العكسية بين التضخم وأسعار الأسهم، تتلخص في أن أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع النشاط الاقتصادي، في حين أن النشاط الاقتصادي يرتبط بعلاقة عكسية مع التضخم، بالتالي فإن أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم.

حظيت العلاقة العكسية بين أسعار الأسهم ومعدلات التضخم باهتمام الباحثين الذين حاولوا تفسير الأثر السلبي لمعدلات التضخم على أسعار الأسهم في الأسباب التالية:

- زيادة معدل التضخم ينتج عنه زيادة في كمية الأموال المخصصة لأغراض الأنفاق الاستهلاكي، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لأغراض الاستثمار في الأسهم، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم، وبالتالي انخفاض أسعارها.

- عند ارتفاع معدل التضخم يقوم المصرف المركزي برفع سعر الفائدة (معدل العائد المطلوب)، وهو ما يترتب عليه انخفاض في القيمة الحقيقية للأسهم.

- بسبب التأثير السلبي للتضخم على أرباح الشركة بعد الضريبة، والذي ينتج من سببين رئيسيين هما المعالجة المحاسبية للإهلاك وتقييم المخزون.

بالنسبة للإهلاك فإن قيمته تعتمد على التكلفة التاريخية للأصل، وليس على قيمته الاستبدالية، وبالتالي فإن قيمة مخصصات الإهلاك في فترة ارتفاع الأسعار تصبح غير كافية وغير متناسبة مع القيمة الاستبدالية للأصل، الأمر الذي يؤدي لزيادة الالتزامات الضريبية، وكننتيجة لذلك يتوقع أن تنخفض الأرباح بعد الضريبة، وبالتالي تنخفض التوزيعات المتوقعة، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية للأسهم.

أما بالنسبة للمخزون فإن استخدام طريقة الوارد أولاً صادر أولاً في تقييم المخزون في ظل ارتفاع الأسعار من شأنه زيادة الضريبة، وبالتالي يتوقع أن تنخفض الأرباح بعد الضريبة وبالتالي التوزيعات المتوقعة، الأمر الذي من شأنه أن يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية للأسهم.

خامساً: العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم:

يعد سعر الصرف (1) من العوامل التي تؤثر على الصادرات والواردات، وبالتالي على القدرة التنافسية للشركات وحصتها من المبيعات، حيث إن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى تحسين الوضع التنافسي للصناعات المحلية، وزيادة المبيعات للشركات ذات التوجه التصديري، وبالتالي زيادة أرباحها، ومن ثم ارتفاع القيمة الحقيقية للسهم، فانخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية للشركات المحلية ومن صادراتها، وبالتالي ينخفض حجم الواردات من الخارج، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تحسين وضع ميزان المدفوعات، إلا أن هذا لا يتم إلا في ظل العديد من الشروط التي لا تتعلق بالسياسة الاقتصادية المحلية فحسب، وإنما بإجراءات السياسة الاقتصادية في البلدان الأخرى وثيقة الصلة بالاقتصاد المحلي، وذلك في ظل الشروط التالية:

- عدم ارتفاع الأسعار المحلية بنفس نسبة الانخفاض في قيمة العملة المحلية لأن مثل هذا الارتفاع يلغي أثر الانخفاض في قيمة العملة على ميزان المدفوعات.
- عدم انخفاض الأسعار في البلدان الأخرى لأن ذلك سيحد من القدرة التنافسية للسلع المحلية المصدرة.
- عدم إجراء البلدان الأخرى تخفيض في قيمة عملاتها بنفس نسبة الانخفاض في قيمة العملة المحلية.

ولكن معدلات أسعار الصرف لا تتغير من فراغ، فإذا كان انخفاض قيمة العملة ناتج عن الواقع الاقتصادي المحلي المتدهور فيكون لذلك تأثير سلبي على سوق الأسهم المحلية، وأما إذا كان انخفاض قيمة العملة ناتج عن سياسة المصرف المركزي لزيادة الصادرات وتقليل الواردات سوف يكون له تأثير إيجابي على أسهم الشركات التي تعتمد على التصدير، وسلبي على الشركات التي تعتمد على الاستيراد، وبالعكس في حالة ارتفاع قيمة العملة سوف يكون تأثيره إيجابي للشركات المعتمدة على الاستيراد، وسلبي على الشركات المعتمدة على التصدير، فأسعار الصرف تؤثر على أسعار الأسهم في أكثر من اتجاه، وذلك حسب الشركات من حيث اعتمادها على التصدير أو الاستيراد.

(1) يعرف سعر الصرف بأنه قيمة عملة أي دولة في مقابل عملات الدول الأخرى، أي هو عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملات الأجنبية.

وقد يدفع انخفاض قيمة العملة الوطنية بالأفراد إلى التخلص من احتياطياتهم منها واستبدالها بأدوات أخرى ومنها الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها.

كما أن انخفاض قيمة العملة في البلدان التي تعتمد على الاستثمار الأجنبي قد تؤدي إلى هروب رؤوس الأموال منها، والتوجه بها إلى أسواق أخرى، مما يؤثر ذلك بالسلب على أسعار الأسهم، وقد يصاحب ذلك انهيار بالسوق المالي، وذلك كما حدث في الأسواق الآسيوية في أزمة جنوب شرق آسيا.

سادساً: العلاقة بين الدورة الاقتصادية (الازدهار والركود) وأسعار الأسهم:

إن المحلل المالي بحاجة للتنبؤ بالاقتصاد المستقبلي فالشركات تعمل في نطاق الاقتصاد، ويتوقف بقاؤها على مستوى الاقتصاد ككل، ففي خلال فترات الازدهار الاقتصادي يزداد الطلب على بعض السلع التي تقدمها الشركات في بعض القطاعات أكثر من غيرها، وبالتالي تزداد مبيعات وأرباح تلك الشركات، وينعكس ذلك على القيمة الحقيقية لأسهم تلك الشركات بالارتفاع.

بينما في أوقات الركود الاقتصادي فيكون التأثير معاكس، أي انخفاض في الطلب على إنتاج بعض السلع التي تقدمها الشركات في بعض القطاعات أكثر من غيرها، وبالتالي تنخفض مبيعات وأرباح تلك الشركات، وينعكس ذلك على القيمة الحقيقية لأسهم تلك الشركات بالانخفاض.

2- التحليل الأساسي لظروف الصناعة:

يقصد بالصناعة التوزيع النوعي لمجالات أو قطاعات الاستثمار، مثل قطاع المصارف، وقطاع الصناعة، وقطاع الخدمات، حيث لكل قطاع أو مجال من المجالات الاستثمارية سمات خاصة، وهو ما يتطلب تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية والعوامل الأخرى التي تؤثر على كل نوع من أنواع الصناعة، وذلك لأن المتغيرات الاقتصادية تؤثر على جميع الصناعات، ولكن تأثيرها يختلف باختلاف نوعية الصناعة، فالتحليل الاقتصادي غير كافي لوحده فلا بد من القيام بالتحليل الصناعي لمعرفة تأثير المتغيرات الاقتصادية على كل صناعة، وبالتالي معرفة أثرها على أسعار الأوراق المالية، ويمكن تحديد الإطار الأساسي للتحليل الصناعي، وهو كالتالي:

أولاً: تحديد نوع الصناعة وتصنيفها:

تعني تحديد نوع الصناعة هو دراسة نوع الإنتاج الذي تقدمه الصناعة من حيث نمو الصناعة ومدى تأثيرها بالدورات التجارية، ويمكن تصنيف الصناعات بشكل عام على النحو التالي:

أ- الصناعات المتنامية: وهي الصناعات التي تنمو ويزداد نموها تدريجياً سنة بعد سنة، ويكون معدل نموها أعلى من معدل النمو الاقتصادي القومي ككل، وعادةً ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجي مثل في العشرينيات السيارات، والخمسينيات الأجهزة المرئية والثلاجات، وفي الثمانينيات العدسات اللاصقة، والتسعينيات أجهزة الحاسوب وتصميم أنظمة المعلومات، وفي الألفين أجهزة الهاتف النقال.

ب- الصناعات المرتبطة بالدورات: وهي الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية من رواج أو كساد، فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد، وتتخفف مع موجات الكساد، ومن الأمثلة على هذه الصناعات تلك التي تنتج السلع المعمرة والثلاجات والغسالات.

ج- الصناعات الدفاعية: وهي الصناعات التي تزدهر إذا ازدهر الاقتصاد غير أنها تنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد، ومن الأمثلة على هذه الصناعات تلك التي تنتج الأطعمة والدواء والكساء، حيث إن هذه الصناعات لا تتأثر كثيراً بتقلبات الاقتصاد.

د- الصناعات المتدهورة: وهي الصناعات التي تنمو بمعدل أقل من نمو الاقتصاد مثل صناعة الأدوات القديمة كالأواني النحاسية ومواقد الكيروسين.

ثانياً: تجميع البيانات والمعلومات عن الصناعة:

يجب على المحللين العمل على تجميع وتنظيم البيانات والمعلومات عن الصناعات المختلفة لغرض تكوين صورة شاملة للصناعات، والقيام بالتحليلات الاقتصادية، والتعرف على دورة حياة الصناعة، وتحليل المنافسة، وذلك من الجهات الرسمية والمهنية، ومن القطاع الذي تنتمي إليه الشركة موضوع الدراسة والتحليل، حيث تصدر هذه الجهات تقارير ونشرات بها بيانات ومعلومات عن القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وذلك للاسترشاد بها في تحديد عدد من المؤشرات المختلفة عن سوق تلك الصناعة ومعدلات نموها، وهامش ربحية الصناعة أي عدة مؤشرات يستطيع المحلل المالي عن طريقها تقييم الأداء، وذلك عن طريق مقارنة أداء الشركة بمؤشر الصناعة.

ثالثاً: الجوانب أو الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة:

أ- التحليل التاريخي للمبيعات: وهو عبارة عن دراسة نمو المبيعات من سنة إلى أخرى، وذلك من أجل التنبؤ بالمبيعات للسنوات القادمة، والهدف الأساسي هو إيجاد نمط المبيعات خلال سنوات سابقة من أجل تطبيق هذا النمط على السنوات القادمة، كما يساعد التحليل التاريخي للمبيعات في الوقوف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار، ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد، وذلك للتنبؤ بمبيعاتها التي تساعد على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن تحقيقها، والتي تساعدنا في تقييم الأوراق المالية.

ب- حجم الطلب وحجم العرض: لا بد من دراسة حجم الطلب على منتجات الصناعة وحجم العرض، حيث عن طريق الطلب والعرض يمكن تحديد بند (السعر × الكمية) المتوقع، والذي يساعدنا على تحديد الأرباح المتوقعة، والتي تعتبر الأساس في احتساب القيمة الحقيقية للورقة المالية.

ج- ظروف المنافسة: يجب على المحلل أن يدرس ظروف المنافسة داخل الصناعة، ومدى القدرة على دخول الصناعة، فسهولة الدخول للصناعة يفتح المجال لدخول منتجين جدد وتزداد المنافسة، وهو ما يترتب عليه زيادة كبيرة في المعروض السلعي وانخفاض في أسعار المنتج، مما يترتب على ذلك انخفاض الأرباح وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية للورقة المالية بالتبعية، أما إذا كانت الصناعة باستطاعتها تغطية الطلب، وهناك موانع تحد من دخول شركات منافسة، فذلك سوف يزيد من ربحيتها، وبالتالي ارتفاع القيمة الحقيقية للورقة المالية بالتبعية، وتتمثل الموانع التي تحد من دخول شركات جديدة عديدة من أهمها:

- تميز الإنتاج بمعنى أن المستثمرين يفضلون إنتاج المنشأة المكونة للصناعة أي له جودة عالية، لهذا يكون من الصعب للمنتج الجديد المنافسة أي اقتحام الصناعة، وذلك

لأن عليه تقديم منتج متميز بالجودة وبالسعر المناسب، وأن التكاليف عادةً ما تكون مرتفعة للمنشأة التي تحاول الاقتحام، وذلك لأنها عليها أنفاق مبالغ كبيرة للإعلان والترويج للمنتج.

- المزايا المتعلقة بالتكاليف: وهي عبارة عن قدرة المنشأة على الإنتاج بكلفة أقل من أي منشأة أخرى، ويكون ذلك في الحالات التالية:

* عندما تملك المنشأة براءة الاختراع بهذا النوع من الإنتاج.

* سهولة الحصول على الموارد المالية.

* عندما تملك المنشأة لمصادر الخامات الصناعية.

* مزايا اقتصاديات الحجم للمؤسسات في ظل الحجم الكبير من الإنتاج يمكن تخفيض التكاليف الثابتة للوحدة.

د- تأثير اللوائح الحكومية: إن كل الصناعات تخضع للوائح إلا أن بعضها يخضع للوائح بدرجة أكبر، مثل وضع الأسعار، وتعريف الخدمة، والضرائب، والرسوم، والصناعة التي تخضع للوائح الصارمة تحقق في كثير من الأحيان أرباح أقل، وبالتالي أسعار أوراها تكون أقل.

وإن للتدخل الحكومي في بعض الأحيان تأثيره السلبي على أسعار الأوراق المالية، إلا أن هناك تدخل له صفة الإيجابية، فقد تتدخل الحكومة لتقديم مساعدات مالية أو خصم ضريبي، أو تقديم قروض بأسعار فائدة تمييزية، أو فرض رسوم جمركية على السلع المستوردة المنافسة لتحقيق الحماية للصناعة المحلية، وذلك لتشجيع الاستثمار في قطاع معين كسياسة كيفية من قبل السلطة النقدية والسلطة المالية، وتنعكس تلك الإجراءات على أسعار الأوراق المالية للشركات التي تنتمي لتلك الصناعة بالارتفاع.

هـ- المتغيرات الاجتماعية: تؤثر المتغيرات الاجتماعية على الاقتصاد والصناعات من خلال التغيرات التي تنشئ على التركيبة السكانية وأسلوب المعيشة والقيم الاجتماعية، فهذه المتغيرات يمكن أن تؤثر على أنواع الصناعات والمنتجات، ولذلك يهتم المحللون الماليون بالإحصائيات السكانية والاتجاهات السكانية المختلفة لكل الأعمال، وتحديد تأثيراتها المحتملة على الصناعات.

كما يهتم المحللون الماليون بأسلوب المعيشة وأذواق المستهلكين، كما يهتم المحللون بتحليل القيم الاجتماعية والدينية والأخلاقيات السائدة في المجتمع، لأن لهذه الأمور تأثيرات مختلفة على الصناعة، وذلك من خلال تحديد كمية المبيعات المتوقعة.

رابعاً: أدوات تحليل ظروف الصناعة، ويتم ذلك كما يلي:

- تحليل دورة حياة الصناعة.

- التنبؤ بالطلب على المنتجات الصناعية.

- التنبؤ بمعدل نمو الربحية.

أ- تحليل دورة حياة الصناعة: تعتبر أداة تساعد في التنبؤ بمبيعات الصناعة وتتطور الصناعة (المنتج) بمرور الزمن، وتعتبر هذه واحدة من أدوات التحليل التي تأخذ في الحسبان العديد من الاعتبارات السابقة التي سبق الإشارة إليها، ولا تختلف دورة حياة الصناعة عن دورة حياة الإنسان، فدورة حياة الإنسان تمر بأربع مراحل هي الطفولة والمراهقة والنضوج والشيخوخة، يقابلها في الصناعة أربع مراحل مماثلة هي الظهور، والنمو السريع، والاستقرار ثم التراجع، وهذا ما يوضحه الشكل التالي، وبالطبع يستهدف المحلل من دورة حياة الصناعة تحديد المرحلة التي تنتمي لها كل صناعة، وذلك لأنها تساعد في تقدير مبيعات الصناعة، والمرحلة التي يكون بها سيولة زائدة وأجراء توزيعات أرباح أو احتجاز أرباح، وتتم دورة حياة الصناعة بالمرحل التالية:

- مرحلة الظهور: يقصد بمرحلة الظهور ولادة منتج جديد أو صناعة جديدة، وفي هذه المرحلة تكون المبيعات عند حدها الأدنى، أما بسبب عدم التأكد بشأن المنتج أو الانتظار لإدخال المزيد من التحسينات على المنتج، وفي هذه المرحلة أيضاً تنشط جهود البحوث والتطوير لتحسين المنتج، كما تتجه الصناعة إلى الدعاية والإعلان لتسويق المنتج الجديد، وعلى الرغم أن المنافسة عادةً ما تكون عند حدها الأدنى، إلا أن المنشأة قد تحقق خسائر.

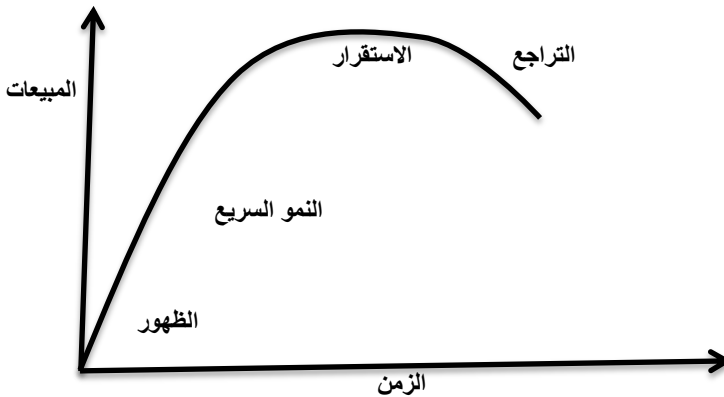
- مرحلة النمو السريع: في مرحلة النمو السريع تتزايد حجم المبيعات أي تنمو المبيعات بمعدل يزيد على نمو الاقتصاد القومي، وبذلك تتزايد الأرباح، إلا أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تمويل مزيداً من الاستثمار في الآلات والمعدات الجديدة لزيادة الإنتاج.

وفي هذه المرحلة يكون عدد الشركات محدود في هذه الصناعة، وتكون الأرباح مرتفعة، وهذا المستوى المرتفع من الأرباح سوف يجذب عدد من المنافسين، أي قرب نهاية هذه المرحلة تدخل شركات جديدة، فيزداد العرض وتنخفض الأسعار، وينخفض معها هامش الربح، ويبدأ معدل نمو المبيعات في الانخفاض.

- مرحلة الاستقرار: تمثل مرحلة الاستقرار نهاية سنوات النمو السريع في حجم مبيعات الصناعة، وفي هذه المرحلة يكون السوق في حالة تشبع تام ليصل معدل نمو المبيعات إلى مستوى يتساوى مع مستوى نمو الاقتصاد، وفي نهاية هذه المرحلة يتناقص حجم المبيعات، ويصبح النمو في المستقبل مرهون بأحداث معينة، مثل تغيير إيجابي في أذواق المستهلكين، أو نجاح الصناعة في دخول أسواق جديدة، ومن سمات هذه المرحلة أيضاً اشتداد المنافسة السعرية، مما يؤدي إلى انخفاض هامش الربح، وتتوفر للصناعة في هذه المرحلة قدراً لا بئس به من السيولة، والتي تحصلت عليها في مرحلة النمو السريع، وعادةً ما يستخدم جزء منها في إجراء توزيعات نقدية.

- مرحلة التراجع: في هذه المرحلة ينخفض عدد الوحدات المباعة، وذلك بسبب تعرض المنتج للتقادم نتيجة ظهور منتجات أخرى بديلة يتحول الطلب إليها، مما يؤدي إلى زيادة انخفاض هامش الربح، وفي هذه المرحلة تقل فرص الاستثمار المتاحة، ويتوافر للصناعة قدراً كبيراً من السيولة، ويبدأ المستثمر في التفكير في استثمارات بديلة، والدخول في دورة صناعة أخرى.

وهكذا يبدو أن تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يمكن المحلل من تصنيف الصناعات وفقاً للمرحلة التي تمر بها، ويساعد ذلك في التنبؤ بالمبيعات والأرباح، ويوضح الشكل التالي دورة حياة الصناعة وعلاقة المبيعات بالزمن.



شكل (3) يوضح دورة حياة الصناعة

ب- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، بهدف معرفة العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع).

ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد الذي يقضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (المتغير التابع) وبين العوامل المؤثرة عليه (المتغيرات المستقلة)، وهو ما يستلزم بطبيعة الحال توفر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات حتى آخر سنة، وفي ظل الأسلوب المذكور ستظهر العلاقة بين المتغير التابع، والمتغيرات المستقلة في صورة معادلة الانحدار الخطي المتعدد على النحو الموضح بالمعادلة:

$$ص = أ + ب1 س1 + ب2 س2 + ب ن س ن$$

حيث إن:

ص = تمثل حجم مبيعات الصناعة.

س ن = المتغيرات المستقلة.

أ = قيمة ثابتة

ب ن = معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة

وإذا كانت المعادلة المستخدمة هي الأساس في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، فإنها تمثل خطوة أساسية لتقدير المبيعات المتوقعة لكل شركة من شركات الصناعة، وذلك عند القيام بالتحليل على مستوى الشركات المعنية.

وتعتبر تقدير المبيعات من أهم التنبؤات فهي أهم بند في قائمة الدخل، وبمعرفتها يستطيع المحلل تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، والتي تعكس لنا القيمة الحقيقية للورقة المالية.

ج- التنبؤ بمعدل نمو الربحية: كما هو الحال بالنسبة لتحليل الطلب على منتجات الصناعة، يقتضي الأمر في البداية توفير بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني، وذلك لإيجاد نمط معين للأرباح السابقة، يساعدنا في معرفة اتجاهات الأرباح المستقبلية.

ويمكن عن طريق معالجة البيانات التاريخية التنبؤ بما ستكون عليه الربحية، وذلك عن طريق الاقتصاد القياسي باستخدام معادلة الانحدار الخطي المتعدد، وباعتبار الربحية متغير تابع والمتغيرات التي تؤثر على معدل نمو الربحية متغيرات مستقلة، فيمكن التنبؤ بالربحية عن طريق تحليل المعادلات وبعض الأساليب التي تستخدم في عملية التنبؤ، ولا ينبغي على المحلل الاعتماد على الأرقام التاريخية فقط بل ينبغي أن يكون له رؤيته الخاصة عن مستقبل الصناعة على ضوء دورة حياة الصناعة، ومستوى المنافسة، والظروف الاقتصادية، وحجم الطلب والعرض.

3- التحليل الأساسي لظروف الشركة

هي المرحلة الختامية في التحليل الأساسي للأوراق المالية، وتتضمن تحليل القوائم المالية للشركة والمتمثلة في قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) وقائمة نتائج الأعمال (قائمة الدخل)، وذلك باستخدام بعض المؤشرات والنسب المالية للتعرف على المركز المالي للشركة.

والتحليل المالي لا يقتصر على استخدام البيانات والمعلومات لتقييم الأداء الماضي فحسب، وإنما يمتد ليشمل المساعدة في التخطيط والتنبؤ بالقوائم المالية التقديرية المتمثلة في قائمة التدفقات النقدية، وقائمة الدخل التقديرية، وقائمة المركز المالي التقديرية، لأن ذلك يساعد المحلل المالي في التعرف على نقاط القوة والضعف في المركز المالي للشركة، كما يساعد على إعطاء صورة واضحة على المركز المالي للشركة ونموها، ويعتبر التحليل والتنبؤ المالي من أهم الأنشطة التي تساعد المحلل المالي في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، أي التنبؤ بالأرباح التي يمكن أن تحققها الشركة في المستقبل، وذلك لأنها الأساس في تقدير القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

ويمكن تناول تحليل ظروف الشركة باستخدام مجموعة متنوعة من أدوات التحليل والتنبؤ المالي، وذلك للتعرف على المركز المالي الحالي والمستقبلي للشركة وتدفقاتها النقدية الحالية والمستقبلية، ويمكن تبويب أدوات التحليل والتنبؤ المالي كما يلي:

أولاً: التحليل المالي باستخدام النسب المالية

- 1- نسب السيولة
- 2- نسب النشاط
- 3- نسب الاقتراض
- 4- نسب التغطية
- 5- نسب الربحية
- 6- نسب السوق

ثانياً: التنبؤ المالي

1- التنبؤ بالمبيعات

2- القوائم المالية التقديرية

ثالثاً: تقييم الأوراق المالية

1- تقييم الأسهم العادية

2- تقييم الأسهم الممتازة

3- تقييم السندات

أولاً: التحليل المالي باستخدام النسب المالية:

التحليل المالي باستخدام النسب المالية يستخدم لمعرفة المركز المالي للشركة وتقييمها ضمن القطاع أو الصناعة التي تعمل فيها، وذلك بتحليل القوائم المالية الحالية والقوائم المالية التقديرية باستخدام مجموعة من النسب أو المؤشرات المالية، وتعتبر النسب المالية عن العلاقة بين متغيرين أو بنديين تربطهما علاقات أو خواص مشتركة لدراسة حالة معينة، ويتم ذلك بقسمة أحدهما على الآخر، وأن أحد شروط التحليل المالي هو تحليل القوائم المالية على مدار عدد من السنوات حتى يفيد في الحكم على المركز المالي للشركة.

وإن أهمية النسب محدود إذا لم يتم مقارنتها بنسب أخرى مماثلة تدعى النسب المعيارية أو نسب الصناعة، كما يتم مقارنة النسب المالية بمثيلها في السنوات الماضية، ومن خلال هذه المقارنة نستطيع معرفة المركز المالي للشركة وتقييمها ضمن القطاع أو الصناعة التي تعمل فيها، ومدى قدرة الشركة على تحقيق أهدافها (الربحية والسيولة والأمان) ومواجهة التزاماتها، وتساعد نتائج التحليل على اتخاذ القرار الاستثماري بشراء أو بيع الأوراق المالية الخاصة بالشركة.

ولا بد من التأكد من صحة ودقة القوائم المالية حتى يمكن الاعتماد بنتائج التحليل، هذا فضلاً عن التأكد من أن تلك القوائم قد تم اعتمادها بواسطة محاسب قانوني، حتى تكون ذات دلالة وقيمة عند احتساب النسب المالية، وعلى الرغم من تنوع وتعدد النسب المالية إلا أنه يمكننا تصنيف هذه النسب إلى خمس مجموعات:

1- نسب السيولة: تقيس نسب السيولة مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) بما لديها من (أصول متداولة) أي أصول نقدية وشبه نقدية يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبياً، ومن أهم هذه النسب هي:

أ- نسبة التداول: هي مؤشر لمدى قدرة الشركة على سداد الخصوم المتداولة من الأصول المتداولة.

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

ب- نسبة التداول السريعة: وهي عبارة عن نسبة الأصول سريعة التحويل إلى نقدية، وتضم مجموع الأصول المتداولة مطروحاً منها المخزون السلعي على الخصوم

المتداولة، وذلك لأن المخزون السلعي يحتاج لفترة زمنية حتى يمكن بيعه وتحصيل قيمته.

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة - المخزون السلعي}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

ج- نسبة النقدية وشبه النقدية: إذا كان الحسابات المدينة والمخزون يصعب تحويله إلى نقدية، حينئذ تصبح نسبة النقدية وشبه النقدية مقياساً مقبولاً للسيولة، وهي عبارة عن خارج قسمة النقدية والأصول شبه النقدية المتمثلة في الأوراق المالية قصيرة الأجل على الخصوم المتداولة.

$$\text{نسبة النقدية وشبه النقدية} = \frac{\text{نقدية} + \text{استثمارات قصيرة الأجل (شبه نقدية)}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

$$= \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة - المخزون السلعي - الذمم المدينة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

د- سيولة الذمم: سيولة الذمم يمكن قياسها بحساب متوسط فترة التحصيل، وهي الفترة الزمنية التي تمضي منذ إتمام صفقة البيع حتى تحصيل قيمة الفاتورة.

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{رصيد الذمم} \times 360}{\text{المبيعات الأجلة}}$$

ويتم مقارنة هذه النسبة مع متوسط فترة السداد، وهي الفترة التي تمضي منذ قيام العميل بالشراء حتى قيامه بالسداد، وذلك لمعرفة مدى المواءمة بين متوسط فترة التحصيل ومتوسط فترة السداد، ولتقييم السياسات البيعية والتسويقية وسياسات الشراء، وتكون السياسات كفوة عندما يكون متوسط فترة التحصيل أقل من متوسط فترة السداد.

$$\text{متوسط فترة السداد} = \frac{\text{الدائنون} \times 360}{\text{المشتريات الأجلة}}$$

هـ- سيولة المخزون: يمكن قياس سيولة المخزون بإيجاد متوسط الفترة التي تمضي منذ دخول البضاعة للمخازن حتى تحصيل قيمتها، ويمكن تجزئة تلك الفترة إلى فترتين الأولى هي متوسط فترة التخزين، وتمثل متوسط فترة بقاء البضاعة في المخازن حتى يتم بيعها، والثانية تمثل متوسط الفترة التي تمضي منذ بيع البضاعة حتى تحصيل قيمتها، والتي سبق أن أطلقنا عليها متوسط فترة التحصيل، وبالنسبة لمتوسط فترة التخزين يتم احتسابها وفق الآتي:

$$\text{متوسط فترة التخزين} = \frac{\text{رصيد المخزون} \times 360}{\text{المبيعات}}$$

إذا كانت المبيعات تتم على أساس نقدي فلن توجد متوسط فترة تحصيل، وتصبح سيولة المخزون تساوي متوسط فترة التخزين، أما إذا كانت المبيعات على الحساب فإن متوسط فترة التخزين لن تصلح كمقياس لسيولة المخزون، إذ ينبغي أن تضاف إليها متوسط فترة التحصيل كالآتي:

$$\text{سيولة المخزون} = \text{متوسط فترة التخزين} + \text{متوسط فترة التحصيل}$$

و- نسبة النقدية: هي مؤشر لمدى قدرة الشركة على سداد الخصوم المتداولة من الرصيد النقدي.

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

2- نسب النشاط: تقيس نسب النشاط مدى كفاءة الإدارة في توليد المبيعات من الأصول، أي تقيس مدى الكفاءة في إدارة الأصول، وتعتبر مؤشراً عما إذا كان الاستثمار في الأصول أقل أو أكثر من اللازم، أي إذا كان ملائماً بحيث يحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة في أقل فترة زمنية، بحيث يحقق الهدف الرئيسي للشركة، وهو تعظيم ثروة الملاك (تحقيق الأرباح) أي زيادة القيمة السوقية للأسهم، وهناك مجموعة من النسب تقيس كفاءة النشاط من أهمها:

أ- معدل دوران الأصول المتداولة: ويعتبر هذا المعدل مؤشراً لمدى الكفاءة في إدارة هذا النوع من الأصول وتوليد المبيعات منه.

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول المتداولة}}$$

ب- معدل دوران الأصول الثابتة: يعتبر هذا المعدل مؤشراً لمدى الكفاءة في إدارة تلك الأصول، وكلما زادت هذه النسبة كلما دل ذلك على شدة استغلال الشركة للأصول الثابتة أو أصولها الرأسمالية، ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

ج- معدل دوران إجمالي الأصول: وهي تقيس مدى كفاءة الإدارة في إدارة تلك الأصول.

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

3- نسب الاقتراض: تقيس نسب الاقتراض مدى اعتماد الشركة في تمويل أصولها من القروض سوى المباشرة أو الغير المباشرة (السندات) أو اعتمادها في التمويل على مواردها الذاتية من أموال الملاك (الأسهم)، وزيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل احتياجات أو أصول الشركة، وإن كان يؤدي إلى تحقيق المزيد من الوافرات الضريبية، على اعتبار أن فوائد القروض تعتبر من المصروفات تخصم من الربح قبل الضريبة، وكذلك قلة تكلفتها مقارنة بمصادر التمويل الأخرى (إصدار الأسهم)، إلا أنها تؤدي إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها الشركة، وذلك لأن زيادة الاقتراض المباشر من المصارف أو غير المباشر عن طريق إصدار السندات تؤدي إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها الشركة، لأن زيادة الاقتراض تعني زيادة الفوائد المستحقة، أي زيادة مخاطر الرفع المالي، كما تعني تدبير قدر أكبر من الأموال لسداد قيمة القروض أو السندات عندما يحل موعد استحقاقها، وإذا فشلت الشركة في الوفاء بتلك الالتزامات فإن الأمر قد ينتهي بإعلان إفلاسها، ويمكن قياس نسبة الاقتراض وفق الآتي:

أ- نسبة الالتزامات (الخصوم القصيرة الأجل والطويلة الأجل) إلى مجموع الأصول: تعطي هذه النسبة مؤشراً للمدى الذي ذهبت إليه الشركة في تمويل أصولها من أموال الغير، فارتفاع نسبة الالتزامات تعني ارتفاع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة نتيجة احتمال التعثر في سداد قيمة الالتزامات والفوائد المترتبة عليها عندما يحل موعد استحقاقها.

$$\text{نسبة الالتزامات} = \frac{\text{مجموع الالتزامات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

$$\text{نسبة الالتزامات} = \frac{\text{مجموع الخصوم القصيرة الأجل} + \text{مجموع الخصوم الطويلة الأجل}}{\text{مجموع الأصول}}$$

4- نسب التغطية: تهدف نسب التغطية إلى قياس مدى قدرة الشركة على سداد الأعباء المالية الثابتة من الدخل المتاح، ومن أمثلة الأعباء المالية الثابتة تكاليف التشغيل الثابتة (الإيجارات والأجور المستحقة) والتكاليف المالية الثابتة (فوائد الديون وأقساط سداد القروض والسندات)، وهذه النسب تعد مؤشراً للمخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة، فعدم قدرة الشركة على تغطية هذه الأعباء قد يعرضها للإفلاس، ومن ثم لها أهمية خاصة للملاك والمقرضين إلى جانب أهميتها للإدارة، ويتم احتسابها وفق الآتي:

$$\text{معدل تغطية تكاليف التشغيل الثابتة} = \frac{\text{مجمول الربح}}{\text{تكاليف التشغيل الثابتة}}$$

$$\text{معدل تغطية التكاليف المالية الثابتة} = \frac{\text{مجمول ربح التشغيل}}{\text{فوائد الديون المستحقة}}$$

5- **نسب الربحية:** تعطي نسب الربحية مؤشر على مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من المبيعات أو من الأصول المتاحة، فالأرباح التي تحققها الشركة تعتبر من أهم المتغيرات التي تؤثر على مركزها المالي، وسوف يتم تقسيم هذه النسب إلى مجموعتين:

1- المجموعة الأولى: تتناول العلاقة بين الربحية والمبيعات، وتقيس مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من المبيعات.

$$\text{أ- هامش مجمل الربح} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{المبيعات}} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{المبيعات}}$$

ب- هامش مجمل ربح التشغيل: تعتبر هذه النسبة أكثر شمولاً من النسبة السابقة إذ إنها لا تقيس فقط مدى الكفاءة في التعامل مع تكلفة المبيعات بل تمتد لتشمل قياس الكفاءة في التعامل مع جميع عناصر التكاليف التي ترتبط بالتشغيل.

$$\text{هامش مجمل ربح التشغيل} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة} - \text{تكاليف التشغيل}}{\text{المبيعات}}$$

$$= \frac{\text{مجمّل ربح التشغيل}}{\text{المبيعات}}$$

ج- هامش صافي الربح: توضح هذه النسبة المدى الذي يمكن أن ينخفضه الربح المتولد قبل أن تتعرض الشركة لخسائر فعلية.

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}}$$

2- المجموعة الثانية: تتناول العلاقة بين الربحية والأصول المتاحة، وهي تقيس مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من الأصول المتاحة والأموال المستثمرة.

أ- القوة الإيرادية: وهي تقيس مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من الأصول المشتركة في العمليات (جميع الأصول عدا الأصول المؤجرة للغير والعاطلة والأصول التي تمثل استثمارات فرعية لا ترتبط بالعمليات كالأستثمار في الأوراق المالية).

$$\text{القوة الإيرادية} = \frac{\text{مجمّل ربح التشغيل}}{\text{صافي الأصول المشتركة في العمليات}}$$

ب- نسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول: يطلق على هذه النسبة معدل العائد على الاستثمار، وهذا المعيار يقيس ربحية الأصول، ويعتبر مقياساً لمدى فاعلية الإدارة في توليد الأرباح من الأصول المتاحة.

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

ج- معدل العائد على حقوق الملكية: يقيس معدل العائد على الأموال المستثمرة بواسطة الملاك.

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

6- نسب السوق: تعرف بنسب السوق لأنه يهتم بها المتعاملون المستثمرون بالسوق المالي، ويمكن الحصول عليها بمجرد الاتصال بالسمسار وبالمحللين الماليين الذين يقدمون الخدمات المالية والاستشارات المالية، وأيضاً هيئة السوق تشترط على الشركات المدرجة بالإفصاح المعلوماتي والمحاسبي لهذه النسب، بحيث يمكن للمتعاملين الاطلاع عليها لأنها تعكس الوضع المالي للشركة، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلي:

أولاً: المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل الأسهم:

1- حصة السهم العادي من الأرباح: يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السهم العادي، ونظراً لأهميته بالنسبة للمستثمرين في أسواق المال، أهتمت لجنة معايير المحاسبة الدولية بربحية السهم، حيث أصدرت المعيار المحاسبي رقم (33) الخاص بربحية السهم، ويتطلب هذا المعيار الإفصاح على حصة السهم من الأرباح بقائمة الدخل.

$$\text{حصة السهم العادي من الأرباح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح الموزون لعدد الأسهم العادية}}$$

حيث يقصد بالمتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية هو عدد الأسهم المصدرة والمدفوعة القيمة في أول الفترة مضافاً إليها عدد الأسهم المصدرة خلال الفترة إن وجدت مرجحة بالمدة من تاريخ الإصدار حتى نهاية السنة المالية.

2- حصة السهم العادي من التوزيعات: تحدد هذه الحصة بعد طرح حصة الأسهم الممتازة من الأرباح المعلن عن توزيعها، وذلك من خلال المعادلة التالية:

التوزيعات المعلن عنها
حصّة السهم العادي من التوزيعات = $\frac{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ أعداد الميزانية}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ أعداد الميزانية}}$

والأرباح الموزعة هي ذلك الجزء من الأرباح التي توزع على المساهمين تعويضاً عن استثمارهم في أسهم الشركة، والتي يتم تحديدها من قبل المساهمين في الجمعية العمومية في نهاية كل سنة، أما الجزء المتبقي من الأرباح المحققة فيتم احتجازه ليعاد استثماره كحقوق للمساهمين في الشركة، ويمكن أن يتم توزيعه في سنوات مقبلة، وذلك حسب ما يقرره المساهمين في الجمعية العمومية.

3- عائد السهم العادي من التوزيعات (غلة التوزيعات): ويعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستثمار في السهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى.

ويتوقف قبول المستثمر لنتائج تلك النسبة على الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، فمثلاً لو أن المستثمر يعتمد على التوزيعات لتغطية أعباء معيشتة، عندئذ سوف يفضل توجيه مخصصات استثماره إلى شراء الأسهم التي تنسم بارتفاع المردود (غلة التوزيعات)، ويتم احتساب هذا المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$\text{عائد السهم العادي من التوزيعات} = \frac{\text{حصّة السهم من التوزيعات}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

4- نسبة السعر إلى الربحية (مضاعف الربحية): يلاقي هذا المؤشر اهتماماً كبيراً من محلي الأسواق المالية إذ يستخدم لتقييم الأسهم، وبالتالي يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، حيث إن زيادة الربحية يؤدي إلى زيادة القيمة الحقيقية للسهم، وبالتالي يفيدنا هذا المؤشر في التنبؤ بحركة الأسعار.

فكلما ارتفع مضاعف ربحية سهم معين عن النسبة المعيارية للسوق (أي ارتفع عدد مرات الربح المتوقع ليرد المستثمر القيمة السوقية للسهم) كان ذلك دليلاً على احتمال حدوث انخفاض حاد في سعر السهم، والعكس صحيح، ويتم احتساب هذا المؤشر وفق المعادلة التالية:

$$\text{نسبة السعر إلى الربحية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{حصّة السهم العادي من الأرباح}}$$

فكلما ارتفع هذا المؤشر كان ذلك دليلاً على انخفاض ثقة المستثمرين بالسهم، وبالتالي انخفاض الطلب، وبالتالي انخفاض سعره السوقي.

5- القيمة الدفترية للسهم العادي: ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر قبل اتخاذ قرار بيع السهم، فهي تمثل الحد الأدنى الذي يجب ألا يقل عنه السعر السوقي للسهم، وتحدد بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{إجمالي الأصول - إجمالي الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{حقوق الملكية - الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ولا بد من الإشارة إنه في بداية نشأة الشركة القيمة الاسمية تساوي القيمة الدفترية، ولكن بعد نهاية كل سنة مالية يتم خصم نسبة من الأرباح كاحتياطي قانوني وفق القوانين والتشريعات، وكاحتياطي اختياري وأرباح محتجزة وفق ما يقرره المساهمين في الجمعية العمومية، أي القيمة الدفترية تعكس درجة النمو التي تحقها الشركة في الاحتياطي والأرباح المحتجزة.

6- القيمة الدفترية / السعر السوقي: مؤشر القيمة الدفترية إلى السعر السوقي هو مقارنة قيمة الشركة في الدفاتر مع سعرها في السوق، وتبين نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى سعره السوقي عدد مرات تغطية القيمة الدفترية للسعر السوقي، وأن ارتفاع قيمة هذا المؤشر عن الواحد الصحيح يعكس نظرة المستثمرين الإيجابية للشركة، وبأن هناك فرص استثمارية لزيادة الربحية ومعدل العائد على الأموال المستثمرة، فارتفاع قيمة المؤشر تدل على أنها أسهم مرتفعة الأداء في حين يدل انخفاض قيمة هذا المؤشر على ضعف مستوى الأداء، ويساعد هذا المؤشر في تحديد اتجاه أداء السهم صاعداً أو هابطاً.

7- عائد السهم الإجمالي: ويقاس هذا المؤشر معدل العائد الإجمالي الذي يتحصل عليه حامل السهم، فالمستثمر في السوق المالي يتحصل على الربح النقدي نتيجة التوزيعات من الشركة المصدرة للسهم، ويتحصل على الربح الرأسمالي نتيجة المضاربة في سوق الأوراق المالية وهو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، ويتحدد عائد السهم الإجمالي بالمعادلة التالية:

$$\text{عائد السهم الإجمالي} = \frac{\text{القيمة الإجمالية لعائد السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

$$= \frac{\text{التوزيعات} + \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$$

8- معدل دوران السهم: ويقاس مدى الإقبال على السهم في السوق المالي متمثلاً بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم في السوق المالي، ويتحدد هذا المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة في السوق من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ أعداد الميزانية}}$$

ثانياً: المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل السندات

1- كوبون السند: يقصد بكوبون السند العائد السنوي الذي يحققه المستثمر من كل سند ويسدد الكوبون لحامل السند أما على أساس سنوي أو على أساس نصف سنوي.

2- عائد (مردود) السند: وهو مؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية البدائل الاستثمارية الأخرى، وذلك ضمن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، وبذلك يصبح عائد السند مناظراً لعائد السهم (غلة التوزيعات).

ويمكن قياس عائد السند في عدة صور على النحو التالي:

- العائد الاسمي: ويمثل الدخل السنوي للسند منسوباً لقيمته الاسمية.

$$\text{العائد الاسمي} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$$

- العائد السوقي للسند: ويمثل الكوبون السنوي للسند منسوباً لسعره السوقي.

$$\text{العائد السوقي} = \frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}}$$

3- عائد السند الإجمالي: وينظر هذا المؤشر عائد السهم الإجمالي، ويقصد به العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السند، وذلك بدلالة الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحادث في سعره السوقي، ويتم احتسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد الإجمالي للسند} = \frac{\text{العائد الإجمالي للسند}}{\text{سعر شراء السند}}$$

$$\text{العائد الإجمالي للسند} = \frac{\text{قيمة الكوبون} + \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$$

4- معدل تغطية الفوائد بالأرباح: وتحتسب بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{مجموع ربح التشغيل}}{\text{الفوائد}}$$

إذا كان أكبر من الواحد الصحيح يدل هذا على أن الشركة مصدره السند لديها دخل كاف لسداد الفوائد، وبالتالي يقل احتمال تعرضها لمخاطر عدم السداد.

5- العائد المتوقع للسند: يعتبر هذا المؤشر الأكثر أهمية في تقدير ربحية السند لأنه يقاس بعد الأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند.

أي الكوبون السنوي الذي سيحققه حامل السند بافتراض أنه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافاً إليه القيمة المستردة (الاسمية) للسند بتاريخ الاستحقاق.

لذا يطلق البعض على هذا المؤشر مصطلح العائد لحين الاستحقاق، وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت قيمتها الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم.

ويتم احتساب العائد المتوقع من السند باستخدام المعادلة التالية :

$$\text{العائد المتوقع للسند} = \frac{\text{كوبون السند} + \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{سعر الشراء}}{\text{أجل السند}}}{\frac{\text{القيمة الاسمية} + \text{سعر الشراء}}{2}}$$

مثال: فيما يلي ميزانيتين عموميتين لسنتين متتاليتين وقائمة الدخل عن السنة المنتهية في نفس التاريخ، المطلوب تحليل المركز المالي للشركة باستخدام النسب المالية.

الأصول	السنة 1	السنة 2	الخصوم	السنة 1	السنة 2
نقدية	1600	1500	دائنون	3000	3000
مدينون	10000	12500	أوراق دفع	2000	3800
مخزون سلعي	12000	12600	مصروفات مستحقة	3600	3400
أوراق مالية	5000	5000	تأمينات من الغير	1500	1500
مصروفات مدفوعة مقدما	1000	1000	مجموع الخصوم المتداولة	10100	11700
مجموع الأصول المتداولة	29600	32600	قروض طويلة الأجل	9500	9000
أراضي	3000	3000	سندات	2500	3500
مباني	4000	5000	مجموع الخصوم طويلة الأجل	12000	12500
الآت ومعدات	8500	8600	رأس المال	8000	8000
إجمالي الأصول الثابتة	15500	16600	أرباح محتجزة	8500	10000
الإهلاك المتجمع	(6500)	(7000)	مجموع حقوق الملكية	16500	18000
صافي الأصول الثابتة	9000	9600			
مجموع الأصول	38600	42200	مجموع الخصوم	38600	42200

قائمة الدخل:

المبيعات	62000
- تكلفة البضاعة المباعة	<u>35000</u>
مجمول الربح	27000
- تكلفة التشغيل:	
مصروفات بيعية	5000
قسط الإهلاك	500
مصروفات الإدارة	9500
إيجارات	<u>8000</u>
مجمول ربح التشغيل	4000
+ أرباح وفوائد أوراق مالية	<u>500</u>
صافي الربح قبل الفوائد والضريبة	4500
- فوائد الديون	<u>(1000)</u>
صافي الربح قبل الضريبة	3500
- الضرائب (30%)	<u>(1050)</u>
صافي الربح بعد الضريبة	2450

الحل:

أولاً: نسب السيولة

$$1- \text{نسبة التداول} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

$$\text{نسبة التداول} = \frac{31100}{10900} = \frac{\frac{32600 + 29600}{2}}{\frac{11700 + 10100}{2}} = 2.85 \text{ مرة} \quad 1:2.85$$

وهذا يعني أن كل 1 دينار من الخصوم المتداولة يقف في مقابله 2.85 دينار من الأصول المتداولة.

$$2- \text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة - المخزون السلعي}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{31100 - \frac{12600 + 12000}{2}}{10900} = \frac{12300 - 31100}{10900} = 1.72 \text{ مرة} \quad 1:1.72$$

وهذا يعني أن كل 1 دينار من الخصوم المتداولة يقف في مقابله 1.72 دينار من الأصول السريعة التحول إلى نقدية.

$$3- \text{نسبة النقدية وشبه النقدية} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة - المخزون السلعي - النعم}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة}}$$

$$\text{نسبة النقدية وشبه النقدية} = \frac{12300 - 31100 - \frac{12500 + 10000}{2}}{10900}$$

$$0.692 \text{ مرة} \quad 1:0.69$$

وهذا يعني أن كل 1 دينار من الخصوم المتداولة يقف في مقابله 0.692 من الأصول النقدية وشبه النقدية.

ثانياً: نسب النشاط

$$1- \text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{62000}{\frac{32600+29600}{2}} = \frac{62000}{31100} = 1.99 \text{ مرة}$$

وهذا يعني أن كل 1 دينار مستثمر في الأصول المتداولة قادرة على توليد المبيعات بمقدار 1.99 دينار.

$$2- \text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{62000}{\frac{9600+9000}{2}} = \frac{62000}{9300} = 6.66 \text{ مرة}$$

وهذا يعني أن كل 1 دينار مستثمر في الأصول الثابتة قادرة على توليد مبيعات مقدارها 6.66 دينار.

$$3- \text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \frac{62000}{\frac{42200 + 38600}{2}}$$

$$= \frac{62000}{40400} = 1.53 \text{ مرة}$$

وهذا يعني أن كل 1 دينار مستثمر في الأصول قادرة على توليد مبيعات مقدارها 1.53 دينار.

ثالثاً: نسب الاقتراض

$$أ- \text{نسب القروض إلى مجموع الأصول} = \frac{\text{مجموع قروض قصيرة الأجل} + \text{مجموع قروض طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$\text{نسب القروض إلى مجموع الأصول} = \frac{\frac{12500 + 12000}{2} + \frac{11700 + 10100}{2}}{\frac{42200 + 38600}{2}}$$

$$\text{نسب القروض إلى مجموع الأصول} = \frac{12250 + 10900}{40400} = 0.57$$

$$= 0.57 = 0.30 + 0.269$$

وهذا يعني أن 57% من إجمال الأصول ممول عن طريق القروض، أما الباقي وقدره 43% تم تمويله بواسطة الملاك (حقوق الملكية).

رابعاً: نسب الربحية

1- نسب الربحية إلى المبيعات:

$$\text{أ- هامش مجمل الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{المبيعات}}$$

$$0.43 = \frac{27000}{62000} = \text{هامش مجمل الربح}$$

وهذا يعني أنه كل دينار من المبيعات قادر على توليد مجمل ربح بمعدل 43% .

$$\text{ب- هامش مجمل ربح التشغيل} = \frac{\text{مجمّل ربح التشغيل}}{\text{المبيعات}}$$

$$0.06 = \frac{4000}{62000} = \text{هامش ربح التشغيل}$$

وهذا يعني أنه كل دينار من المبيعات قادر على توليد ربح من التشغيل بمعدل 6% .

$$\text{ج- هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$0.039 = \frac{2450}{62000} = \text{هامش صافي الربح}$$

وهذا يعني إنه كل دينار من المبيعات قادر على توليد صافي ربح بعد الضريبة بمعدل 4% .

2- نسب الربحية إلى الأصول المتاحة:

$$\text{أ- القوة الإيرادية} = \frac{\text{مجمّل ربح التشغيل}}{\text{صافي الأصول المشتركة في العمليات}}$$

صافي الأصول المشتركة في العمليات = صافي الأصول - الأصول المؤجرة - استثمارات الأوراق المالية.

$$0.11 = \frac{4000}{35400} = \frac{4000}{\frac{5000 - 42200 + 5000 - 38600}{2}} = \text{القوة الإيرادية}$$

وهذا يعني أن كل دينار مستثمر في الأصول المشتركة في العمليات قادر على توليد ربح من العمليات بمعدل 11% .

ب- معدل العائد على حقوق الملكية = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$

$$0.14 = \frac{2450}{17250} = \frac{2450}{\frac{18000 + 16500}{2}} = \text{معدل العائد على حقوق الملكية}$$

وهذا يعني أن كل دينار من أموال الأملاك (حقوق الملكية) قادر على توليد أرباح بمعدل 14% .

ج- معدل العائد على الاستثمار = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي الأصول}}$

$$0.06 = \frac{2450}{40400} = \frac{2450}{\frac{42200 + 38600}{2}} = \text{معدل العائد على الاستثمار}$$

وهذا يعني أن كل دينار من الأصول قادر على توليد أرباح بمعدل 6% .

مثال: فيما يلي بيانات مستخرجة من السجلات المحاسبية لشركة مساهمة في 31-12-2021 م .

- حقوق الملكية:

10 مليون رأس المال (1 مليون سهم عادي قيمة اسمية للسهم 10 دينار)

3 مليون احتياطات

1 مليون أرباح محتجزة

14 مليون

- صافي الربح بعد الضريبة 4 مليون، وقد قررت الجمعية العمومية توزيع 2 مليون دينار.

- السعر السوقي للسهم 15 دينار في بداية عام 2021م بينما كان في نهاية 2021م 20 دينار.

- بلغ عدد مرات تداول الأسهم المتداولة من أسهم الشركة في السوق المالي خلال العام 10 مليون.

- عدد الأسهم العادية من رأس مال الشركة في بداية عام 2021م بلغ 800 ألف سهم وقد أصدرت الشركة 200 ألف سهم لزيادة رأس مال الشركة في 30-6-2021م.

المطلوب: تحليل أسهم الشركة باستخدام نسب السوق.

الحل:

- حصة السهم العادي من الأرباح = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المتوسط المرجح الموزون لعدد الأسهم العادية}}$

$$\text{حصة السهم العادي من الأرباح} = \frac{4000,000}{\frac{6}{12} \times 200,000 + \frac{12}{12} \times 800,000} = 4.44 \text{ دينار للسهم}$$

- حصة السهم العادي من التوزيعات = $\frac{\text{التوزيعات المعلن عنها}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ أعداد الميزانية}}$

$$\text{حصة السهم العادي من التوزيعات} = \frac{2000,000}{1000,000} = 2 \text{ دينار للسهم}$$

- عائد السهم العادي من التوزيعات (غلة التوزيعات) = $\frac{\text{حصة السهم من التوزيعات}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$

$$\%10 = 0.1 = \frac{2}{20} = \text{عائد السهم العادي من التوزيعات (غلة التوزيعات)}$$

- نسبة السعر إلى الربحية (مضاعف الربحية) = $\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{حصة السهم العادي من الأرباح}}$

$$\text{نسبة السعر إلى الربحية (مضاعف الربحية)} = \frac{20}{4.44} = 4.50 \text{ مرة}$$

- القيمة الدفترية للسهم العادي = $\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ إعداد الميزانية}}$

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{14,000,000}{1,000,000} = 14 \text{ دينار للسهم}$$

- عائد السهم الإجمالي = $\frac{\text{القيمة الإجمالية لعائد السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$

$$= \frac{\text{التوزيعات} + \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$$

$$\%46 = 0.46 = \frac{15 - 20 + 2}{15} = \text{عائد السهم الإجمالي}$$

- معدل دوران السهم = $\frac{\text{عدد الأسهم المتداولة في السوق من السهم خلال العام}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة بتاريخ إعداد الميزانية}}$

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{10000000}{1000000} = 10 \text{ مرة}$$

مثال: يدير أحد المستثمرين محفظة للسندات، وفيما يلي بيانات متوفرة عنها:

1- القيمة الاسمية للسند 100 دينار.

2- معدل الفائدة على السندات 10% سنوي.

3- أجل السند 20 سنة.

4- سعر السوق الجاري للسند 90 دينار.

المطلوب:

1- تحديد قيمة الكوبون السنوي للسند.

2- تحديد العائد الاسمي والعائد السوقي.

3- بافتراض أن المستثمر قد اشترى السند بسعر 88 دينار حدد العائد المتوقع.

الحل:

1- الكوبون السنوي للسند = القيمة الاسمية \times معدل فائدة السند

$$\text{الكوبون السنوي للسند} = \frac{10}{100} \times 100 = 10 \text{ دينار}$$

2- العائد الاسمي = $\frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}}$

$$\text{العائد الاسمي} = \frac{10}{100} = 0.1 = 10\%$$

العائد السوقي = $\frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}}$

$$\text{العائد السوقي} = \frac{10}{90} = 0.11 = 11\%$$

$$\text{العائد المتوقع للسند} = \frac{\frac{88 - 100}{2} + 10}{\frac{88 + 100}{2}} = 11.27 = 11.27\%$$

ثانياً: التنبؤات المالية

تعتبر القوائم المالية التقديرية من أهم أدوات التنبؤ المالي على ما سيكون عليه المركز المالي للشركة وربحيتها في المستقبل.

وتعتبر المبيعات المتوقعة من أهم المدخلات الأساسية عند أعداد أي قائمة تقديرية، ويتم التقدير أو التنبؤ بالمبيعات عن طريق تحليل مؤشرات اقتصادية كلية، ومؤشرات للصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وتحليل ظروف الشركة نفسها، فذلك التحليل يساعدنا في التنبؤ بالمبيعات التي تعتبر المدخل الأساسي في أعداد القوائم المتوقعة، والتي تساعد المحلل المالي بتقدير التدفقات النقدية المتوقعة أي الربحية الرأسمالية والربحية النقدية (التوزيعات) وهي الأساس في تقييم الأوراق المالية.

وهناك مجموعة من أدوات التنبؤ التي تساعد المحلل المالي في تقدير التدفقات النقدية، وبالتالي تساعد في تقدير القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وهناك العديد من أدوات التنبؤ إلا أن أهمها ما يلي:

1- التنبؤ بالمبيعات:

ويصعب اتخاذ أي قرار استثماري سليم لإنشاء أي مشروع دون دراسة علمية دقيقة للتنبؤ بالمبيعات المتوقعة باعتبارها أساس ما يلي:

- تحديد الطاقات الإنتاجية اللازمة لتقدير المبيعات المتوقعة، وما يرتبط بذلك من تحديد حجم وطاقة خطوط الإنتاج اللازمة، وتقديرات دورة التشغيل ورأس المال العامل اللازم للتشغيل، وعدد ساعات العمل اللازمة للإنتاج، وغير ذلك من القرارات المهمة في حياة المشروع.

- تقدير حجم التدفقات النقدية الداخلة للمشروع من خلال إيرادات المبيعات.

- نقطة انطلاق أساسية لأعداد القوائم المالية التقديرية المتمثلة في قائمة التدفقات النقدية، وقائمة الدخل التقديرية، والميزانية العمومية التقديرية.

وتستخدم العديد من الأساليب الإحصائية والرياضية في مجال التنبؤ، ومن أهم هذه الأساليب التنبؤ القياسي باستخدام نموذج الانحدار الخطي، والقيمة المتوقعة والتوزيع الاحتمالي، ونتطرق إلى هذه الأساليب في الآتي:

أ- نموذج الانحدار الخطي: يعتبر هذا النموذج من أكثر النماذج شيوعاً في الممارسة القياسية، وذلك لسهولة استخدامه وحساب معلماته وتطبيقاته، ويعتمد هذا الأسلوب القياسي في التنبؤ على افتراض أن الأحداث المستقبلية هي امتداد لأحداث الماضي

والحاضر المشابهة، وعليه تتم دراسة المبيعات تاريخياً (كالسلاسل الزمنية) من البيانات الإحصائية المجمعة والمعالجة عن المبيعات والمتغيرات المؤثرة، وعند معالجتها رياضياً وإحصائياً نحصل على خط لانحدارها من الماضي للحاضر، بافتراض إن ذلك سوف يستمر في المستقبل، وتخضع المبيعات (كمتغير تابع) إلى التحليل في نموذج قياسي لتحديد العوامل المفسرة (المتغيرات المستقلة) للمبيعات مع تحديد قوة وتأثير كل عامل.

ومن المعروف أن التغيير في كمية المبيعات على مدار عدد من السنوات يتأثر بالطلب على السلع والخدمات التي يتعامل بها المشروع، والتي تتوقف على عوامل داخلية (الكمية المنتجة، ومنافذ التوزيع، والسعر، والجودة، وغيرها) وعوامل خارجية (المنافسة، ومستوى دخل الفرد، وعدد السكان، وأذواق المستهلكين، والظروف الاقتصادية، وسعر الصرف، وغيرها) ويمكن التنبؤ بالمبيعات عن طريق بناء نموذج قياسي (الانحدار الخطي المتعدد بين المبيعات كممتغير تابع، وعدد من المتغيرات سابقة الذكر كمتمغيرات مستقلة) وذلك باستخدام أحد برامج التحليل الإحصائي، بحيث تساعدنا في التوصل إلى نموذج يرتبط بقوة تنبؤيه وتفسيرية مرتفعة، وذو دلالة إحصائية يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بالمبيعات بسرعة وأقل جهد.

ويمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد فيما يلي:

$$ص = أ + 1ب + 1س + 2ب + 2س + 3ب + 3س + + ب ن س ن$$

حيث إن:

ص = تمثل قيمة المتغير الذي يتم دراسته بهدف التنبؤ بمساره في المستقبل متغير تابع (المبيعات)

أ = ثابت مجهول (نقطة تقاطع المنحنى الذي يمثل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل مع المحور الراسي)

ب ن = معاملات الانحدار الجزئية

س ن = متغيرات مستقلة تؤثر في قيمة المبيعات يمكن أن تكون الدخل أو سعر الصرف أو عدد السكان أو المنافسة.... إلخ.

كما أن هناك علاقة بين المبيعات من منتج معين والزمن، فإذا تتبعنا هذه العلاقة نحصل على ما يسمى بسلسلة زمنية تعكس مدى التغيير الذي حدث ويحدث في المبيعات بالنسبة للزمن، ويمكن التنبؤ بقيمة المبيعات عن طريق بناء نموذج قياسي (الانحدار الخطي البسيط بين المبيعات كممتغير تابع والزمن كممتغير مستقل) وللتوضيح

سوف نتطرق إلى استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط في التنبؤ بقيمة المبيعات فيما يلي:

$$ص = أ + ب س$$

حيث ان:

ص = تمثل قيمة المتغير الذي يتم دراسته بهدف التنبؤ بمساره في المستقبل كمتغير تابع (المبيعات)

أ = ثابت مجهول (نقطة تقاطع المنحنى الذي يمثل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل مع المحور الراسي)

ب = معامل الانحدار (الميل) وهي تشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع (ص) نتيجة لتغير المتغير المستقل (س) بوحدة واحدة.

س = متغير مستقل يؤثر على المبيعات يمكن أن يكون الزمن أو أي متغير آخر.

ويتم تقدير الثوابت أ- ب بالمعادلات التالية:

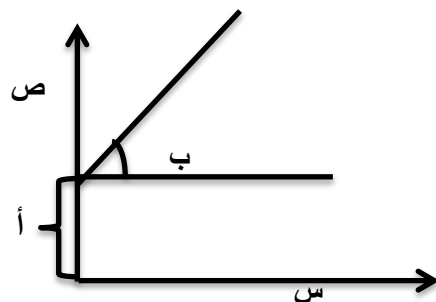
$$ب = \frac{ن \text{ مـج س ص} - (مـج س) (مـج ص)}{ن (مـج س)^2 - (مـج س)^2}$$

$$أ = ص - ب س$$

حيث إن:

ص = متوسط المبيعات عن سنوات سابقة.

س = متوسط المتغير المستقل محل الدراسة الذي يمكن أن يكون الزمن أو أي متغير آخر عن سنوات سابقة.



شكل (4) يوضح العلاقة الخطية بين المتغير التابع (ص) والمتغير المستقل (س)

مثال: فيما يلي البيانات الخاصة بأحد المشروعات الاستثمارية وتهدف إدارة المشروع التنبؤ بقيمة المبيعات خلال العام المقبل كأساس لاتجاه المبيعات والإنتاج في السنوات التالية:

السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
قيمة المبيعات بالملايين	200	240	250	260	300

الحل:

السنوات س	المبيعات ص	س ص	س ²
2016	200	403,400	4,064,256
2017	240	484,080	4,068,289
2018	250	504,500	4,072,324
2019	260	524,940	4,076,361
2020	300	606,000	4,080,400
مج 10090	1250	2,522,920	20,361,630

ص = أ + ب س

في ضوء البيانات السابقة يمكن التنبؤ بالمبيعات عام 2021م

(المبيعات 2021م) ص = أ + ب س

يمكن تقدير (ب) بحل المعادلة الآتية:

$$ب = \frac{ن \text{ مج س ص} - (\text{مج س})(\text{مج ص})}{ن (\text{مج س}^2) - (\text{مج س})^2}$$

$$ب = \frac{1,250 \times 10,090 - 2,522,920 \times 5}{2(10,090) - 20,361,630 \times 5}$$

$$ب = \frac{2,100}{50} = \frac{12,612,500 - 12,614,600}{101,808,100 - 101,808,150}$$

ب = 42

$$\frac{\text{ص}}{ن} = \text{ص}$$

$$\frac{\text{مج س}}{ن} = \text{س}$$

$$250 = \frac{1,250}{5} = \text{ص}$$

$$2018 = \frac{10,090}{5} = \text{س}$$

$$250 = \text{ص}$$

$$2018 = \text{س}$$

يمكن تقدير قيمة الثوابت (أ) بحل المعادلة الآتية:

$$أ = ص - ب س$$

$$أ = 250 - 42 \times 2018$$

$$أ = 84,756 - 250$$

$$أ = (84,506)$$

بالتعويض في المعادلة ص = أ + ب س عن قيمة (أ) و(ب) وعن قيمة (س) لعام 2021.

$$(قيمة المبيعات في سنة 2021) ص = (84,506) + 42 \times 2021$$

$$ص = 376 \text{ مليون دينار}$$

ب- استخدام أسلوب القيمة المتوقعة والتوزيع الاحتمالي في تقدير الطلب المتوقع للمشروعات الجديدة: يمكن استخدام القيمة المتوقعة، والتوزيع الاحتمالي في تقدير الطلب المتوقع، وذلك باستقراء الحالات الاقتصادية المتوقعة، ومنح كل منها احتمالات تحقيقها، ويتم ضرب القيمة المتوقعة للطلب عند كل حالة اقتصادية في احتمال تحقيقها وصولاً إلى حجم الطلب المتوقع.

وفي دراسة لأحد المشروعات الجديدة أسفرت نتائج الدراسة التسويقية عن المؤشرات التالية:

حالات الطلب المتوقع	احتمال حدوثها	حجم المبيعات المتوقعة
طلب نشط (رواج)	0.3	70000
طلب مستقر (استقرار)	0.5	50000
طلب ضعيف (كساد)	0.2	30000

يتم احتساب القيمة المتوقعة لتقدير الطلب المتوقع وفق الآتي:

$$\text{حجم المبيعات المتوقعة} = 0.2 \times 30000 + 0.5 \times 50000 + 0.3 \times 70000$$

$$= 6000 + 25000 + 21000$$

$$= 47000 \text{ وحدة.}$$

2- القوائم المالية التقديرية:

من خلال مراحل التحليل الأساسي المتمثلة في تحليل ظرف الاقتصاد الكلي، وتحليل ظروف الصناعة، وتحليل ظروف الشركة، يمكننا تقدير البيانات والمعلومات عن الإيرادات والتكاليف، وعن الموارد والاستخدامات المختلفة الخاصة بالشركة المراد تقييم أوراقها المالية، ويتم ترتيب تلك البيانات والمعلومات ضمن قوائم مالية تقديرية، وهي الأساس في التنبؤ بتكلفة المشروع، وبالتدفقات النقدية المستقبلية خلال العمر الافتراضي للمشروع، والتي يعتمد عليها في تقييم الأوراق المالية، واتخاذ القرار بشراء أو بيع الأوراق المالية، وسوف نتطرق إلى أهم القوائم المالية التقديرية في الآتي:

أ- قائمة التدفقات النقدية التقديرية: تعتبر قائمة التدفقات النقدية التقديرية إحدى أدوات التنبؤ المالي المستقبلي، والتي تساعد المحلل المالي في إعطي صورة واضحة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة المتوقعة خلال فترة العمر الافتراضي للمشروع، ويعتمد أعداد قائمة التدفقات النقدية التقديرية على الخطوات الرئيسية التالية:

1- تقدير التدفقات النقدية الداخلة: تشمل التدفقات الداخلة على المبالغ المحصلة كإيرادات من المشروع أثناء تشغيله، وتحسب لكل سنة من سنوات العمر الافتراضي للمشروع كل على حدة، وتتمثل في البنود التالية:

- الإيرادات السنوية الجارية: أي قيمة المبيعات السنوية المتوقعة للمشروع خلال عمره الافتراضي المتوقع، وعند احتساب التدفقات النقدية من مبيعات السلع والخدمات، فإن العبرة بقيمة المبيعات المحصلة فعلاً، وبالتالي فإن المبالغ التي يتم تحصيلها مقدماً للمبيعات سوف يتم معالجتها كأحد بنود التدفقات النقدية الداخلة في سنة الحصول على الإيراد.
- قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الإنتاجي المتوقع: أي قيمة المخزون المتبقي من المورد الخام ومستلزمات الإنتاج وقطع الغيار...إلخ.
- قيمة متبقي الأصول: أي قيمة الأصول (الخردة) في نهاية العمر الافتراضي المتوقع للمشروع.

2- تقدير التدفقات النقدية الخارجة: تشمل التدفقات الخارجة التكاليف الاستثمارية، وتكاليف التشغيل، وتكاليف التمويل، وتتطلب عملية تقدير التدفقات النقدية الخارجة تقدير البنود التالية:

- تقدير الإنفاق الاستثماري في الأصول الثابتة (أراضي، مبانى، وسائل النقل، آلات... إلخ) منذ التعاقد على شراء الأصل حتى امتلاكه، وما يرتبط بذلك من مصاريف تركيب وشحن وتأمين... إلخ.
 - تقدير المصروفات الإيرادية المؤجلة (أو ما يسمى بمصروفات التأسيس) وهي كافة المصروفات الرأسمالية التي تنفق خلال فترة إنشاء المشروع حتى مرحلة التشغيل الفعلية.
 - تقدير رأس المال العامل التشغيلي، أو الحد الأدنى من الأصول المتداولة اللازمة لورة الإنتاج كمشتريات مواد الخام، ومستلزمات الإنتاج، وأجور العمال، والمصروفات الإدارية والعمومية.
 - تقدير أقساط وفوائد القروض التي يعتمد عليها المشروع الاستثماري كمصدر تمويل.
 - تعتبر الضرائب المباشرة على الدخل أو الثروات أحد بنود التدفقات النقدية الخارجة، والتي يتعين إدراجها ضمن بنود التدفقات النقدية الخارجة، ويمكن الإشارة هنا إلى أنه توجد محددات يجب مراعاتها عند تقدير التدفقات النقدية الخارجة، وهي كما يلي:
 - يتم حساب التدفق النقدي الخارج سنوياً، لتحديد نصيب كل سنة من سنوات الإنشاء من التكاليف كوحدة واحدة مع افتراض أنها أنفقت عند البدء في عمليات التشغيل الفعلية.
 - يتم تحديد قيمة المشروع الاستثماري في نهاية عمره كقيمة متبقية (خردة) وهذه القيمة لها اختيارين هما:
 - القيام بخصم هذه القيمة من التدفق النقدي الخارجي في آخر سنة من العمر الافتراضي للمشروع.
 - اعتبار هذه القيمة تدفقاً نقدياً داخلياً، في آخر سنة من سنوات العمر الافتراضي للمشروع.
- وبعد تحديد كل بند من بنود التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال سنوات الإنشاء والتشغيل للمشروع المقترح، يمكن حساب صافي التدفق النقدي السنوي من خلال المعادلة التالية:
- صافي التدفقات النقدية = التدفقات الداخلة - التدفقات الخارجة
- إذا كانت التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التدفقات النقدية الخارجة، فإن قيمة صافي التدفقات النقدية تكون موجبة، وهذا ينعكس على قيم الأوراق المالية بشكل إيجابي.
 - إذا كانت التدفقات النقدية الداخلة أصغر من التدفقات النقدية الخارجة، فإن قيمة صافي التدفقات النقدية تكون سالبة، وهذا ينعكس على قيم الأوراق المالية بشكل سلبي.

ب- قائمة الدخل التقديرية: تمثل قائمة الدخل التقديرية أداة التنبؤ بالأرباح والخسائر المتوقعة خلال فترة زمنية مقبلة عادةً ما تكون سنة، وذلك عن طريق إعداد التقديرات الخاصة بعناصر قائمة الدخل، أي التقديرات الخاصة بعناصر قيمة المبيعات، وتكاليف المبيعات، وتكاليف التشغيل، والمصاريف الإدارية والعمومية، والتكاليف الاستثمارية (قسط الإهلاك)، والضرائب المستحقة، وما ينتج عن ذلك من أرباح وخسائر متوقعة، ويتم ذلك باستخدام المعادلة كالاتي:

صافي الربح أو الخسارة بعد الضريبة = إجمالي المبيعات - تكلفة البضاعة المباعة - تكاليف التشغيل - المصروفات الإدارية والعمومية - قسط الإهلاك + مصاريف الدخل الأخرى - أقساط وفوائد الديون - ضرائب الدخل
تمثل قائمة الدخل التقديرية أداة التنبؤ بالأرباح والخسائر المتوقعة خلال فترة زمنية مقبلة.

ج- إعداد الميزانية العمومية التقديرية: يعتبر إعداد الميزانية العمومية التقديرية الخطوة الأخيرة في عملية التحليل المالي لظروف الشركة، وتعتبر الميزانية العمومية التقديرية أداة مهمة من أدوات التحليل المالي التي يمكن بواسطتها التعرف على قيمة كل بند من بنود الأصول، والخصوم، وحقوق الملكية، وإيجاد مقدار الفائض أو العجز المقبل في ميزانية الشركة.

وتساعد الميزانية العمومية التقديرية المحلل المالي في التعرف على المركز المالي للشركة من خلال مجموعة النسب المالية، وبذلك يمكن تقدير الربحية المستقبلية، والتي تعتبر الأساس في تقدير قيم الأوراق المالية.

ثالثاً: تقييم الأوراق المالية

إن عملية التقييم تعنى بالمحافظة على السعر التوازني، وتلافي أي خلل أو انحراف سلبي قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود بين العائد والمخاطرة المحتملة من خلال بيع أو شراء أية أوراق مالية، وذلك ببيع الأوراق المالية التي سعرها السوقي يفوق قيمتها الحقيقية، وشراء الأوراق المالية التي سعرها السوقي أقل من قيمتها الحقيقية.

فعملية التقييم هو ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه القيمة الحقيقية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تعتمد على مجموعة من العناصر نوجزها فيما يلي:

1- العائد: وهو عبارة عن التدفق النقدي الذي يتحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم التعبير عنه غالباً بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة، ويحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد} = \text{الأرباح الرأسمالية} + \text{الأرباح النقدية (الدورية)}$$

حيث إن:

الأرباح الرأسمالية هي الفرق بين سعر البيع والشراء.

الأرباح النقدية (الدورية) هي الأرباح التي يتحصل عليها في صورة توزيعات أرباح أو فوائد من الشركة المصدرة للورقة المالية.

ويمكن احتساب العائد من خلال المعادلة التالية:

$$\text{العائد} = \frac{\text{التوزيعات} + \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$$

ويحسب العائد لفترة زمنية واحدة أو لعدة فترات متتالية من خلال الوسط الحسابي.

2- معدل العائد المطلوب: هو المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضاً عن المخاطر المحتملة، فمعدل العائد المطلوب يعكس لنا العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، حيث كلما ارتفعت المخاطرة ارتفع معدل العائد المطلوب أو سعر الخصم الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ومعدل الخصم المناسب هو معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين، حيث إنه كلما ارتفعت مخاطرة الاستثمار

بالسهم كلما أرتفع معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)، وذلك للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، ويمكن احتساب معدل العائد المطلوب من خلال المعادلة التالية:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + (عائد السوق - العائد الخالي من المخاطرة) المخاطرة الكلية (σ).

$$ع م = ع خ + (ع س - ع خ) \sigma$$

3- المخاطرة: هي حالة عدم التأكد المتعلقة بحصول الربح أو الخسارة، أو بشكل أوسع هي حالة عدم التأكد أو التذبذب أو الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما، أو يمكن اعتباره في النهاية العائد المتحصل عليه أقل من العائد المتوقع، ويمكن اعتبار المخاطرة إنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً، لذلك أصبحت معياراً يسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر الأداة، ومعدل العائد المطلوب.

4- معدل نمو الأرباح: وهو يمثل الفرق النسبي بين الأرباح الصافية للسنة الحالية، والأرباح الصافية للسنة السابقة، ويقاس بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{أرباح السنة الحالية} - \text{أرباح السنة السابقة}}{\text{أرباح السنة السابقة}} \times 100$$

5- ربحية السهم (نصيب السهم من الأرباح): تبين ربحية السهم نصيب كل سهم من ربح الشركة بعد خصم الضرائب، وطرح توزيعات الأسهم الممتازة، ويحتسب وفق الآتي:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة}}{\text{متوسط عدد الأسهم العادية}}$$

وبشكل عام أن القيمة الحقيقية للورقة المالية هي خارج قسمة العائد المستقبلي ومعدل نموه على معدل العائد المطلوب، فهذا يعني أنه كلما أرتفع بسط المعادلة المتمثل في العائد المستقبلي ومعدل نموه كلما ارتفعت القيمة الحقيقية للورقة المالية، والعكس صحيح، وأيضاً كلما انخفض المقام المتمثل في معدل العائد المطلوب ارتفعت القيمة الحقيقية للورقة المالية، والعكس صحيح.

وإن العائد المستقبلي ومعدل نموه ومعدل العائد المطلوب تؤثر فيهم العديد من المتغيرات مثل كفاءة السوق، وخبرة وكفاءة المستثمر، وقدرته على اتخاذ القرار

الرشيدي، والمتغيرات الاقتصادية والسياسية وأثرها على أداء الشركات، وكفاءة إدارة الشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح.

وإن دور المحلل المالي الأساسي هو تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف الصناعة، وتحليل ظروف الشركة، أي تحليل المركز المالي الحالي للشركة عن طريق النسب المالية، والمركز المالي المستقبلي عن طريق التنبؤ بالقوائم المالية التقديرية، وذلك بهدف التنبؤ بالعائد المستقبلي وبمعدل نموه وبمعدل العائد المطلوب، والذي يعتبر كمدخل لتقييم الأوراق المالية، والتوصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

وفي هذا المبحث سنتناول بالتفصيل لكيفية الوصول إلى القيمة الحقيقية لكل نوع من الأوراق المالية (الأسهم العادية - الأسهم الممتازة - السندات الطويلة الأجل).

ونود أن نوهه بأن هناك مسميات عديدة لمناهج عديدة لتقييم الأوراق المالية، إلا أن كل تلك المناهج في النهاية تصب في منهج وحيد هو منهج التدفقات النقدية المخصومة، وهذا ما يجرى تطبيقه مع اختلاف مسمى العائد المتوقع ومعدل الخصم أو معدل العائد المطلوب.

1- تقييم الأسهم العادية: إن المستثمر الذي يقوم بشراء الأسهم العادية يتوقع الحصول على تدفق نقدي في المستقبل، لذلك فإن قيمة الأسهم تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وهي نفس القاعدة التي تستخدم لتقييم جميع الأصول سواء كانت أصول مالية أو أصول حقيقية.

حيث إن فكرة المحللين الماليين الأساسيين لتحديد القيمة الحقيقية العادلة للورقة المالية تقوم على تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في ورقة مالية ما بعد ذلك يتم خصم تلك التدفقات بمعدل خصم (معدل عائد مطلوب) أو معدل رسملة يتلاءم مع درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار.

فمن خصائص السهم العادي أنه يتحصل على تدفق نقدي في صورة توزيعات أرباح متوقعة غير محددة مسبقاً بجانب أرباح محتجزة تحدث بمعدل نمو في أرباحه الرأسمالية ($\frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}}$) نتيجة ارتفاع سعره السوقي.

ومعدل الخصم المناسب هو (معدل العائد المطلوب) من جانب المستثمرين، حيث إنه كلما ارتفعت مخاطرة الاستثمار بالسهم كلما ارتفع معدل الخصم (معدل العائد

المطلوب)، وذلك للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، والتي تتحدد وفق المعادلة التالية:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + (عائد السوق - العائد الخالي من المخاطرة) المخاطرة الكلية (σ).

$$ع م = ع خ + (ع س - ع خ) \sigma$$

وبما أن عمر السهم العادي إلى ما لا نهاية أي ليس له تاريخ استحقاق، لذا فإن معادلة تقييم السهم العادي تأخذ أكثر من شكل حسب معدل النمو في الأرباح، فهناك نموذج يقوم على افتراض ثبات قيمة الأرباح المستقبلية بما يعني أن نمو الأرباح يساوي صفر، ونموذج يقوم على أساس نمو الأرباح بمعدل ثابت، وأخيراً نموذج يقوم على افتراض تغيير نسبة نمو الأرباح من سنة لأخرى، ويمكن توضيح ذلك في الآتي:

أ- أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلاً مستقراً (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة) غالباً ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة، مما يجعلها تحقق أرباح مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة مثلاً شركات البترول فالمبيعات مستقرة كون (السعر × الكمية) مستقر والكلفة مستقرة، وبالتالي ربح مستقر وثابت، وحصصة السهم من الأرباح مضمونة وثابتة ودخل ثابت.

ب- أسهم النمو: عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحاً موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاع كبير في القيمة السوقية للسهم، وبمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم قد تكون عادةً لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي تجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو لاكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق، مثل شركات الأدوية، والحاسوب، والهاتف النقال، ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية، خاصةً عند عدم الوصول للتطوير المناسب، أو فشل الاكتشافات، أو توصل المنافسين لهذا التطوير أو الاكتشاف، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم.

ج- أسهم المضاربة: أسهم تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة، وهو ما يبحث عنه المضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم، وتكون هذه الأسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح والفشل.

يمكن للمضاربين التأثير على سعر سهماً ما في السوق بالارتفاع من خلال زيادة الطلب على شرائه، أو بالانخفاض من خلال زيادة المعروض أو عدم الإقبال على شرائه.

ويختلف تأثير المضاربين من سوق لآخر حسب نوع، وحجم، وطبيعة السوق، ومن دولة لأخرى، فالسوق الذي لا يتصف بالعمق والاتساع يمكن التأثير عليه لصغر حجم التداول فيه ومحدوديته، أما السوق العميق والمتسع لا يمكن التأثير عليه لكبر حجم التداول فيه.

والجدير بالذكر أن هناك قوانين يتم تطبيقها في الأسواق التي لا تتصف بالعمق بهدف حماية المستثمرين، والحفاظ على قيم الأسهم.

د- أسهم موسمية: وهي الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعاً موسمية، والطلب على منتجاتها يرتبط بتحسين الاقتصاد وانتعاشه، كما أنها تتأثر بحالات الكساد.

وسوف نتناول نماذج تقييم الأسهم العادية في الآتي:

أولاً: نموذج خصم الأرباح:

1- إذا كان معدل النمو صفري (الأرباح ثابتة): يعتبر نموذج النمو الصفري أو الأرباح ثابتة، إن حصة السهم من الأرباح ثابتة عبر الزمن، وهي تعرف بأسهم الدخل لأنها تعطي دخلاً مستقراً (توزيعات أرباح مستمرة وثابتة) وغالباً ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة، مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة، فالمبيعات ثابتة كون (السعر × الكمية) ثابت، والتكاليف ثابتة، وبالتالي ربح ثابت، وتوزيعات أرباح مضمونة وثابتة ودخل ثابت.

كما يضم هذا النوع أسهم الشركات التي تنتمي لصناعة تكون في مرحلة الاستقرار أو النضوج، لأن في هذه المرحلة تكون المبيعات ثابتة، والتكاليف ثابتة، وبالتالي تكون حصة السهم من الأرباح ثابتة ومستقرة.

بما يعني أن النمو الدوري لحصة السهم من الأرباح يساوي صفراً، وإذا كان الأمر كذلك فإن حصة السهم من الأرباح في العام الحالي أي (ت)، لا بد أن تساوي بالتنام والكمال حصة السهم من الأرباح الدورية التي سيحصل عليها في السنوات التالية ت1، ت2،-----،ت∞ كلها متساوية، في ظل هذه الفرضية يمكن إعادة صياغة معادلة تقييم السهم كالآتي:

$$(1) \text{ قيمة السهم العادي (الحقيقية) } = \frac{\text{حصة السهم من الأرباح}}{\text{معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)}}$$

$$\hat{ق} = \frac{ت}{ع} \dots\dots\dots ع = \frac{ت}{ق}$$

حيث إن:

$$\hat{ق} = \text{القيمة الحقيقية}$$

$$ت = \text{حصة السهم من الأرباح (التدفق النقدي المستقبلي)}$$

$$ع = \text{معدل العائد المطلوب}$$

$$ع = \text{معدل العائد المتوقع}$$

$$ق = \text{القيمة السوقية}$$

مثال: سهم عادي تبلغ حصته من الأرباح المتوقعة 15 دينار بصفة ثابتة، فما هو مقدار القيمة الحقيقية للسهم، ومعدل العائد المتوقع، وبماذا تنصح المستثمر، مع العلم أن السعر السوقي للسهم 50 دينار، ومعدل العائد المطلوب 20% ؟

الحل:

$$\hat{ق} = \frac{ت}{ع}$$

$$\hat{ق} = \frac{15}{0.20} = 75 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية للسهم ($\hat{ق}$) = 75 دينار تفوق السعر السوقي للسهم ($ق$) = 50 دينار، فإذا ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

أو:

$$ع = \frac{ت}{ق}$$

(1) حصة السهم من الأرباح هي أنسب من حصة السهم من التوزيعات، وذلك لأنه قد تقرر الشركة احتجاز الأرباح وعدم توزيعها، بالتالي يترتب على ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم تساوي صفر.

$$\text{ع} = \frac{15}{50} = 0.30 = 30\%$$

وبما أن معدل العائد المتوقع (ع) = 30% يفوق معدل العائد المطلوب (ع) = 20%
فإذاً ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

مثال: سهم عادي تبلغ حصته من الأرباح المتوقعة 4 دينار بصفة ثابتة، فما هو مقدار
القيمة الحقيقية للسهم، ومعدل العائد المتوقع للسهم، وبماذا تنصح المستثمر، مع العلم
أن السعر السوقي للسهم 20 دينار، ومعدل العائد المطلوب 15%؟

الحل:

$$\hat{ق} = \frac{ت}{ع}$$

$$\hat{ق} = \frac{4}{0.15} = 26.66 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية للسهم (ق) = 26.66 دينار تفوق السعر السوقي (ق) = 20
دينار فإذاً ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

$$\text{ع} = \frac{ت}{ق}$$

$$\text{ع} = \frac{4}{20} = 0.20 = 20\%$$

وبما أن معدل العائد المتوقع (ع) = 20% يفوق معدل العائد المطلوب (ع) = 15%
فإذاً ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

ب- إذا كان معدل النمو ثابت: المحللون يتوقعون عادةً أن نمو الأرباح بمعدل ثابت يقترب من معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الإجمالي إن لم يتساوى معه.

وهذا النوع من الأسهم عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحاً ثابتة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع هناك معدلات نمو متزايدة وثابتة، وهذه الأسهم قد تكون عادةً لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، وتجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو لاكتشافات جديدة، لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق، مثل شركات الأدوية والحاسوب والهاتف النقال، ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية، خاصةً عند عدم الوصول للتطوير المناسب، أو فشل الاكتشافات، أو توصل المنافسين لهذا التطوير أو الاكتشاف، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم.

هذا النوع من أسهم الشركات تنتمي للصناعة المتنامية التي تكون في مرحلة النمو، وفي هذه المرحلة قد تحقق الشركات نمو في مبيعاتها قد يكون ثابت والتكاليف ثابتة، وبالتالي تنمو حصة السهم من الأرباح بمعدلات ثابتة عبر الزمن.

وبناءً على ما تقدم إذا ما افترضنا أن (ت) هي حصة السهم من الأرباح للعام الحالي، فإن حصة السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية الفترة (ن) يمكن التوصل إليها كالاتي:

$$ت^n = ت(1 + و)^n$$

حيث إن:

$$ت^n = تمثل حصة السهم من الأرباح المستقبلية$$

$$ت = حصة السهم من الأرباح الحالية$$

$$و = معدل النمو$$

$$ن = عدد السنوات$$

وباستخدام هذا الأسلوب لتقدير حصة السهم من الأرباح المتوقعة في المستقبل يمكن التوصل إلى القيم الحقيقية للسهم، وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$ق = \frac{ت(1 + و)^n}{ع}$$

مثال: نفترض أن حصة السهم من الأرباح لهذا العام تساوي 6 دينار للسهم، ويتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل ثابت مقداره 8 % سنوي، فما هو مقدار القيمة الحقيقية للسهم، ومعدل العائد المتوقع للسهم، وبماذا تنصح المستثمر، مع العلم أن السعر السوقي للسهم 60 دينار، ومعدل العائد المطلوب 13%؟

الحل:

$$\hat{ق} = \frac{ت(1 + و)^ن}{ع}$$

$$\hat{ق} = \frac{6(1 + 0.08)}{0.13} = \frac{6.48}{0.13}$$

$$\hat{ق} = 49.8 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية للسهم (ق) = 49.8 دينار أقل من السعر السوقي للسهم (ق) = 60 دينار، فإذاً ننصح المستثمر ببيع السهم وعدم شرائه.

وكذلك يمكن تقييم السهم من خلال معدل العائد المتوقع بالمعادلة التالية:

$$ع = \frac{ت(1 + و)^ن}{ق}$$

حيث إن:

$$ع = \text{معدل العائد المتوقع}$$

$$ق = \text{القيمة السوقية}$$

$$ع = \frac{6(1 + 0.08)^ن}{60}$$

$$ع = 0.108 = 10.8\%$$

بما أن معدل العائد المتوقع (ع) = 10.8% أقل من معدل العائد المطلوب (ع) = 13% فإذاً ننصح المستثمر ببيع السهم وعدم شرائه.

مثال: نفترض أن حصة السهم من الأرباح لهذا العام تساوي 5 دينار للسهم الواحد ويتوقع أن تنمو بمعدل ثابت قدره 5% سنوي، فما هو مقدار القيمة الحقيقية للسهم، ومعدل العائد المتوقع للسهم، وبماذا تنصح المستثمر، مع العلم أن السعر السوقي للسهم 30 دينار، ومعدل العائد المطلوب 15%؟

الحل:

$$\frac{ت(1 + و)^ن}{ع} = ق$$

$$ق = \frac{5.25}{0.15} = \frac{(0.05 + 1)5}{0.15} = 35 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية للسهم (ق) = 35 دينار تفوق السعر السوقي (ق) = 30 دينار فإذا ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

$$\frac{ت(1 + و)^ن}{ق} = ع$$

$$\frac{(0.05 + 1)5}{30} = ع$$

$$ع = 0.175 = 17.5\%$$

بما أن معدل العائد المتوقع (ع) = 17.5% يفوق معدل العائد المطلوب (ع) = 15% فإذا ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

جـ- إذا كان معدل النمو غير ثابت: ويطلق على نموذج النمو غير الثابت بنموذج النمو المتعدد، على أساس أن النمو المستقبلي لحصة السهم من الأرباح لا يظل ثابت، ويتماشى مع دورة حياة الصناعة، حيث إن دورة حياة بعض المشروعات عادةً ما تكون قصيرة، وتمر بعدة مراحل للنمو، حيث تنمو هذه المشروعات في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو يفوق معدل نمو الاقتصاد القومي، ثم ينخفض ليتساوى مع معدل نمو الاقتصاد القومي، ثم تبدأ معدلات نمو المشروع في التناقص، وهذا ما يعرف بدورة حياة الصناعة.

وترتبط حالة النمو غير الثابت بالشركات الحديثة الاستثمار، ففي بداية مرحلة النمو السريع تتجه الشركة نحو إعادة استثمار الأرباح المتولدة ولا تقوم بإجراء توزيعات، ويقرب نهاية تلك المرحلة تبدأ الشركة في إجراء توزيعات بمعدلات تأخذ في التزايد من سنة إلى أخرى.

وعند نقطة ما في مرحلة الاستقرار يبدأ معدل نمو التوزيعات في الانخفاض، إلى أن يصل مستوى تستطيع الشركة الإبقاء عليه في المدى الطويل، وحينئذ يستقر معدل النمو، ويستخدم نموذج النمو غير الثابت عندما يكون هدف المستثمر الاحتفاظ بالسهم لفترة طويلة نسبياً، وذلك لتحقيق أرباح رأسمالية.

وكما هو الحال في تقدير قيمة الاستثمار يتطلب الأمر إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع أن تتولد عن الاستثمار، وفي حالة الأسهم العادية فإن التدفق النقدي الذي على أساسه يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم هو حصة السهم من الأرباح المستقبلية، ولكن التدفقات النقدية لا تسيير على نمط واحد.

فالتدفقات النقدية المتمثلة في حصة السهم من الأرباح سوف تبدأ بنمو سريع لفترة زمنية، بعدها ينخفض معدل النمو ومنتظم، حينئذ يصبح أمام نموذج ذو مرحلتين، ولإيجاد القيمة الحالية للأرباح المستقبلية المتوقعة، وهو ما يمثل في النهاية القيمة الحقيقية للسهم، ينبغي أن نتبع ثلاثة خطوات أساسية المتمثلة في الآتي:

- الخطوة الأولى: إيجاد القيمة الحالية لحصة السهم من الأرباح المستقبلية خلال الفترة الأولى، وهي فترة النمو غير الثابتة وفق الآتي:

- نقوم أولاً بإيجاد قيمة الأرباح المستقبلية خلال فترة النمو غير الثابتة باستخدام المعادلة التالية:

$$ت_n = ت_{(1 + و)}^n$$

- تم نقوم بإيجاد القيمة الحالية للأرباح المستقبلية عن طريق ضرب قيمة الأرباح المستقبلية في معامل القيمة الحالية $\left(\frac{1}{(ع+1)^ن}\right)$ عند سعر خصم يمثل معدل العائد المطلوب وزمن يمثل تاريخ الحصول على التوزيعات.

- بعد ذلك نقوم بإيجاد مجموع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية.

- الخطوة الثانية: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة، وهي الفترة التي يبدأ السهم عندها في التحول إلى سهم ذو نمو ثابت، وهي قيمة مستقبلية ثم نقوم بإيجاد قيمته الحالية، ويتم ذلك وفق الآتي:

- نقوم أولاً بإيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة باستخدام المعادلة التالية:

$$ق^{\sim} = \frac{ت(1 + و)^ن}{ع}$$

حيث إن:

ت = آخر حصة من الأرباح تحصل عليها في مرحلة النمو غير الثابت.

ق[~] = قيمة السهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة، أي قيمة مستقبلية وإيجاد قيمتها الحالية نقوم بضرب القيمة المستقبلية في معامل القيمة الحالية $\left(\frac{1}{(ع+1)^ن}\right)$ عند سعر خصم يمثل معدل العائد المطلوب، وزمن يمثل نهاية مرحلة النمو غير الثابتة، وبذلك نتحصل على القيمة الحالية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابتة.

- الخطوة الثالثة: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم، وذلك بجمع القيمة الحالية المتحصل عليها في الخطوتين الأولى والثانية.

مثال: نفرض أن حصة السهم من الأرباح 15 دينار يتوقع أن تنمو لمدة ثلاث سنوات بمعدل 10% ثم ينخفض معدل نمو الأرباح إلى 5% إلى مالا نهاية؟

المطلوب: تقييم السهم وبماذا تنصح المستثمر؟ إذا كان السعر السوقي 90 دينار، ومعدل العائد المطلوب 20%؟

الحل: (يتم إيجاد معامل القيمة الحالية باستخدام الجدول أو باستخدام المعادلة $\frac{1}{(ع+1)^ن}$)

الخطوة الأولى: إيجاد القيمة الحالية للأرباح خلال الفترة الأولى.

$$13.74 = 0.8333 \times 16.5 = (0.10 + 1) 15 = 1ت$$

$$12.59 = 0.6944 \times 18.15 = (0.10 + 1) 16.5 = 2ت$$

$$11.55 = 0.5787 \times 19.96 = (0.10 + 1) 18.15 = 3ت$$

المجموع

37.88

الخطوة الثانية: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابت (السنة الثالثة) ثم بعد ذلك نقوم بإيجاد قيمته الحالية.

$$ق^3 = \frac{4ت}{ع} = \frac{3(و + 1)ت}{ع}$$

$$ق^3 = 3 = \frac{20.96}{0.20} = \frac{(0.05 + 1)19.965}{0.20} = 104.8 \text{ دينار}$$

أن $ق^3(3)$ تمثل القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابت (السنة الثالثة) هي قيمة مستقبلية نقوم بإيجاد قيمتها الحالية عن طريق ضربها في معامل القيمة الحالية عند سعر خصم 20% وزمن 3 سنوات.

$$ق^1 = 1 = 3 ق^3 \times \text{معامل القيمة الحالية عند سعر خصم 20\% وزمن 3 سنوات.}$$

$$ق^1 = 1 = 3 ق^3 \times 0.5787 = 60.6 \text{ دينار}$$

الخطوة الثالثة: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق جمع القيمة الحالية في الخطوتين السابقتين.

$$ق^1 = 98.5 = 60.6 + 37.89 = 98.5 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية $ق^1(98.5)$ دينار تفوق السعر السوقي $ق(90)$ دينار، فإذا نصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

مثال: نفرض أن حصة السهم من الأرباح ت = 1 دينار لكل سهم، وأن معدل النمو 20% لعاميين متتاليين ثم ينخفض معدل النمو في الثلاث السنوات التالية ليصل إلى 12% أما بعد ذلك فيعتقد أن النمو سوف يستقر عند معدل 5%.

المطلوب: تقييم السهم وبماذا تنصح المستثمر؟ إذا كان السعر السوقي 15 دينار ومعدل العائد المطلوب 14%؟

الحل:

الخطوة الأولى: إيجاد القيمة الحالية للأرباح خلال الفترة الأولى أي معدل النمو غير الثابت.

$$1.05 = 0.8772 \times 1.2 = (0.20 + 1) 1 \quad = 1 \text{ ت}$$

$$1.1 = 0.7695 \times 1.44 = (0.20 + 1) 1.2 = 2 \text{ ت}$$

$$1.08 = 0.6750 \times 1.61 = (0.12 + 1) 1.44 = 3 \text{ ت}$$

$$1.06 = 0.5921 \times 1.81 = (0.12 + 1) 1.61 = 4 \text{ ت}$$

$$1.05 = 0.5194 \times 2.02 = (0.12 + 1) 1.80 = 5 \text{ ت}$$

$$\frac{5.357}{\text{المجموع}}$$

الخطوة الثانية: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابت (السنة الخامسة) ثم بعد ذلك نقوم بإيجاد قيمته الحالية.

$$\frac{\text{ت} 5 (1 + \text{و})}{\text{ع}} = \frac{\text{ت} 6}{\text{ع}} = 5 \text{ ق}$$

$$15.17 \text{ دينار} = \frac{2.12415}{0.14} = \frac{(0.05 + 1) 2.023}{0.14} = 5 \text{ ق}$$

أن (ق 5) تمثل القيمة الحقيقية للسهم في نهاية مرحلة النمو غير الثابت (السنة الخامسة) هي قيمة مستقبلية نقوم بإيجاد قيمتها الحالية عن طريق ضربها في معامل القيمة الحالية عند سعر خصم 14% وزمن 5 سنوات.

$$1 \text{ ق} = 5 \text{ ق} \times \text{معامل القيمة الحالية عند سعر خصم 14\% وزمن 5 سنوات.}$$

$$ق^1 = 15.17 \times 0.5194 = 7.88 \text{ دينار}$$

الخطوة الثالثة: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق جمع القيمة الحالية في الخطوتين السابقتين.

$$ق^2 = 5.357 + 7.88 = 13.23 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية (ق²) = 13.23 دينار أقل من السعر السوقي (ق) = 15 دينار فإذا ننصح المستثمر بالبيع وعدم الشراء.

ثانياً: نموذج معامل رسملة الأرباح

معامل رسملة الأرباح يعتمد على احتساب مضاعف الربحية أي عدد مرات الأرباح التي يحتاجها المستثمر لاسترجاع قيمة السهم السوقية.

$$\text{مضاعف الربحية PER} = \frac{\text{السعر السوقي}}{\text{حصة السهم من الأرباح}}$$

أي أن مضاعف الربحية يحدد بكم يجب أن يتضاعف ربح السهم حتى يتساوى مع السعر السوقي.

$$\text{السعر السوقي} = \text{مضاعف الربحية} \times \text{حصة السهم من الأرباح}$$

ولقد حدد النموذج مضاعف الربحية التي يتساوى عنده السعر السوقي مع القيمة الحقيقية، ويتم احتسابه وفق الآتي:

مضاعف الربحية في بداية الفترة = مضاعف الربحية المحدد من قبل المستثمرين في نهاية الفترة \times أ + معدل توزيع الأرباح \times ب

حيث إن:

أ - ب معاملان يرتبطان بمعدل نمو الأرباح، وبمعدل العائد المطلوب، وعدد سنوات النمو، ويتم احتسابهما وفق الآتي:

$$أ = \frac{(و+1)^ن}{(ع+1)^ن}$$

$$ب = (و+1) \left[\frac{أ-1}{و-ع} \right]$$

القيمة الحقيقية = مضاعف الربحية في بداية الفترة \times حصة السهم من الأرباح

مثال: نفرض أن حصة السهم من الأرباح 10 دينار، ويتوقع أن تنمو لمدة ثلاث سنوات بمعدل 10% مع العلم إن مضاعف الربحية المحدد في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة 12 مرة، ومعدل التوزيع 50% ومعدل العائد المطلوب 15%.

المطلوب: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام نموذج معامل رسمة الأرباح.

الحل:

$$A = \frac{(1+w)^n}{(1+c)^n}$$

حيث إن:

$$w = \text{معدل النمو} = 10\%$$

$$c = \text{معدل العائد المطلوب} = 15\%$$

$$n = \text{عدد سنوات النمو} = 3$$

$$A = \frac{(1.10)^3}{(1.15)^3}$$

$$A = 0.875$$

$$B = (1+w) \left[\frac{1-c}{w} \right]$$

$$B = (1.10) \left[\frac{0.875-1}{0.10-0.15} \right]$$

$$B = 2.75$$

مضاعف الربحية في بداية الفترة = مضاعف الربحية المحدد \times A + معدل توزيع الأرباح \times B

$$2.75 \times 0.50 + 0.875 \times 12 = \text{مضاعف الربحية في بداية الفترة}$$

$$= 11.875$$

القيمة الحقيقية = مضاعف الربحية في بداية الفترة \times حصة السهم من الأرباح

$$10 \times 11.875 =$$

$$118.75 = \text{دينار}$$

مثال: نفرض أن حصة السهم من الأرباح 10 دينار، يتوقع أن تنمو بمعدل 5% لعامين متتاليين 2016 - 2017 تم يرتفع معدل النمو إلى 10% لثلاث سنوات متتالية 2018 - 2019 - 2020 مع العلم أن مضاعف الربحية المحددة في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة 10 مرات، ومعدل التوزيع 50% ومعدل العائد المطلوب 20%.

المطلوب: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام نموذج معامل رسمة الأرباح.

الحل:

يتم احتساب مضاعف الربحية على مرحلتين لان معدل النمو يتغير:

المرحلة الأولى: يتم احتساب مضاعف الربحية لسنة 2018

$$A = \frac{(1+g)^n}{(1+c)^n}$$

$$A = \frac{(1+0.10)^3}{(1+0.20)^3}$$

$$A = 0.77$$

$$B = (1+g) \left[\frac{A-1}{c-g} \right]$$

$$B = (1+0.10) \left[\frac{0.77-1}{0.10-0.20} \right]$$

$$B = 2.53$$

مضاعف الربحية 2018 = مضاعف الربحية المحدد \times أ + معدل توزيع الأرباح \times ب

$$2.53 \times 0.50 + 0.77 \times 10 =$$

$$= 8.965 \text{ مرة}$$

المرحلة الثانية: يتم احتساب مضاعف الربحية لسنة 2016

$$\frac{(و+1)^ن}{(ع+1)^ن} = أ$$

$$\frac{(20.05+1)^ن}{(20.20+1)^ن} = أ$$

$$0.765 = أ$$

$$\left[\frac{أ-1}{و-ع} \right] (و+1) = ب$$

$$\left[\frac{0.765-1}{0.05-0.20} \right] (0.05+1) = ب$$

$$1.645 = ب$$

مضاعف الربحية 2016 = مضاعف الربحية 2018 × أ + معدل توزيع الأرباح × ب

$$1.645 \times 0.50 + 0.765 \times 8.965 =$$

$$7.68 = \text{مرة}$$

القيمة الحقيقية للسهم = مضاعف الربحية 2016 × حصة السهم من الأرباح

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = 10 \times 7.68 = 76.8 \text{ دينار}$$

ثالثاً: نموذج والتر

سعى والتر من خلال هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الأرباح تتجه من خلال الغاية أو الهدف إلى تعظيم ثروة مالكي الأسهم العادية من خلال اعتمادها على العلاقة بين احتجاز الأرباح، وإعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبذلك يكون هذا النموذج قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، وفي ظل وجود عاملين مهمين في تحديد القيمة الحقيقية للأسهم، والتي يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم الواحد من الأرباح}}{\text{معدل العائد المطلوب}} + \frac{\text{الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو - معدل العائد المطلوب}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

$$\times (\text{نصيب السهم من الأرباح} - \text{التوزيعات النقدية للسنة السابقة})$$

مثال: أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين، وكانت لديه المعلومات التالية:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = 14\%$$

$$\text{التوزيعات النقدية للسنة السابقة} = 4 \text{ دينار}$$

$$\text{الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو} = 16\%$$

$$\text{نصيب السهم الواحد من الأرباح} = 5 \text{ دينار}$$

المطلوب: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام نموذج والتر.

الحل:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم الواحد من الأرباح}}{\text{معدل العائد المطلوب}} + \frac{\text{الفرق بين معدل العائد على الأرباح المحتجزة ومعدل النمو - معدل العائد المطلوب}}{\text{معدل العائد المطلوب}}$$

$$\times (\text{نصيب السهم من الأرباح} - \text{التوزيعات النقدية للسنة السابقة})$$

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{5}{0.14} + \frac{0.14 - 0.16}{0.14} \times (4 - 5)$$

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = 35.85 \text{ دينار}$$

رابعاً: نموذج التأكد المعادل

يشير هذا النموذج إلى أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تكون مساوية للقيمة الحقيقية المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة معدلاً بمعدل الخصم الذي يأخذ في الحسبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة، وبذلك يمكن قياس القيمة الحقيقية للسهم وفقاً لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم الواحد من الأرباح}}{\text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}} + 1 \left(\frac{\text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}}{1 + \text{معدل العائد المطلوب}} \right)$$

مثال: أراد مستثمر الاستثمار في سهم معين وكانت لديه المعلومات التالية:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = 14\%$$

$$\text{نصيب السهم من الأرباح} = 5 \text{ دينار}$$

$$\text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} = 9\%$$

المطلوب: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم باستخدام نموذج التأكد المعادل.

الحل:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم الواحد من الأرباح}}{\text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}} + 1 \left(\frac{\text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}}{1 + \text{معدل العائد المطلوب}} \right)$$

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{5}{0.09} + 1 \left(\frac{0.09}{0.14 + 1} \right)$$

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = 59.94 \text{ دينار}$$

خامساً: نموذج مضاعف الربحية

يعرف بنسبة السعر السوقي للسهم إلى ربحيته، فإذا كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته تساوي 10 هذا يعني أن السهم يباع في السوق المالي بعشرة أضعاف ربحيته، وتكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تمر بمرحلة النمو في دورة حياة الصناعة، والتي تحقق معدل نمو في ارباحها المستقبلية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق، وأيضاً تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته عادةً بانخفاض معدل نمو الأرباح، فتكون النسبة منخفضة للشركات التي تمر بمرحلة الاستقرار، وأكثر انخفاضاً للشركات التي تمر بمرحلة التراجع، والسبب يعود إلى أن معدل النمو المستقبلي في الأرباح عندما ينخفض يؤدي إلى انخفاض الإقبال على شراء السهم، وبالتالي ينخفض سعره في السوق، وفي الواقع العملي يتم إيجاد المضاعف الطبيعي من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية السهم ومضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار السوق مثل مؤشر ستاندر آند بور، وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة عندئذ يمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية في المستقبل، إذ لا يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف ربحية المؤشر في المستقبل، والذي عادةً ما تنشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر.

مما سبق يتضح أن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها السهم، يصبح لزاماً على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وهذا يقتضي أن يكون مفهوم الربحية واضحاً لديه، وبذلك يمكن حساب قيمة السهم الحقيقية بناءً على النموذج المذكور والمطور من قبل ويلمس وفايندلي من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{مضاعف الربحية} \times \text{حصة السهم من الأرباح}}{(1 + \text{معدل العائد المطلوب})^n} = \text{القيمة الحقيقية للسهم العادي}$$

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{حصة السهم العادي من الأرباح}$$

$$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{حصة السهم العادي من الأرباح}} = \text{مضاعف الربحية}$$

مثال: إذا كانت لديك المعلومات التالية:

السعر السوقي للسهم = 10 دينار

حصة السهم من الأرباح = 2 دينار

معدل العائد المطلوب = 12%

المطلوب: إيجاد القيمة الحقيقية للسهم من خلال نموذج مضاعف الربحية.

الحل:

$$\frac{\text{مضاعف الربحية} \times \text{حصة السهم من الأرباح}}{(1 + \text{معدل العائد المطلوب})} = \text{القيمة الحقيقية للسهم العادي}$$

$$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{حصة السهم العادي من الأرباح}} = \text{مضاعف الربحية}$$

$$5 = \frac{10}{2} = \text{مضاعف الربحية}$$

$$\frac{2 \times 5}{(0.12+1)} = \text{القيمة الحقيقية للسهم العادي}$$

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم العادي} = 8.928 \text{ دينار}$$

2- تقييم الأسهم الممتازة: إن من أهم سمات الأسهم الممتازة أن التدفقات النقدية للسهم ثابتة، وتتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية، وهذا يعني أن أسلوب تقييم تلك الأسهم لا يختلف بالمرّة عن تقييم الأسهم العادية في ظل افتراض ثبات قيمة الأرباح المستقبلية (توزيعات ذات نمو صفري) بما يعني إمكانية استخدام المعادلة التالية:

$$\frac{ت}{ع} = ق$$

مع التنويه أن معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب (ع) في حالة الأسهم الممتازة لا بد أن يكون أقل من مثيله في حالة الأسهم العادية، أما السبب فيرجع إلى تعرض حامل السهم العادي لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها حامل السهم الممتاز.

مثال: القيمة الاسمية للسهم الممتاز تساوي 100 دينار ومعدل الفائدة السنوي 8% فما هو مقدار القيمة الحقيقية للسهم، ومعدل العائد المتوقع للسهم، وبماذا تنصح المستثمر، مع العلم أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار 10% والسعر السوقي للسهم 50 دينار.

الحل:

$$\frac{ت}{ع} = ق$$

$$ت = \frac{8}{100} \times 100 = 8 \text{ دينار}$$

$$ق = \frac{8}{0.10} = 80 \text{ دينار}$$

بما أن القيمة الحقيقية (ق) = 80 دينار تفوق السعر السوقي (ق) = 50 فإذا ننصح المستثمر بالشراء وعدم البيع.

ويمكن تقييم السهم الممتاز بطريقة أخرى، وذلك من خلال حساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار (ع) ومقارنته بمعدل العائد المطلوب.

$$\frac{ت}{ق} = ع$$

$$= \frac{8}{50} = 0.16 = 16\%$$

بما أن معدل العائد المتوقع (ع) = 16% يفوق معدل العائد المطلوب (ع) = 10% فإذا ننصح المستثمر بشراء السهم وعدم البيع.

3- تقييم السندات: بنفس الصورة التي تحدثنا بها عن الأسهم فإن المستثمر الذي يرغب في شراء أو بيع السندات يعتمد على وجود اختلافات في أسعار السندات السوقية، ويحاول الاستفادة من هذه الاختلافات لصالحه، كما أن الشركة المصدرة للسندات يمكنها أن تحدد القيمة الحقيقية للسند أو السعر الذي يفترض أن تباع به السند في السوق الأولي سوق الإصدار أي يباع بخصم أو بعلاوة، وللقيام بذلك فإن المحلل يستخدم أساليب وإجراءات تحليلية معينة، تتمثل في استخدام نموذج لإيجاد القيمة الحقيقية للسند أو السعر الذي يفترض أن يباع به السند.

- **نموذج تقييم السندات:** إن القيمة الحقيقية للأصول المالية والأصول الحقيقية على حد سواء تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة (المستقبلية) من الأصل.

وفي حالة السندات فإن التدفقات النقدية تشمل كل من مدفوعات الفائدة (الكوبون) طول عمر السند بالإضافة إلى القيمة الاسمية للسند، والتي تلتزم الشركة المصدرة بسدادها لحامل السند في تاريخ الاستحقاق.

أي أن القيمة الحقيقية للسند هو مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتمثلة في قيمة الفائدة الدورية (الكوبون) التي تدفع طول عمر السند إضافة إلى القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند التي تدفع في تاريخ الاستحقاق.

ولا بد من التنويه أن معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب (ع) الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية في حالة السندات لا بد أن يكون أقل من مثيله في حالة الأسهم الممتازة، والأسهم الممتازة أقل من الأسهم العادية، أما السبب فيرجع إلى تعرض حامل السهم العادي لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها حامل السهم الممتاز، ويتعرض حامل السهم الممتاز لمخاطر تفوق التي يتعرض لها حامل السند.

أن القيمة الحقيقية للسند تعتبر أداة مناسبة لتحديد السعر المناسب لشراء السند، خصوصاً عندما يقترن استخدامه مع العائد المطلوب من الاستثمار، أي قيمة السند الحقيقية تتوقف على المقارنة بين سعر الفائدة على السند ومعدل العائد المطلوب، حيث إذا كان سعر الفائدة على السند يفوق معدل العائد المطلوب تكون النتيجة أن القيمة الحقيقية للسند تفوق القيمة الاسمية، والعكس عندما يكون سعر الفائدة على السند يقل عن معدل العائد المطلوب تكون النتيجة أن القيمة الحقيقية للسند تقل عن القيمة الاسمية، أما إذا كان سعر الفائدة على السند يساوي معدل العائد المطلوب في هذه الحالة تكون النتيجة أن القيمة الحقيقية للسند تساوي القيمة الاسمية، ويمكن قياس القيمة الحقيقية للسند أي السعر الذي يفترض أن يشتري به باستخدام المعادلة التالية:

قيمة السند الحقيقية = قيمة الفائدة (الكوبون) × معامل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتساوية المتكررة + القيمة الاسمية للسند التي يتم الحصول عليها في تاريخ الاستحقاق × معامل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الغير متساوية الغير متكررة.

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = \text{ف ن} \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + \epsilon)^n}}{\epsilon} + \frac{1}{(1 + \epsilon)^n} \times \text{أ}$$

حيث إن:

ف ن = تمثل قيمة الفائدة الدورية (الكوبون) المدفوعة سنوياً المتساوية المتكررة والتي تدفع على فترات زمنية متساوية

$$\text{معامل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتساوية المتكررة مع العلم أن:} = \frac{1 - \frac{1}{(1 + \epsilon)^n}}{\epsilon}$$

ع = معدل العائد المطلوب

ن = تمثل عدد الدفعات المتكررة.

أ = القيمة الاسمية للسند

$$\text{معامل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الغير متساوية الغير متكررة مع العلم أن:} = \frac{1}{(1 + \epsilon)^n}$$

ع = معدل العائد المطلوب

ن = تاريخ استحقاق السند.

مثال: نعرض أن سند قيمته الاسمية 1000 دينار، ويستحق بعد 15 سنة، ومعدل الفائدة السنوي 10%.

المطلوب: إيجاد قيمة السند الحقيقية في الحالات التالية:

- عند سعر خصم (معدل عائد مطلوب) 5%

- عند سعر خصم (معدل عائد مطلوب) 10%

- عند سعر خصم (معدل عائد مطلوب) 15%

الحل:

$$\text{الفائدة المدفوعة السنوية (الكوبون)} = 1000 \times \frac{10}{100} \times \frac{12}{12} = 100 \text{ دينار}$$

1- القيمة الحقيقية للسند عند سعر خصم (معدل عائد مطلوب) 5%:

بما أن معدل الفائدة على السند 10% يفوق معدل العائد المطلوب 5% في هذه الحالة تكون القيمة الحقيقية للسند تفوق القيمة الاسمية، ويمكن إيجاد القيمة الحقيقية للسند (الحد الأقصى الذي ينبغي أن يدفعه المستثمر لشراء السند) باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = \text{ف ن} \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + \epsilon)^n}}{\epsilon} + \frac{1}{(1 + \epsilon)^n} \times \text{أ}$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 100 \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.05)^{15}}}{0.05} + \frac{1}{(1 + 0.05)^{15}} \times 1000$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 1037.96 + 481.0 = 1518.96 \text{ دينار}$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 1037.96 + 481.0 = 1518.96 \text{ دينار}$$

2- القيمة الحقيقية للسند عند سعر خصم (معدل عائد مطلوب) 10%:

بما أن معدل الفائدة على السند 10% يتساوى مع معدل العائد المطلوب في هذه الحالة تكون القيمة الحقيقية للسند تساوي القيمة الاسمية، ويمكن إيجاد القيمة الحقيقية للسند (الحد الأقصى الذي ينبغي أن يدفعه المستثمر لشراء السند) باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = \text{ف ن} \times \frac{1 - \frac{1}{(1 + \epsilon)^n}}{\epsilon} + \frac{1}{(1 + \epsilon)^n} \times \text{أ}$$

$$\frac{1}{15(0.10+1)} \times 1000 + \frac{1}{0.10} \times 100 = \text{قيمة السند الحقيقية}$$

$$0.2393 \times 1000 + 7.6060 \times 100 = \text{قيمة السند الحقيقية}$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 760.6 + 239.39 = 1000 \text{ دينار}$$

3- القيمة الحقيقية للسند عند سعر خصم (معدل عائد مطلوب) 15%:

بما أن معدل الفائدة على السند 10% أقل من معدل العائد المطلوب 15% في هذه الحالة تكون القيمة الحقيقية للسند أقل من القيمة الاسمية، ويمكن إيجاد القيمة الحقيقية للسند (الحد الأقصى الذي ينبغي أن يدفعه المستثمر لشراء السند) باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = \text{ف ن} \times \frac{1}{\text{ع}} + \frac{1}{\text{ع} + 1} \times \text{أ}$$

$$\frac{1}{15(0.15+1)} \times 1000 + \frac{1}{0.15} \times 100 = \text{قيمة السند الحقيقية}$$

$$0.1228 \times 1000 + 5.8473 \times 100 = \text{قيمة السند الحقيقية}$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 584.7 + 122.8 = 707.5 \text{ دينار}$$

- تقييم السندات في حالة الفائدة تكون نصف سنوية:

في حالة الفوائد الدورية تدفع على أساس نصف سنوي، فإننا نقوم بالتعديلات التالية:

1- نحسب الفائدة الدورية عن طريق تعديل سعر الفائدة السنوي بقسمته على 2 أو

$$\text{نحسب الفائدة الدورية باستخدام المعادلة } \left(\text{أ} \times \text{ع} \times \frac{6}{12} \right).$$

2- نعدل سعر الخصم (معدل العائد المطلوب) بقسمته على 2 .

3- نضرب الزمن حتى تاريخ الاستحقاق في 2 .

مثال: نفس بيانات المثال السابق إلا أن الفائدة نصف سنوية، وأن سعر الخصم (معدل العائد المطلوب) 8%.

الحل:

أولاً: نحسب الفائدة الدورية نصف سنوية (الكوبون)

$$0.05 = \frac{0.10}{2} = \text{سعر الفائدة النصف سنوي}$$

$$\text{فإذاً الفائدة نصف سنوية (الكوبون)} = 0.05 \times 1000 = 50 \text{ دينار}$$

أو:

$$\text{الفائدة نصف سنوية (الكوبون)} = \frac{6}{12} \times \frac{10}{100} \times 1000 = 50 \text{ دينار}$$

ثانياً: نعدل سعر الخصم (معدل العائد المطلوب)

$$0.04 = \frac{0.08}{2} = \text{سعر الخصم (معدل العائد المطلوب)}$$

ثانياً: نعدل عدد الفترات

$$\text{عدد الفترات} = 2 \times 15 = 30 \text{ فترة}$$

بما أن سعر الفائدة نصف سنوي 5% يفوق سعر الخصم (معدل العائد المطلوب) 4% في هذه الحالة سوف تكون القيمة الحقيقية للسند تفوق القيمة الاسمية.

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = \text{ف ن} \times \frac{1 - 1}{\text{ع}^{\text{ن}(\text{ع} + 1)}} + \frac{1}{(\text{ع} + 1)^{\text{ن}}}$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 50 \times \frac{1 - 1}{0.04^{30(0.04 + 1)}} + \frac{1}{0.04^{30}} \times 1000$$

$$3.08318 \times 1000 + 17.2920 \times 50 = \text{قيمة السند الحقيقية}$$

$$\text{قيمة السند الحقيقية} = 308.3 + 864.6 = 1172.9 \text{ دينار}$$

الفصل الثاني

التحليل الفني

أولاً: مقدمة عن التحليل الفني

- 1- مفهوم التحليل الفني
- 2- أنواع التحليل الفني
- 3- فروض التحليل الفني
- 4- مقارنة بين التحليل الأساسي والفني
- 5- بعض الانتقادات الموجهة للتحليل الفني
- 6- أنواع الرسوم البيانية

ثانياً: أدوات التحليل الفني

- 1- الدعم والمقاومة
- 2- خطوط الاتجاه

الفصل الثاني: التحليل الفني

أولاً: مقدمة عن التحليل الفني

1- مفهوم التحليل الفني:

هناك مدخلان كما أسلفنا في السابق لتحليل أسواق الأوراق المالية بالنسبة للمدخل الأول التحليل الأساسي فقد تناولناه في ما سبق، وهو تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف القطاع أو الصناعة، وتحليل ظروف الشركة، كل ذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم، ويتطلب التحليل الأساسي توفر البيانات والمعلومات عن الاقتصاد والصناعة والشركة، وأيضاً توفر محلي ذو خبرة وكفاءة لتحليل هذه البيانات والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية التي يمكن أن يحققها المستثمر من وراء شرائه لورقة مالية معينة، أي يحاول المحلل الأساسي التوصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

أما المدخل الثاني التحليل الفني فلا يهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم فلا يتطلب توفر البيانات والمعلومات عن الاقتصاد والصناعة والشركة، وذلك لأن اهتمامه ينصرف في الأساس إلى تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط تحركات تلك الأسعار بالهبوط أو الصعود في المستقبل، وذلك عن طريق بيانات ومعلومات عن سوق الأوراق المالية نفسه، المتمثلة في سعر وحجم تداول الأوراق المالية، وليس له علاقة بالمعلومات الخارجة عن السوق.

فالتحليل الفني: هو فن استخدام بعض الرسوم البيانية والمؤشرات التي يمكن استخدامها لمعرفة وقت اتخاذ قرار الشراء أو البيع، أي بناءً على حالة السوق أو نقاط التحول من صعود إلى هبوط، وذلك باتخاذ قرار الشراء عندما يكون السوق في نقطة التحول من هبوط إلى صعود، واتخاذ قرار البيع عند نقطة التحول من صعود إلى هبوط.

فالتحليل الفني يهتم بدراسة وضع السهم من حيث سعره وحجم تداوله في محاولة للتنبؤ بالسلوك الذي سيعتمده في المستقبل بالاعتماد على بعض الرسوم والمؤشرات التي تم وضعها لهذا الغرض.

2- أنواع التحليل الفني:

من مفهوم التحليل الفني يمكن تقسيم التحليل الفني إلى نوعين:

أ- نماذج الرسم البياني: هي الصورة التي ظهر فيها التحليل الفني في البداية، حيث كانوا المحللون يحددون حركة سعر السهم المستقبلية التي تظهر على شكل نماذج رسم بياني، والتي تتمثل في صور وتكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر، ويمكن تصنيفها إلى فئات مختلفة ضمن نوعين من النماذج هما: النماذج الانعكاسية والنماذج الاستمرارية، وذلك عن طريق دراسة منحنى سعر السهم على الرسم البياني بالعين المجردة فقط باستخدام بعض الأدوات التي تساعد في تحديد اتجاه السعر.

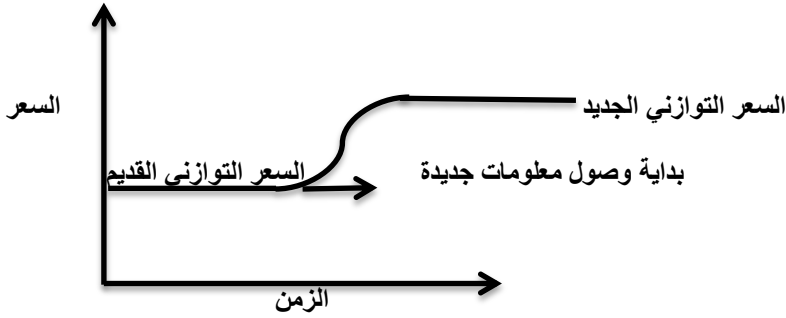
ب- مؤشرات التحليل الفني: انبثق هذا النوع من التحليل عن سابقه، وذلك لعدم وجود قوانين ثابتة تحكم التحليل الفني البياني، ما يجعل النتائج المتحصل عليها تختلف من محلل فني لآخر، وقد شاع استخدام التحليل الفني باستخدام المؤشرات بعد ظهور الحاسبات الآلية وبرامج التحليل الإحصائي، والتحليل الفني باستخدام المؤشرات يعمل على إيجاد إشارات ثابتة تشير إلى توقيت بداية ونهاية كل من الاتجاه الصاعد أو الاتجاه الهابط، وذلك عن طريق تركيب مؤشرات تدعى المؤشرات الفنية، والتي يكون أساس حسابها معطيات رقمية حول سعر السهم وحجم التداول وعدد الأسهم، وهذا يسمح ببناء نظام تداول يعتمد على الإشارات التي تقدمها مؤشرات التحليل الفني.

لكن بالرغم من أن نتائج التحليل الفني باستخدام المؤشرات تعتبر أكثر منطقية وعلمية من نتائج التحليل باستخدام نماذج الرسم البياني، فإن ذلك لا يعني الاستغناء عنها، بل يبقى التحليل باستخدام نماذج الرسم البياني عنصراً هاماً لا يستغنى المحلل الفني عن استخدامه.

3- فروض التحليل الفني:

إن التحليل الفني يقوم على الفروض التالية:

1- السوق غير كفاء: تقوم فلسفة التحليل الفني على فرضية أن السوق غير كفاء، وذلك لأن سرعة تغيير أسعار الأسهم في السوق لا تستجيب للبيانات والمعلومات بسرعة، فالأسعار تتحرك في اتجاهات تستمر لفترة طويلة نسبياً، ويرجع في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض والطلب، وبالتالي على سعر الورقة المالية لا تدخل إلى السوق في نقطة زمنية واحدة، ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة، ويحدث ذلك بسبب اختلاف توقيت وصول المعلومات إلى المستثمرين، حيث تصل المعلومات إلى المستثمرين بشكل متدرج، فالمعلومات تتسرب أولاً من مديري الشركة وكبار العاملين فيها إلى المحللين من أصحاب النفوذ، ثم تأخذ طريقها فيما بعد إلى المستثمرين العاديين، ولذلك لا يتوقع الفنيون أن يكون السعر التوازني الجديد بنفس السرعة التي يتوقعها المحللون الأساسيين، ولكن فكرتهم تقوم على أن يتم الانتقال إلى السعر التوازني بالتدريج، والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات، كما يوضحها الشكل التالي:



شكل (5) يوضح الكيفية التي تتغير بها الأسعار

ويبحث المحللون الفنيون عن بداية التحرك من سعر التوازني القديم إلى سعر التوازني الجديد، وذلك حتى يستطيعوا التحرك مبكراً والاستفادة من التغيير عن طريق الشراء في بداية الاتجاه تصاعدي، والبيع في بداية الاتجاه تنازلي، وبالتالي فإن عدم استجابة الأسعار للمعلومات والبيانات بسرعة يجعل المحلل الفني أنه ليس بحاجة إلى كم هائل من البيانات والمعلومات عن الاقتصاد والصناعة والشركة، وما يترتب عليه من تكلفة تحليلها، فهذه المعلومات وفق نظرة الفنيين لن تضيف شيئاً بقدر ما سوف تسببه من إرباك، فالمحلل الفني ليس في حاجة سوى لمعلومات عن أسعار وحجم الصفقات

والتداول إضافةً إلى أداة قد تكون مؤشر أو نموذج بياني يمكن من خلاله اكتشاف بداية التحول من السعر التوازني الحالي إلى السعر التوازني الجديد دون أن يشغل نفسه بمعرفة أسباب هذا التحول.

2- الأسعار تتحرك في اتجاهات: يفترض التحليل الفني أن الأسعار تتحرك في اتجاهات، وهناك احتمالية استمرار الاتجاه في حركته أكثر من احتمالية انعكاسه، أي إنه يمكن القول أن الاتجاه سوف يستمر في حركته في نفس الاتجاه الذي يسير عليه حتى يتم الانعكاس، أي يتم تتبع الاتجاه القائم حتى تظهر أي إشارة من إشارات الانعكاس، وتظهر إشارات الانعكاس عند دراسة مجموعة من الأدوات مثل مستويات الدعم والمقاومة، ونماذج السعر، وخطوط الاتجاه، والمتوسط المتحرك، وغيرها من المؤشرات.

3- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى الطلب والعرض: يعتمد التحليل الفني على أن حركة السعر ما هي إلا انعكاس للتغيرات التي تطرأ على الطلب والعرض، فإذا تفوق الطلب على العرض يرتفع السعر، وإذا تفوق العرض على الطلب ينخفض السعر، وهذه الحركة هي أساس جميع التغيرات الاقتصادية.

أي أن قوى الطلب والعرض قد ينتج عنها ظهور ما يسمى بالسوق التصاعدي أو السوق التنازلي، وبالتالي فإنه يمكن القول إن الرسوم البيانية للأسعار لا تسبب في حد ذاتها في تحرك السوق للأعلى أو للأسفل، وإنما تتلخص وظيفة هذه الرسوم ببساطة في عكس سيكولوجية السوق سواء كانت لصالح الاتجاه التنازلي أو الاتجاه التصاعدي.

وإن العرض والطلب تحكمه عوامل عديدة بعضها رشيد يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي، والبعض الآخر غير رشيد يدخل في نطاق العلوم السلوكية والنفسية للمتعاملين.

4- التاريخ يعيد نفسه: كما يعتمد التحليل الفني على فرضية أن التاريخ يعيد نفسه، وذلك بأن فهم المستقبل يكمن في دراسة الماضي، وأن المستقبل ما هو إلا تكرار للماضي.

5- حجم التداول يؤكد اتجاه السعر: يفترض التحليل الفني أنه لا بد أن يتزايد حجم التداول في بداية خط الاتجاه التصاعدي عندما ترتفع الأسعار للأعلى نتيجة زيادة

أوامر الشراء، وفي بداية خط الاتجاه التنازلي عندما تنخفض الأسعار للأسفل نتيجة زيادة أوامر البيع.

ويعتقد المحللون الفنيون بأن حجم التداول يسبق حركة تغير اتجاه السعر فتظهر التغيرات في عمليات البيع والشراء في مؤشر حجم التداول قبل ظهورها على حركة السعر، فحجم التداول يعكس مدى ضغوط البيع أو الشراء في السوق، حيث يتم تقسيم حجم التداول إلى حجم الطلب وحجم العرض، وعن طريق مقارنة نسبة الطلب إلى العرض نستطيع أن نحدد درجة ميل السوق إلى الاتجاه التصاعدي أو إلى الاتجاه التنازلي.

ويعتبر قياس نسبة حجم الطلب إلى حجم العرض أحد الاستخدامات الأساسية لبيانات حجم التداول فعندما يغلب حجم الطلب على حجم العرض، فإن ذلك دلالة إلى ميل الأسعار إلى الاتجاه التصاعدي، أما إذا تفوق حجم العرض على حجم الطلب، فإن ذلك دلالة إلى ميل الأسعار إلى الاتجاه التنازلي.

4- مقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

- التحليل الأساسي يرتكز على دراسة متغيرات داخل الاقتصاد الكلي، ومتغيرات القطاع، ودراسة الشركة المصدرة للسهم، وذلك للتنبؤ بالعائد المستقبلي للورقة المالية التي تسبب في ارتفاع السعر وانخفاضه أو ثباته على نفس المستوى، ويفحص التحليل الأساسي كل العوامل التي تؤثر على العائد المستقبلي، وذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، أي يدرس المحلل الأساسي سبب حركة السعر.

بينما التحليل الفني يرتكز على دراسة حركة الأسعار وحجم التداول في السوق، ومن غير الضروري الإلمام بأسباب الحركة، فكل ما يعنيه هو حركة الأسعار في السوق على أساس أن السعر يعكس كل الأنباء والمعلومات المعلنة وغير المعلنة، وكذلك توقعات جميع المتعاملين به، وهو ما يعرف بأن السوق يقوم بخصم كل المؤثرات ليبلورها ويعكسها في سعر التداول، فارتفاع الأسعار بالنسبة للمحلل الفني يعني زيادة الطلب على العرض، أما انخفاض الأسعار عنده فمعناه زيادة العرض على الطلب.

- يعترف دعاة التحليل الفني أن المحلل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكنه أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، وذلك لأن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت الملائم، أما المحلل الفني فإن عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث، ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار أي يدرس الماضي للتنبؤ بالمستقبل.

- يفترض التحليل الأساسي أن سوق الأوراق المالية كفاء على الأقل عند المستوى الضعيف أو المتوسط، بينما التحليل الفني يفترض أن السوق غير كفاء، وأن التحرك من سعر توازني إلى آخر يستغرق بعض الوقت.

- من نقاط القوة التي يتميز بها التحليل الفني بأنه يمكن تطبيقه في أي سوق من أسواق الأوراق المالية، حيث يمكن للمحلل الفني متابعة العديد من الأسواق لأنه يمتاز بالبساطة والسهولة وانخفاض التكاليف فلا يحتاج إلى كم هائل من البيانات والمعلومات.

كما من مزايا التحليل الفني أنه يمكن تطبيقه لفترات زمنية مختلفة باستخدام الرسوم والمؤشرات اليومية أو الأسبوعية أو الشهرية، ولكن لا يمكن تطبيق ذلك لمن يعتمد على التحليل الأساسي، وذلك بسبب كمية البيانات والمعلومات الهائلة التي يعتمد عليها

التحليل الأساسي، وأيضاً لأن التحليل الأساسي يحتاج لوقت وجهد ولمحلل ذو خبرة وكفاءة.

- يمتاز التحليل الفني بالسهولة والسرعة فمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي يمكن أن تكون رسم بياني أو مؤشر والتي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار، يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم، كل ذلك دون حاجة إلى تجميع وتحليل الكم الهائل من المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي المتمثلة في معلومات عن الاقتصاد الكلي وعن القطاع وعن الشركة، والتي تتطلب وقتاً وجهداً وتكلفة، بينما المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني تتمثل في الأسعار وحجم التداول وعدد الصفقات وحجمها والتي تتاح يومياً وبانتظام وبدون تكلفة تقريباً.

وعلى الرغم من تلك الفروق التي بين التحليل الأساسي والتحليل الفني، إلا أنه يمكن استخدامهما مع بعضهما البعض لتحقيق فائدة متبادلة، حيث من الممكن تحليل السوق من كلا الاتجاهين الأساسي والفني.

كما يمكن للمحلل الأساسي استخدام إحدى أدوات التحليل الفني لأنها تمتاز باليسر والسهولة، وذلك للتأكد من تحليله، حيث يمكنه ذلك باستخدام بعض من أدوات التحليل الفني عن طريق أحد أنظمة الكمبيوتر للتأكد من عدم دخوله في صفقات تعاكس نتائج التحليل الفني.

5- الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي والتحليل الفني:

أولاً: الانتقادات الموجهة للتحليل الفني:

أ- نظرية الحركة العشوائية: إن نظرية الحركة العشوائية تنتقد طريقة التحليل الفني، حيث إن نظرية الحركة العشوائية تفترض أن تغيرات الأسعار مستقلة عن بعضها بشكل متسلسل، وأن السعر الماضي مؤشر لا يمكن الاعتماد عليه لتحديد الاتجاه المستقبلي للسعر، باختصار حركة السعر هي حركة عشوائية ومستقلة عن أسعار الأسهم في الماضي، وتعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، وذلك لأن التغيرات في أسعار الأسهم الحالية تعكس المعلومات المتاحة الماضية، أما أسعار الغد فلا يمكن أن يتحدد اتجاهها اليوم بل يتحدد في الغد عندما تصل إلى السوق معلومات جديدة لا ندري عنها شيئاً، وبما أن المعلومات تصل إلى السوق في صورة عشوائية ومستقلة عن بعضها، ولا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها، ذلك يجعل الأسعار تتحرك في صورة عشوائية بين اليوم والأمس وبين لحظة وأخرى، وهذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل.

أما مؤيدو التحليل الفني يقولوا أنه من غير الواقعي افتراض أن جميع الحركات هي حركات عشوائية، وأنه ليس هناك القدرة على اكتشاف النماذج والمؤشرات التي يمكن استخدامها لمعرفة اتجاه السعر، فعدم قدرة المحللين على اكتشاف وجود هذه النماذج والمؤشرات لا يعتبر إثبات على أنها ليست موجودة بالفعل، ويؤكدوا على أن لسعر السهم سلوكاً معيناً يتبعه، ومعارضين بذلك لفكرة العشوائية في تحرك سعر السهم، مما أدى إلى ظهور تيار بحث جديد يعرف بالسلوكية المالية، والتي تفيد بأن القرارات الاستثمارية المتخذة من أجل شراء أو بيع الأسهم ليست عقلانية مئة بالمائة، وأن هناك عدداً كبيراً من المستثمرين اللاعقلانيين الذين من شأنهم التأثير على حركة سعر السهم في الاتجاه المعاكس.

ويؤكد مؤيدو التحليل الفني أن أي لمحة عن الرسم البياني من قبل المحلل الفني المحترف يمكنه معرفة اتجاه السعر، وبالتالي السؤال هنا كيف يفسر المؤيدون لنظرية الحركة العشوائية وجود مثل هذه الاتجاهات السعرية، وكيف يشرح هؤلاء تلك الأرباح الناتجة عن استخدام النماذج والمؤشرات التي تتبع اتجاه السعر؟

على سبيل المثال كيف يمكن الاحتفاظ بصفقات الشراء في السوق التنازلي؟ وكيف سيعلم المحلل بالفرق بين السوق التصاعدي والسوق التنازلي، إن لم يكن من الممكن الاعتماد على الأسعار في تحديد الاتجاه، فإن المحلل الفني يرفض تماماً فكرة أن

الأسواق تتحرك بعشوائية، فإذا كانت الأسواق تتحرك بعشوائية بالفعل فلن يكون التنبؤ باستخدام التحليل الفني مجدداً على الإطلاق.

ويعتمد المحلل الفني على أن الأسواق تحسم كل شيء حيث إنه لا يوجد طريقة للاستفادة من مميزات المعلومات المتاحة لأن الأسواق بإمكانها حسم مثل هذه المعلومات بسرعة جداً، وأن أي حركة تظهر بشكل عشوائي ولا يمكن توقعها ذلك يكون للمتعاملين الذين لا يفهمون القواعد التي تقوم عليها هذه الحركة، فعلى سبيل المثال يظهر في المخطط الكهربائي للقلب الكثير من الحركات العشوائية للشخص العادي الغير المتخصص، إلا أن جميع التغيرات المفاجأة في هذا المخطط لها معنى، وليست تغيرات عشوائية بالتأكيد بالنسبة للطبيب المتمرس، وبالتالي من الممكن أن تظهر حركة الأسواق المالية بأنها حركة عشوائية للمتعاملين الذين لا يمتلكون الوقت لدراسة قواعد وسلوك السوق، فعندما تتحسن مهارة قراءة الرسم البياني يتلاشى وهم الحركة العشوائية بالتدريج.

ب- هل يمكن استخدام الماضي من أجل التنبؤ بالمستقبل؟ وغالباً ما يثار السؤال عن مدى جدوى استخدام البيانات التاريخية في التنبؤ بالمستقبل، ومن المدهش أن يثير نقاد التحليل الفني مثل هذه النقطة لأن طرق التنبؤ المعروفة تعتمد بالكامل على دراسة البيانات التاريخية، والسؤال هنا ما هو نوع البيانات الأخرى التي يتم التعامل معها؟

يوضح علم الإحصاء الفرق بين الإحصاء الوصفي والإحصاء الاستنتاجي، حيث يشير الإحصاء الوصفي إلى التقديم المصور للبيانات مثل السعر على الرسم البياني القياسي، أما الإحصاء الاستنتاجي فيشير إلى الاستنتاجات التي يتم استنتاجها من هذه البيانات، ولذلك يقع الرسم البياني للسعر تحت عنوان الإحصاء الوصفي، بينما يقع أداء المحللين الفنيين على هذه البيانات تحت عنوان الإحصاء الاستنتاجي، ولا يمكننا التنبؤ بالمستقبل إلا عن طريق تصور تجارب الماضي في المستقبل، ولذلك يتم استخدام البيانات التاريخية للتنبؤ بالمستقبل في التحليل الفني على أساس مفاهيم إحصائية.

ج- التنبؤ بالأداء الذاتي: انتشر استخدام معظم نماذج الرسم البياني خلال السنوات الأخيرة، وأن العديد من المتعاملين على دراية تامة بهذه النماذج ويستطيعون التصرف معها، حيث تظهر موجات من الشراء أو البيع نتيجة نماذج الاتجاه التصاعدي أو الاتجاه التنازلي، أي يقوم كل شخص بنفس التصرف في نفس الوقت، وهذا يخلق ما يسمى بالتنبؤ بالأداء الذاتي.

والحقيقة أن قراءة الرسم البياني تعتبر فن في حد ذاتها، ومن الممكن أن تكون كلمة مهارة أكثر دقة، وهناك العديد من طرق التحليل الفني المختلفة، والتي غالباً ما تتناقض مع بعضها البعض، وحتى لو أتفق معظم المحللين الفنيين على توقع واحد لحركة السوق فليس من الضروري أن يدخل كل من في السوق بنفس الطريقة وفي نفس الوقت، فمن الممكن أن يحاول البعض أن يسبق إشارة الرسم البياني والدخول إلى السوق باكراً، بينما من الممكن أن يدخل البعض الآخر عند كسر خط الاتجاه، كما أنه من الممكن أن تنتظر فئة أخرى تراجع السعر بعد الكسر قبل أن تتخذ أي إجراء.

وبمعنى آخر يجب بعض المستثمرين الدخول في المغامرة، بينما يتحلى البعض الآخر بالتحفظ، كما يستخدم البعض أوامر محددة عند الدخول في السوق، بينما يفضل البعض الآخر استخدام أوامر السوق، وكما أن البعض يفضل التداول على المدى الطويل، بينما يفضل البعض الآخر التداول اليومي، ولذلك فإن احتمالية اتخاذ جميع المحللين الفنيين نفس الإجراء بنفس الطريقة وفي نفس الوقت أمر غير وارد أبداً.

د- لا يمكن للتحليل الفني المساعدة في اتخاذ أي قرار استثماري عند إدراج شركة جديدة في السوق: وذلك لعدم وجود أي بيانات تاريخية لسعر السهم يركز عليها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، مما يضيع فرصة لتحقيق الأرباح.

هـ- التحليل الفني ليس موضوعياً: يعتبر منتقدي التحليل الفني أن التحليل الفني لا يعد علماً قائماً بذاته، وذلك لأن النتائج التي يتحصل عليها المحللون الفنيون لنفس البيانات تختلف، لذلك فإن التحليل الفني لا يخبرنا إلا بما نستطيع قراءته، حيث إنه لنفس البيانات التاريخية لسعر السهم يمكن بناء عدة سيناريوهات مختلفة، تختلف حسب وجهة النظر والأدوات التي يستخدمها المحلل الفني، فيمكن أن يتنبأ الأول بالانعكاس في الاتجاه العام السائد حالياً، بينما يتنبأ المحلل الآخر باستمرار لهذا الاتجاه، إذ لا توجد قاعدة واضحة متفق عليها بين مستخدمي منهج التحليل الفني، وعلى هذا الأساس فإن القرار الاستثماري يصبح غير موضوعي.

هذا الانتقاد يمكن توجيهه بالأخص إلى التحليل الفني البياني، والذي تعتمد نتائجه على خبرة المحلل وعلى طريقة تفسيره للنموذج الذي يكونه منحنى سعر السهم، فهذا الانتقاد لا ينطبق على التحليل الفني الإحصائي الذي يعتمد على مؤشرات إحصائية دقيقة، وبالتالي لا يترك مجالاً لأي تفسيرات خاطئة بين مختلف المحللين الفنيين.

ثانياً: الانتقادات الموجهة للتحليل الأساسي:

أ- عجز التحليل الأساسي على تفسير حركة سعر السهم: في كثير من الأحيان نلاحظ أن سعر السهم يتغير تغيراً ملحوظاً دون وجود أي سبب وجيه لذلك، حيث يعجز المحللون الأساسيون عن تفسيره وعن الاستفادة منه، وهنا يمكن للمحلل الفني التصرف والاستفادة من هذه التقلبات في سعر السهم عن طريق مؤشرات التحليل الفني المصممة خصيصاً لقياس كل حركة تطراً على سعر السهم.

ب- تعدد المعلومات الواجب دراستها قبل اتخاذ قرار الاستثمار: يقوم المحلل الأساسي بدراسة كم من الوثائق والتقارير التي تصدرها مختلف الجهات سواء كانت تقارير من داخل أو خارج الشركة، وذلك لسنوات النشاط السابقة، هذا ما يتطلب وقتاً وجهداً كبيرين ليس من قبل شخص واحد فحسب بل من قبل فريق متخصص وذو خبرة، مما قد يتسبب في ضياع فرص استثمارية جيدة.

ج- استحالة إدراك كل العوامل المحيطة بالمؤسسة: إن توفر كافة التقارير المتعلقة بالمؤسسة للمتعاملين بشكل عام لا يعني بالضرورة أن المحلل الأساسي سيتخذ القرار الاستثماري الصائب، وذلك لأنه من الصعب إدراك كافة العوامل التي من شأنها التأثير على أداء المؤسسة، وحتى لو تمكن فريق التحليل الأساسي من إدراك كافة العوامل، فإنه يمكن أن تطرأ تغيرات جديدة على أحد هذه العوامل، هنا وفي أحسن الأحوال ينتبه فريق التحليل الأساسي لهذه التغيرات قبل فوات الأوان، ويعيد النظر في القرار عن طريق دمج المتغيرات الجديدة، وفي أسوأ الأحوال لا ينتبه المحللون الأساسيون إلى هذه التغيرات مما يؤدي إلى اتخاذ قرار استثماري خاطئ، لذلك نلاحظ أنه ليس من السهل اتخاذ قرار استثماري في ظل التعقد وعدم التأكد التام بالعوامل المحيطة بالمؤسسة.

د- ماذا لو كانت القيمة السوقية أكبر بكثير من القيمة الحقيقية؟: يقوم المحلل الأساسي باتخاذ قرار الشراء عندما تكون القيمة الحقيقية أكبر أو تساوي القيمة السوقية للسهم، إلا أنه عادةً ما تكون القيمة السوقية للسهم أعلى بكثير من القيمة الحقيقية، وهذا ما يضيق من مجال عمل التحليل الأساسي، بحيث لا يمكن اتخاذ قرار بالشراء في مثل هذه الحالات، وبالتالي تضيع فرص تحقيق أرباح إذا ارتفع سعر سهم المؤسسة في المستقبل، وهنا تظهر أهمية التحليل الفني الذي يمكننا من تحديد اتجاه سعر السهم في لحظة معينة مقارنة بما كان عليه في فترة زمنية سابقة.

هـ- غياب منهجية لاختيار توقيت دخول السوق: إن إيجاد القيمة الحقيقية غير كافي من أجل اتخاذ قرار الاستثمار، وذلك لأنه يجب اختيار التوقيت الجيد لدخول السوق، وهذا السؤال لا يجب عليه التحليل الأساسي، وتكمن أهمية اختيار توقيت السوق في تقادي شراء أسهم في بداية دورة الانخفاض، أو بيع أسهم في بداية دورة الصعود، وبالتالي تقادي الخسائر.

6- أنواع الرسوم البيانية:

من المعروف أن رسم الأعمدة اليومي هو أكثر أنواع الرسوم البيانية استخداماً في التحليل الفني، إلا أنه يوجد أنواع أخرى من الرسوم البيانية التي يستخدمها المحللون الفنيون مثل رسم الخط البياني، ورسم الشموع اليابانية، كما يستخدم البعض الرسم البياني (X- O) الذي يوضح حركة الأسعار فقط دون قياس الزمن.

وإن الرسم البياني يعتمد على مصادر أساسية للمعلومات هي السعر وحجم التداول، ويمكن أن يصبح الرسم البياني مفيداً للغاية في حالة فهم المبادئ الأساسية الخاصة باتجاه السعر، والتي تعتبر حجر الأساس للتحليل الفني.

وسوف نتطرق إلى هذه الرسوم في النقاط التالية:

أ- الخط البياني: في هذا النوع يتم توصيل أسعار الإغلاق ببعضها البعض حيث يظهر على شكل خط متصل يصل بين أسعار الإغلاق المتتالية.

حيث إن كل نقطه تكون ظاهرة تعكس سعر الإغلاق ويزودنا الرسم البياني الخطي المتداول بفكرة عامة عن تحركات السعر في إطار زمني معين عادةً ما يكون يومي، وقد يكون أسبوعي أو شهري.



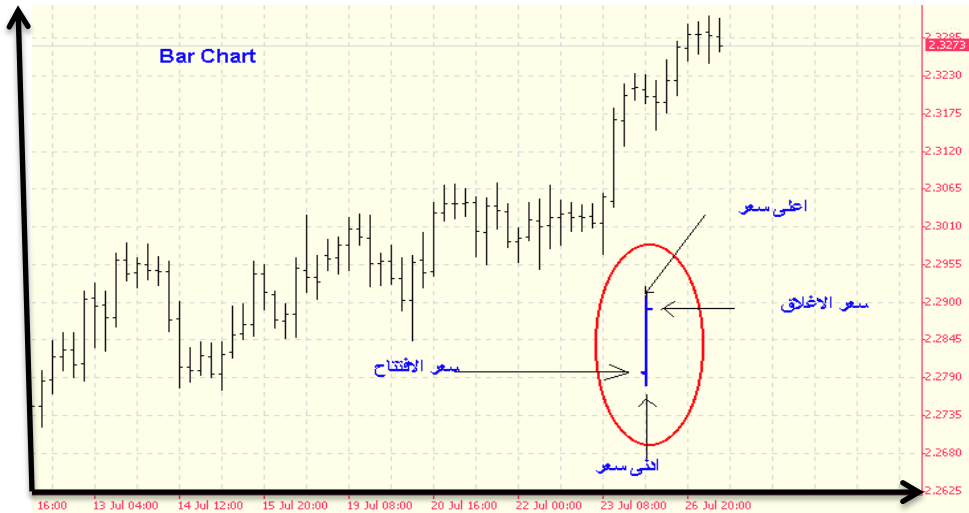
شكل (6) يوضح رسم الخط البياني

ب- الأعمدة البيانية: يتميز رسم الأعمدة البيانية ببساطتها البالغة ويتكون من خط السعر ويمثل المحور الرأسي، وخط الزمن ويمثل المحور الأفقي.

المحور الأفقي يمثل محور الزمن، ويتم تسجيل التواريخ في الجزء السفلي، ويمكن تطبيقه على أي فترة زمنية، ويقوم رسم الأعمدة البيانية اليومي بتغطية ما يعادل ستة إلى تسعة أشهر عن حركة السعر، ويمكن أن يوضح الرسم البياني الأسبوعي نشاط السعر لمدة خمس سنوات، والشهري يزيد عن عشرين سنة، فتساعد هذه التقنية البسيطة قاري الرسم البياني على دراسة الأسواق على مدى أطول.

أما المحور الرأسي يمثل محور السعر، والذي يمكن تطبيقه كما أسلفنا على أساس يومي أو أسبوعي أو شهري، وكل ما على المحلل فعله هو رسم خط عمودي في اليوم أو الأسبوع أو الشهر المحدد، وغالباً ما يتم الرسم على أساس يومي حيث يصل الخط العمودي ما بين أعلى سعر خلال اليوم وأدنى سعر، ويسمى هذا الخط بنطاق التداول اليومي، ويتم رسم إشارة صغيرة أفقية تظهر على يسار هذا الخط الرأسي لتحديد سعر الافتتاح اليومي، وإشارة صغيرة على يمين الخط لتحديد سعر الإغلاق اليومي عندما ينتهي نشاط التداول اليومي، وفي اليوم التالي نتجه لليمين للبدء في رسم خط عمودي آخر يمثل بداية نشاط التداول، وغالباً ما يستخدم الرسم البياني خمسة أيام في الأسبوع، حيث لا يتضمن هذا الرسم الإجازة الأسبوعية أو عند إغلاق البورصة خلال أسبوع التداول فيتترك مكان هذا اليوم فارغاً.

وإن ميزة الأعمدة البيانية بأنها تزود المحلل بمعلومات قيمة ومفيدة أكثر من الرسم البياني الخطي حيث تحدد سعر الافتتاح، وسعر الإغلاق، وأدنى وأعلى سعر لكل يوم.



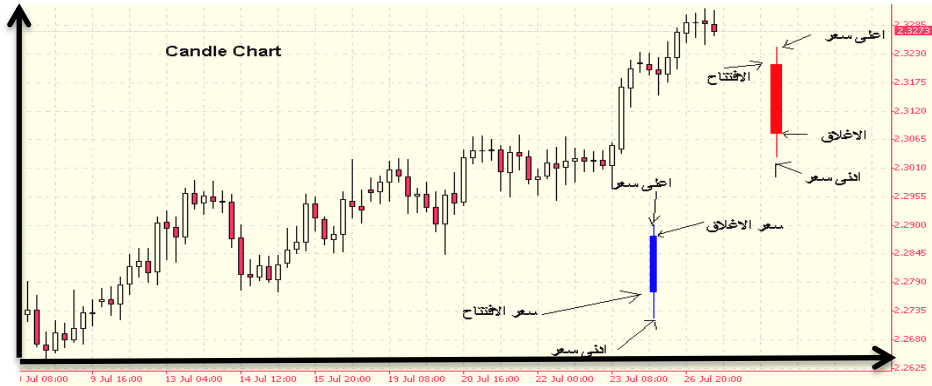
شكل (7) يوضح رسم الأعمدة البيانية

جـ- الشموع اليابانية: تعتبر رسوم الشموع اليابانية هي نسخة يابانية من رسوم الأعمدة البيانية، وقد أصبح استخدامها شائعاً وتسجل الشموع اليابانية نفس الأربعة أسعار التي تسجلها رسوم الأعمدة التقليدية، سعر الافتتاح وسعر الإغلاق وأعلى سعر وأدنى سعر، إلا أن الشكل المرئي هي أعمدة تشبه الشموع ولأن أول من استخدمها في التحليل الفني هم اليابانيون في مضاربات الأرز لذلك تسمى الشموع اليابانية ، وتتكون كل شمعة من أجزاء مهمة كما يظهر في الرسم وهي:

- جسم الشمعة: ويسمى الجزء الأكبر من العمود بجسم الشمعة، ووظيفته هي قياس المسافة بين سعر الإغلاق وسعر الافتتاح، وإذا كان سعر الإغلاق أعلى من سعر الافتتاح يكون لون جسم الشمعة هو اللون الأزرق (إيجابي)، أما إذا كان سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح يكون لون جسم الشمعة هو اللون الأحمر (سلبي)، وكبير وصغر جسم الشمعة يعكس مدى الاختلاف بين سعر الافتتاح والإغلاق، وتعتبر العلاقة بين سعر الإغلاق والافتتاح هي مفتاح رسم الشموع اليابانية.

- الظلال: يوجد خط رفيع يسمى الظل، وينقسم إلى خط علوي يمثل أعلى سعر وصل له السهم خلال هذه الفترة، ويطلق عليه رأس الشمعة، وخط سفلي يمثل أقل سعر وصل له السهم في هذه الفترة، ويطلق عليه رجل الشمعة، وأن طول رأس الشمعة يعكس مدى ارتفاع السعر، كما أن طول رجل الشمعة يعكس مدى انخفاض السعر، وذلك عن سعر الإغلاق أو الافتتاح حسب لون الشمعة.

ومن الجدير بالذكر أنه يمكننا استخدام الشموع اليابانية في كل شيء يستخدم في رسوم الأعمدة التقليدية، بمعنى آخر أن جميع المؤشرات وجميع أدوات التحليل الفني التي تستخدم في رسم الأعمدة يمكن استخدامها أيضاً في رسم الشموع اليابانية.



شكل (8) يوضح رسم الشموع البيانية

د- رسم النقطة والشكل (X - O): يختلف الرسم البياني النقطة والشكل عن باقي الرسوم البيانية، ومن أهم هذه الاختلافات هي أنه يتجاهل عامل الزمن، ويعتمد فقط على عامل السعر، فهو يوضح حركة الأسعار فقط دون قياس الزمن، حيث إذا لم يحدث أي تغيير في السعر لا يتم تسجيل أي شيء في الرسم البياني، وفي فترات النشاط قد يتطلب الأمر رسم العديد من الأعمدة، أي يقدم حركة السعر بشكل مضغوط أكثر، ويتكون هذا الرسم من عامودين متتاليين وهما العمود X والعمود O تمثل الإشارة X الأسعار المرتفعة والإشارة O الأسعار المنخفضة، ويتم تحديد مقياس لرسم X - O يطلق عليه نطاق السعر، وهو يمثل عدد النقاط اللازمة لرسم X - O في المربع حيث إذا تغير السعر أقل من حجم نطاق السعر لا يتم رسم شيء في المربع، وعادةً ما يتم تحديد مربع لكل 5 نقاط لدراسة اتجاهات السعر على المدى الطويل، ومربع لكل 3 نقاط يتم استخدامه على المدى المتوسط، ومربع لكل نقطة يتم استخدامه لدراسة اتجاهات السعر على المدى القصير ويعتبر أكثر حساسية.

كما يتم تحديد مدى الانعكاس، وهو عدد النقاط اللازمة لعكس الاتجاه ولرسم عمود جديد لـ X أو O حيث يحدد عدد المربعات التي يجب ألا تقل في العمود الواحد، ويتم احتسابه وفق الآتي:

$$\text{مدى الانعكاس} = \text{حجم نطاق السعر} \times \text{عدد مدى الانعكاس}$$

وأن عدد مدى الانعكاس عادةً ما يتم تحديده بـ3 أو 5 .

وضبط الرسم يتم تحديده بمعياريين هما حجم نطاق السعر ومدى الانعكاس، حيث إن زيادة حجم النطاق ومدى الانعكاس يترتب عليه انخفاض في عدد الأعمدة، وبالتالي تظهر إشارات البيع أو الشراء أقل، الأمر الذي يسمح للمستثمر بالتركيز على اتجاه السوق العام، ويعتبر جيد للتداول على المدى البعيد.

أما تقليل حجم النطاق ومدى الانعكاس يتسبب في زيادة حساسية الرسم البياني، حيث يترتب عليه عدد أعمدة أكثر، وبالتالي تظهر إشارات البيع أو الشراء أكثر، الأمر الذي يسمح للمستثمر بالتركيز على اتجاه السعر، ويعتبر جيد للتداول على المدى القصير.

وللتوضيح سنقوم بإنشاء رسم بياني بحجم نطاق السعر 5 وعدد مدى الانعكاس 3 باستخدام البيانات التالية:

اليوم	السعر	- +
1	100	
2	105	5 +
3	130	25 +
4	113	17 -
5	108	5 -
6	115	7
7	120	7
8	118	2-
9	125	5
10	130	5
11	125	5 -
12	140	15

145 - 141				
140 - 136			X	
135 - 131			X	
130 - 126	X		X	X
125 - 121	X	O	X	O
120 - 116	X	O	X	
115 - 111	X	O	X	
110 - 106	X	O		
105 - 100	X			
99 - 95				

شكل (9) يوضح رسم النقطة والشكل

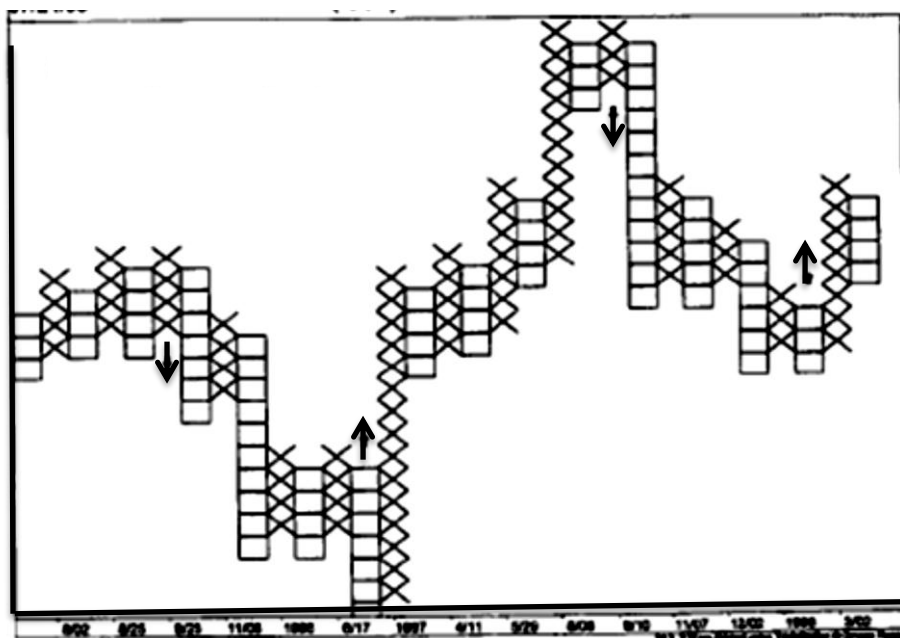
مقياس الرسم مربع لكل 5 نقاط معناه ارتفاع السعر بمقدار 5 نقاط ينتقل مربع واحد للأعلى X وانخفاض السعر بمقدار 5 نقاط ينتقل بمقدار مربع واحد للأسفل O وإذا ارتفعت الأسعار أو انخفضت بمقدار أقل من 5 نقاط لا يتم رسم أي شكل.

فعند ارتفاع الأسعار بمقدار 5 نقاط يتم الانتقال إلى اليمين بمقدار مربع واحد وينتقل بمقدار مربع واحد للأعلى ويتم رسم X وهكذا عند الارتفاع يتم رسم X وعند الانخفاض بمقدار 5 نقاط يتم الانتقال إلى اليمين بمقدار مربع في عمود جديد ويتم الانخفاض بمقدار مربع واحد ويتم رسم O .

أما بخصوص مدى الانعكاس (الحد الأدنى لعدد المربعات في كل عمود) فيجب ألا يقل عن عدد 3 مربعات في كل عمود ($15 = 5 \times 3$).

لهذا السبب في العمود الرابع لم يتم الانتقال إلى عمود جديد لأنه حسب القاعدة لا يمكن رسم مربع واحد في العمود، ولهذا تم الانتقال إلى الأعلى في نفس العمود عند ارتفاع الأسعار وتم رسم X.

ويكون تحديد إشارات البيع أو الشراء على هذا الرسم أكثر دقة وسهولة من رسم الأعمدة البيانية، حيث في كل مرة يرتفع بها العمود X بمقدار مربع واحد عن العمود السابق يكون هذا معناه حدوث كسر للسعر للأعلى وتكون إشارة شراء، وعلى نحو مماثل عندما ينخفض العمود O إلى مستوى أقل من أدنى مستوى سجله العمود O السابق يكون هذا معناه حدوث كسر للسعر للأسفل، وتكون إشارة بيع، ومن الممكن استخدام هذه الاختراقات التي يقوم بها على أنها إشارات للبيع أو الشراء، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



- ربط الرسوم البيانية طويلة المدى بالقصيرة المدى:

يعتبر رسم الأعمدة البيانية اليومي هو أكثر الرسوم البيانية شيوعاً بين المحللين الفنيين لغرض القيام بعملية التنبؤ والتداول في السوق المالي، وعادةً ما تغطي فترة سابقة تتراوح بين الستة والثمانية أشهر فقط، وذلك لأن أغلب المستثمرين ينحصر اهتمامهم على حركة السعر على المدى القصير.

فالتحليل الشامل لاتجاه السوق لا بد أن يتم فيه ربط حركة السعر اليومية بحركة السعر على المدى الطويل، وهذا ما لا يمكن تحقيقه من خلال متابعة الرسم البياني اليومي الذي يغطي حركة السعر على المدى القصير، ولإتمام هذه المهمة لا بد من توظيف الرسوم البيانية التي تغطي حركة السعر على المدى الطويل، بحيث يتم تطبيق أدوات التحليل الفني على إطار زمني أطول، فبينما يمثل العمود الواحد في الرسم البياني اليومي حركة السعر على مدار يوم كامل، فإن الرسم البياني الأسبوعي والشهري يمثل العمود الواحد حركة السعر على مدار أسبوع كامل وشهر كامل على التوالي.

ويكمن الغرض من استخدام الرسوم البيانية الطويلة المدى هي ضغط حركة السعر بطريقة تساعد على دراسته في فترة زمنية أطول، حيث يمكن باستخدام أدوات التحليل الفني والتي تتضمن تحليل الاتجاه ومستويات الدعم والمقاومة ونماذج السعر والمؤشرات الفنية الأخرى أن تساعد المحلل على تحليل حركات السعر على المدى الأطول، وبالتالي يكون من السهل عليه تحديد اتجاه السوق على المدى القصير، طالما يعلم المحلل الفني اتجاه السوق على المدى الطويل.

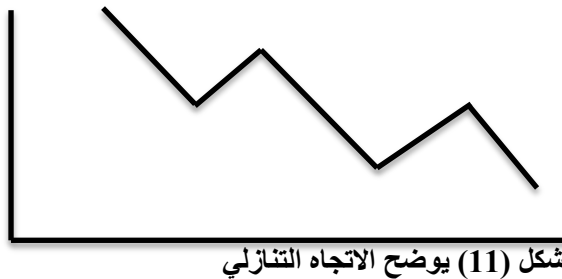
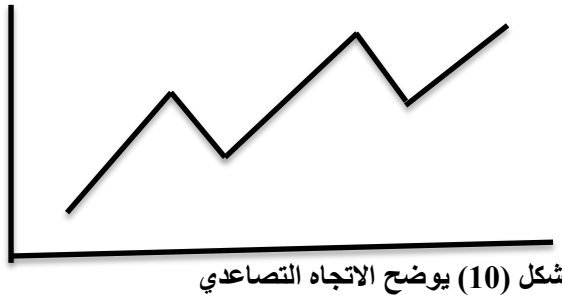
ومن الأهمية أن يكون المحلل الفني قادر على دراسة الرسوم البيانية بإطارات زمنية مختلفة بترتيب معين يسمح له بوضع تحليل فني شامل لاتجاه السعر، ويتلخص الترتيب الملائم لتحليل الرسوم البيانية في البدء بدراسة الرسوم البيانية طويلة المدى ثم التدرج معها للوصول إلى القصيرة المدى من خلال أبعاد زمنية مختلفة.

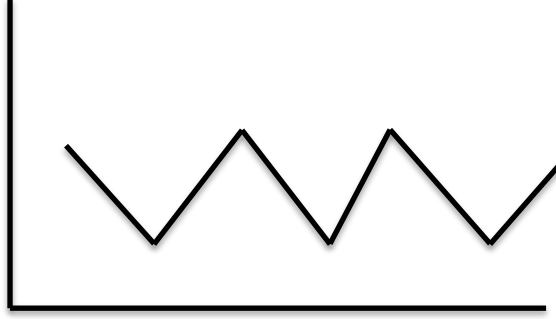
وبناءً على ذلك لا بد أولاً من دراسة الرسم البياني الشهري الذي يعود إلى 20 عاماً والذي يتضح به أكثر نماذج الرسم البياني وضوحاً والاتجاهات الرئيسية ومستويات الدعم والمقاومة، وبعد ذلك يحين دور الرسم البياني الأسبوعي الذي يعود إلى الخمس سنوات الماضية، ويتم تحديد نفس هذه العناصر عليه، ثم بعد ذلك يحين دور الرسم البياني اليومي، والذي يعود إلى الستة أو الثمانية أشهر الماضية، ويمكن للمحلل الفني تضيق النطاق أكثر بدراسة الرسم البياني للتغيرات التي تقل عن اليوم الواحد.

- اتجاه السعر:

تتحرك الأسعار في أحد ثلاثة اتجاهات، تصاعدي، تنازلي، جانبي، ويعتبر اتجاه السعر مفهوم أساسي لتطبيق التحليل الفني، فأحد الفروض التي يقوم عليها التحليل الفني أن الأسعار عندما تتحرك في اتجاه معين، فإن احتمال استمرار سيرها في نفس الاتجاه يكون كبيراً حتى يقابل قوة معاكسة له تغير مساره، فلكل اتجاه نهاية كما هي طبيعة الأشياء، فارتفاع الأسعار أو هبوطها لا يمكن أن يستمر إلى الأبد، وهو ما يعبر عنه المستثمرون بقولهم: إن الأسعار لا يمكن أن ترتفع إلى عنان السماء، كما أنه من المستحيل أن تنخفض إلى ما تحت الأرض، وتعتبر جميع الأدوات والنماذج والمؤشرات التي يستخدمها المحلل الفني (مستويات الدعم والمقاومة، وخطوط الاتجاه ونماذج السعر، والمتوسطات المتحركة،....) هي لتحديد اتجاه السعر لغرض المضاربة.

وإن الأسعار بشكل عام لا تتحرك في خط مستقيم، حيث تتشكل حركات السعر بسلسلة من الخطوط المتعرجة، وتتمثل هذه الخطوط المتعرجة في سلسلة من التموجات من قمم وقيعان واضحة للغاية، ويتشكل اتجاه السعر من اتجاه هذه القمم والقيعان فقد تكون هذه القمم والقيعان تتحرك للأعلى أو للأسفل أو بشكل جانبي فأنها تخبرنا باتجاه السعر، وعلى هذا يمكن تعريف الاتجاه التصاعدي بأنه سلسلة من القمم والقيعان التصاعدي، والاتجاه التنازلي بأنه سلسلة من القمم والقيعان التنازلية، والاتجاه الجانبي بأنه سلسلة من القمم والقيعان الجانبية.





شكل (12) يوضح الاتجاه الجانبي

فالأسعار تتحرك في ثلاثة اتجاهات تصاعدية وتنزلية وجانبية، ومن المهم أن ندرك الفرق بين هذه الاتجاهات فالنموذج الأفقي يشار إليه بنطاق التداول، ويعكس هذا النوع من الحركة الجانبية فترة من التوازن في مستوى السعر، حيث تكون قوى العرض والطلب في حالة من التوازن النسبي، ويطلق عليها بأنها سوق بدون اتجاه.

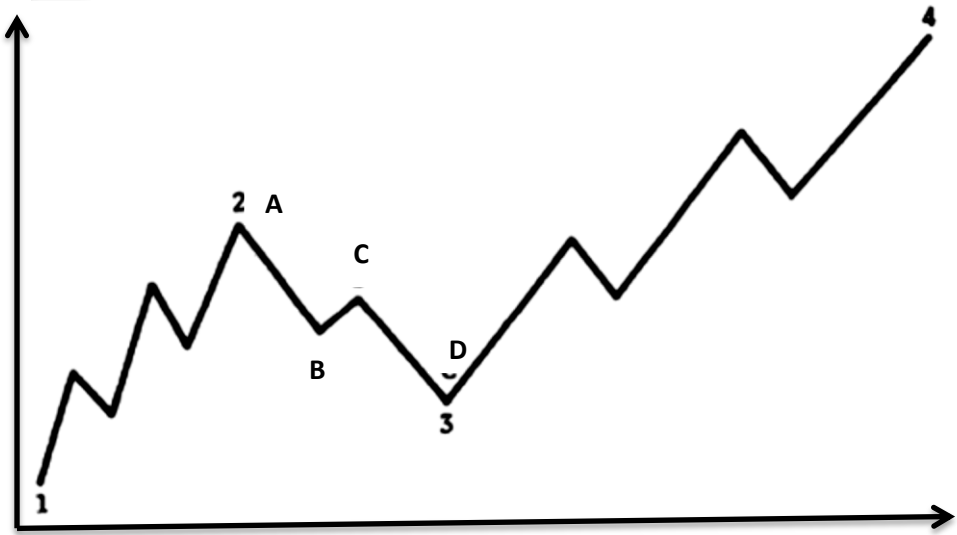
وتتبع معظم نماذج ومؤشرات التحليل الفني اتجاه السعر بطبيعتها الأمر الذي يعني بأنه قد تم تصميمها بشكل أساسي من أجل الأسعار التي تتحرك بشكل تصاعدي أو تنازلي، وعندما تدخل الأسعار في حالة الاتجاه الجانبي يكون عمل هذه النماذج والمؤشرات عادةً ضعيفاً جداً أو أنها لا تعمل على الإطلاق .

ولهذا عندما يكون السعر متوازن ومحصوراً في نطاق ضيق متخذ الاتجاه الجانبي يتم استخدام مؤشرات أخرى بديلة أكثر ملائمة تسمى مؤشرات التذبذب سوف نتطرق إليها لاحقاً.

وكذلك خط الاتجاه يصنف من المنظور الزمني أيضاً إلى ثلاثة أنواع هي: الاتجاه الأساسي طويل المدى، والاتجاه الثانوي متوسط المدى، والاتجاه الابتدائي قصير المدى، والتي تندمج مع بعضها البعض، فكل اتجاه جزء من الاتجاه الثاني الأطول منه فالالاتجاه الابتدائي قصير المدى هو جزء من الاتجاه الثانوي متوسط المدى الذي يعكس مجموعة من الاتجاهات الابتدائية القصيرة المدى، والاتجاه الثانوي المتوسط المدى هو جزء من الاتجاه الأساسي طويل المدى الذي يعكس مجموعة من الاتجاهات الثانوية متوسطة المدى.

فالالاتجاه الثانوي المتوسط المدى يتكون من موجات ارتفاعات وانخفاضات ابتدائية قصيرة المدى، وتتكرر هذه الفكرة عدة مرات مكونة اتجاه أساسي طويل المدى حيث يكون كل اتجاه جزء من اتجاه ثاني أطول منه.

وكما هو موضح في الشكل التالي تعكس النقاط (1-2-3-4) اتجاه أساسي تصاعدي طويل المدى مكون من مجموعة من الاتجاهات الثانوية متوسطة المدى المتمثلة في (2-1) اتجاه ثانوي تصاعدي، و (3-2) اتجاه ثانوي تنازلي، و (4-3) اتجاه ثانوي تصاعدي، وكل اتجاه ثانوي متوسط المدى مكون من مجموعة من الاتجاهات الابتدائية قصيرة المدى على سبيل المثال تعكس النقاط (3-2) اتجاه ثانوي متوسط المدى تنازلي مكون من مجموعة من الاتجاهات الابتدائية قصيرة المدى المتمثلة في (A-B) اتجاه ابتدائي تنازلي، و (B-C) اتجاه ابتدائي تصاعدي، و (C-D) اتجاه ابتدائي تنازلي.



شكل (13) يوضح ثلاثة مراحل من الاتجاه: الأساسي والثانوي والابتدائي

ثانياً: أدوات التحليل الفني

هناك مجموعة من الأدوات التي يستخدمها المحلل الفني:

1- الدعم والمقاومة (Support & Resistance):

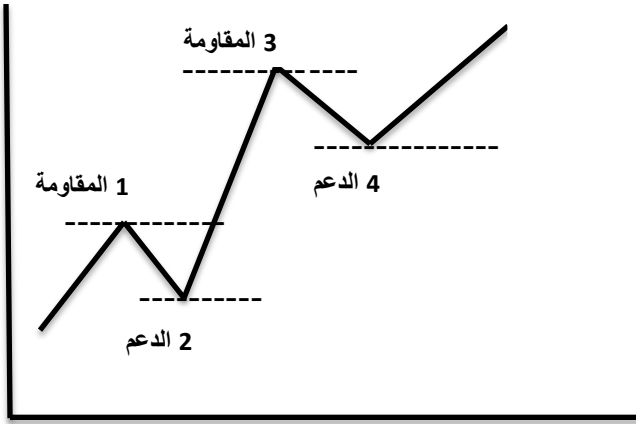
إن السعر يتحرك في سلسلة من القمم والقيعان، واتجاه هذه القمم والقيعان هو الذي يحدد اتجاه السعر، ويطلق على هذه القمم والقيعان مصطلح الدعم والمقاومة، وتعتبر نقاط الدعم والمقاومة حجر الأساس الذي تقوم عليه نماذج السعر.

الدعم (القيعان): هي أدنى مستويات يرتد عندها السعر، وأن هذا المصطلح يشرح نفسه فهي تمثل الحاجز السفلي الذي يعرقل انخفاض الأسعار، وتشير إلى المستوى أو المنطقة التي تقع أسفل الرسم البياني لحركة السعر، حيث نتيجة إلى انخفاض السعر ترتفع طلبات الشراء وتتغلب على طلبات البيع، ولهذا يرتفع السعر ويرتد للأعلى، وعادةً ما يتم التعرف على أي مستوى دعم بأنه أدنى سعر مرتد سابق.

المقاومة (القمم): هي أعلى مستويات يرتد عندها السعر عكس الدعم تماماً، فهي تمثل الحاجز العلوي الذي يعرقل ارتفاع الأسعار، وتشير إلى المستوى أو المنطقة التي تقع فوق الرسم البياني لحركة السعر، حيث نتيجة إلى ارتفاع السعر ترتفع طلبات البيع وتتغلب على طلبات الشراء، ولهذا ينخفض السعر ويرتد للأسفل، وعادةً ما يتم التعرف على أي مستوى مقاومة بأنه أعلى سعر مرتد سابق.

ومن الضروري جداً فهم واستيعاب مفهوم الدعم والمقاومة من أجل فهم واستيعاب مفهوم الاتجاه فهماً كاملاً.

وفي الشكل الآتي (14) تمثل النقاط (1-2-3-4) مستويات الدعم والمقاومة في الاتجاه التصاعدي، حيث تمثل النقطة (1) (3) مستويات المقاومة، وهما يمثلان قمتين ارتد السعر عنهما للأسفل، وتمثل النقطة (2) (4) مستويات الدعم، وهما يمثلان قاعين ارتد السعر عنهما للأعلى.

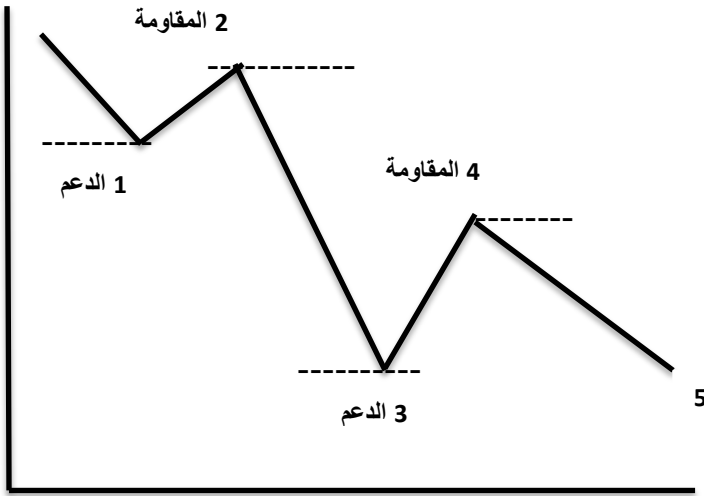


شكل (14) يوضح مستويات الدعم والمقاومة في الاتجاه التصاعدي

فمن أجل استمرار الاتجاه التصاعدي لا بد أن يكون كل مستوى دعم ومقاومة أعلى من مستوى الدعم والمقاومة الذي يسبقه.

وفي الاتجاه التصاعدي إذا جاء الانخفاض التصحيحي إلى مستوى نقطة الدعم السابقة، فمن الممكن أن يكون ذلك إشارة تحذيرية بانتهاء الاتجاه التصاعدي وتحول الاتجاه من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه الجانبي على الأقل في حالة عدم ارتفاع الأسعار عن نقطة المقاومة السابقة وعدم انخفاضها عن نقطة الدعم السابقة، وإذا انخفض السعر بكسر مستوى الدعم السابقة تظهر عندئذ احتمالية انعكاس الاتجاه من الاتجاه التصاعدي إلى الاتجاه التنازلي.

وفي الشكل التالي (15) تمثل النقاط (1-2-3-4) مستويات الدعم والمقاومة في الاتجاه التنازلي، حيث تمثل النقطة (1) (3) مستويات الدعم، وهما يمثلان قاعين ارتد السعر عنهما للأعلى، وتمثل النقطة (2) (4) مستويات المقاومة، وهما يمثلان قممتين ارتد السعر عنهما للأسفل.



شكل (15) يوضح مستويات الدعم والمقاومة في الاتجاه التنازلي

فمن أجل استمرار خط الاتجاه التنازلي لا بد أن يكون كل مستوى دعم ومقاومة أدنى من مستوى الدعم والمقاومة الذي يسبقه.

وفي الاتجاه التنازلي إذا جاء الارتفاع التصحيحي إلى مستوى نقطة المقاومة السابقة، فمن الممكن أن يكون ذلك إشارة تحذيرية بانتهاء الاتجاه التنازلي وتحول هذا الاتجاه من الاتجاه التنازلي إلى الاتجاه الجانبي على الأقل في حالة عدم ارتفاع الأسعار عن نقطة المقاومة السابقة وعدم انخفاضها عن نقطة الدعم السابقة، وإذا ارتفع السعر بكسر مستوى المقاومة السابق تظهر عندئذ احتمالية انعكاس الاتجاه من الاتجاه التنازلي إلى الاتجاه التصاعدي.

2- خطوط الاتجاه (Trend Lines):

إن خطوط الاتجاه تعتبر من أبسط أدوات التحليل الفني التي يستخدمها المحلل الفني، حيث يصف الفنيون حركة الأسعار بالاتجاه، ويمكن أن تكون الاتجاهات نحو الأعلى أو جانبية، أو إلى الأسفل، ويسمح تجميع هذه الاتجاهات الثلاثة بتشكيل الحركة الدورية لسعر السهم، ويمكن التعرف على خط الاتجاه بالنظر إلى أعلى أو أدنى النقاط في حركة الأسعار.

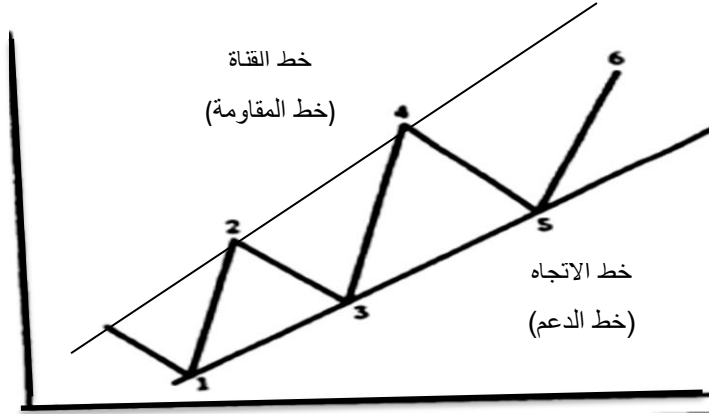
ويمكن تعريف خط الاتجاه التصاعدي بأنه خط مستقيم متجهاً إلى الأعلى بالاتجاه الأيمن على طول أدنى النقاط المتمثلة في نقاط الدعم، وكل نقطة دعم تعلو عن نقطة الدعم السابقة، وذلك كما هو موضح في الشكل (16).

أما خط الاتجاه التنازلي فهو خط مستقيم متجهاً إلى الأسفل بالاتجاه الأيمن على طول أعلى النقاط المتمثلة في نقاط المقاومة، وكل نقطة مقاومة تنخفض عن نقطة المقاومة السابقة، وذلك كما موضح في الشكل (17).

أما خط الاتجاه الجانبي فهو يتكون من خطين شبه متوازيين الخط العلوي يمثل خط المقاومة، وتكون نقاط المقاومة في مستوى واحد تقريباً، والخط السفلي يمثل خط الدعم، وتكون نقاط الدعم أيضاً في مستوى واحد تقريباً، وذلك كما موضح في الشكل (18).

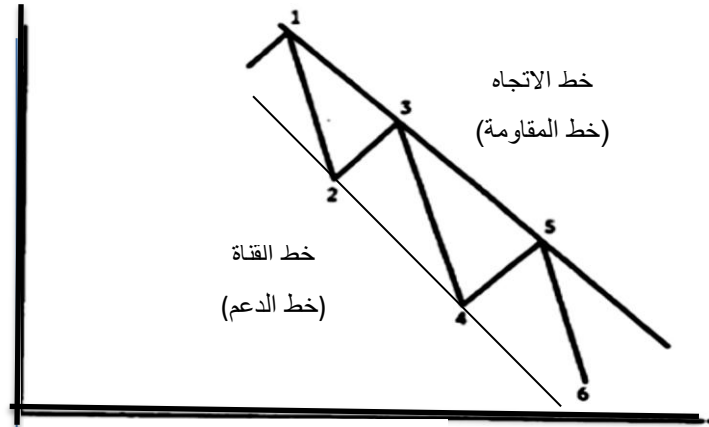
- رسم خط الاتجاه:

ولرسم خط الاتجاه يجب أن يكون هنالك دليل على وجود اتجاه، فمثلاً لرسم خط الاتجاه التصاعدي يجب أن يكون هنالك على الأقل اثنين من مستويات السعر المنخفضة (قيعان) التي ارتد عنها السعر للأعلى، والتي تمثل نقاط دعم، وأن يكون مستوى نقطة الدعم الثانية أعلى من نقطة الدعم الأولى، وبالطبع فأنا نحتاج إلى نقطتين لرسم أي خط مستقيم، وعلى سبيل المثال في الشكل (16) عند النقطتين (1-3) تم رسم خط مستقيم، وعند هذا الحد يكون لدينا خط اتجاه تصاعدي مؤقت، ولتأكيد صحة خط الاتجاه لا بد أن يلامس هذا الخط نقطة الدعم لمرّة ثالثة إضافية، وذلك بارتداد السعر عن هذا الخط للأعلى، وذلك كما هو موضح في الشكل (16) عند النقطة (5) ويعرف خط الاتجاه التصاعدي بخط الدعم لأنه يلامس نقاط الدعم في الاتجاه التصاعدي عند النقاط (1-3-5).

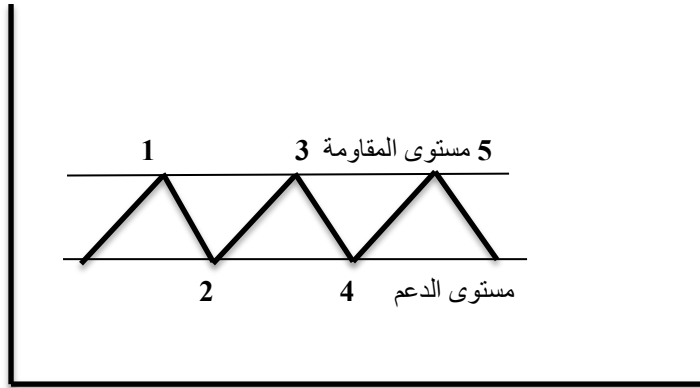


شكل (16) يوضح خط الاتجاه التصاعدي

وتتماثل قاعدة خط الاتجاه التصاعدي مع قاعدة خط الاتجاه التنازلي، حيث لرسم خط الاتجاه التنازلي يجب أن يكون هنالك على الأقل اثنان من مستويات السعر المرتفعة (القمم) التي ارتد عنها السعر للأسفل والتي تمثل نقاط مقاومة، وأن يكون مستوى نقطة المقاومة الثانية أقل من مستوى نقطة المقاومة الأولى، ونحتاج إلى نقطتين لرسم خط الاتجاه التنازلي، وذلك كما هو موضح في الشكل (17) عند النقطتين (3-1) تم رسم خط مستقيم، وعند هذا الحد يكون لدينا خط اتجاه تنازلي مؤقت، ولتأكيد صحة خط الاتجاه لا بد أن يلامس هذا الخط نقطة مقاومة لمرّة ثالثة إضافية، وذلك بارتداد السعر عن هذا الخط للأسفل، وذلك كما هو موضح في الشكل (17) عند النقطة (5) ويعرف خط الاتجاه التنازلي بخط المقاومة لأنه يلامس نقاط المقاومة في الاتجاه التنازلي عند النقاط (5-3-1) الخلاصة هي أننا نحتاج إلى نقطتين لرسم خط الاتجاه ونقطة ثالثة للتأكد من صحة هذا الخط.



شكل (17) يوضح خط الاتجاه التنازلي



شكل (18) يوضح خط الاتجاه الجانبي

ويكتسب خط الاتجاه أهميته في النقاط التالية:

- عمر الخط: فخط الاتجاه الذي يستمر لفترة طويلة يكون ذا أهمية أكبر من خط اتجاه انتهى سريعاً، فكسر خط اتجاه موجود منذ فترة زمنية بعيدة له أهمية كبرى في تحليل حركة الأسعار واحتمالات انعكاس السعر من خط اتجاه حديث التكوين.

- عدد مرات تلامس السعر: أي عدد نقاط الأسعار الواقعة بالخط، فكلما كثرت أعداد الأسعار الدنيا المرتدة (نقاط الدعم) في حالة خط الاتجاه التصاعدي أو الأسعار العليا المرتدة (نقاط المقاومة) في حالة خط الاتجاه التنازلي زاد الخط أهمية، وكل ما كانت النقاط متباعدة، وعلى مسافات متساوية كلما كان خط اتجاه السعر صحيح، والعكس كلما كانت النقاط متقاربة والمسافة قريبة جداً كلما كان خط اتجاه السعر غير دقيق ولا يمكن الاعتماد عليه.

- زاوية الخط أي درجة ميله: فكلما كانت درجة ميل الخط حادة وشديدة الميل ارتفعت احتمالات أن خط الاتجاه غير صحيح، وارتفعت احتمالات اختراق السعر للخط، والاختراق هنا لا يعني بدء انعكاس السعر، فقد يكون بمثابة وقفة مؤقتة لتعزيز الموقف وتصحيح السعر وتثبيته بزاوية ميل أقل انحداراً، فإنه من المتوقع بل من الطبيعي ألا يستمر السعر في الصعود أو الهبوط بهذه الشدة، فالسعر قد يستمر في نفس الاتجاه، ولكن بزاوية ميل أقل انحداراً، أما إذا كان الخط ذا درجة ميل عادية غير مبالغ فيها - 45 درجة مثلاً - فاحتمال أن خط الاتجاه صحيح، واختراق السعر للخط قد يعني احتمال كبير انعكاس السعر على استمراره في نفس الاتجاه.

- رسم خط القناة:

وإن الأسعار كما هو موضح تتحرك في كثير من الأحيان داخل قناة سعرية موازية الضفتين، بمعنى أنها تتحرك صعوداً وهبوطاً، أو هبوطاً وصعوداً داخل خطين متوازيين، ويتم رسم هذه القناة على خطوتين:

الخطوة الأولى: رسم خط الاتجاه.

الخطوة الثانية: رسم خط موازي لخط الاتجاه بدءاً من أعلى نقطة إذا كان الاتجاه صاعداً، أو أدنى نقطة إذا كان الاتجاه هابطاً، وبذلك تتشكل القناة بين الخطين.

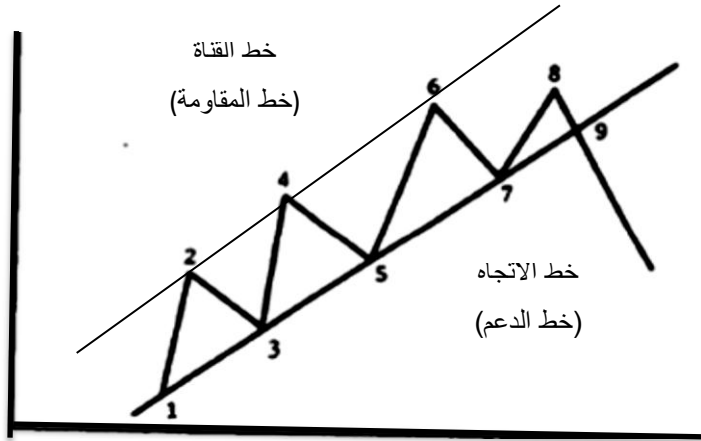
ويطلق على الخط الموازي خط القناة أو خط العودة لأن الأسعار تبدأ في التراجع من عنده، وفي حالة ارتفاع الأسعار يمثل خط الاتجاه التصاعدي (دعم) وخط القناة (مقاومة) وذلك كما هو موضح في الشكل (16) أما في حالة انخفاض الأسعار فإنه يمثل خط الاتجاه التنازلي (مقاومة) وخط القناة (دعم) وذلك كما هو موضح في الشكل (17).

فإذا كانت القناة صاعدة كما في الشكل (16) يكون اتجاه السعر من أعلى إلى أسفل عندما يلامس السعر خط القناة، ومن أسفل إلى أعلى عندما يلامس السعر خط الاتجاه.

أما إذا كانت القناة هابطة كما في الشكل (17) يكون اتجاه السعر من أسفل إلى أعلى عندما يلامس السعر خط القناة، ومن أعلى إلى أسفل عندما يلامس السعر خط الاتجاه.

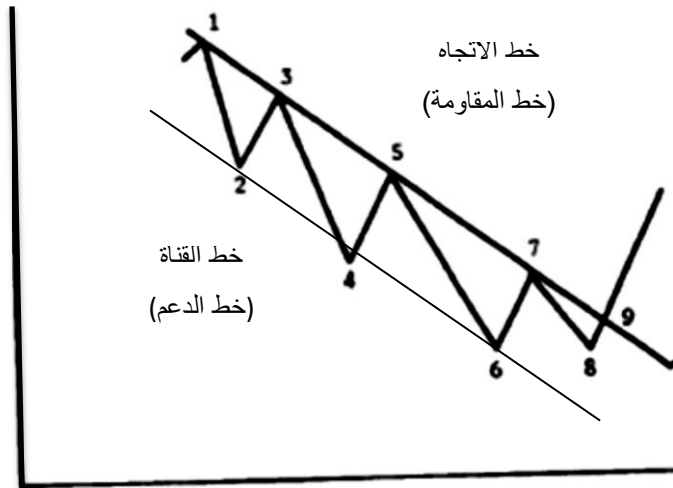
- كيفية استخدام خط الاتجاه:

بعد التوصل إلى خط الاتجاه وكأحد المفاهيم الأساسية لخط الاتجاه أنه يظل بنفس الميل ونفس السرعة طالما أن السعر لم يخترق خط الاتجاه، لهذا يصبح مفيداً ويخبرنا بالوقت المناسب الذي يتغير عنده الاتجاه، ويساعد ذلك في تحديد نقاط الشراء ونقاط البيع، حيث يمكن استخدام خط الاتجاه التصاعدي كمناطق دعم، وذلك بالشراء عند المستويات المنخفضة التي تقع على خط الاتجاه عند النقاط (1-3-5-7) وبالبيع عند خط القناة عند النقاط (2-4-6) كما يمكن البيع عند اختراق السعر لخط الاتجاه عند النقطة (9) والتي تشير إلى تغيير الاتجاه من تصاعدي إلى تنازلي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي (18).



شكل (18) يوضح كيفية استخدام خط الاتجاه التصاعدي لتحديد مناطق الشراء والبيع

كما يمكننا استخدام خط الاتجاه التنازلي كمناطق مقاومة، وذلك بالبيع عند المستويات المرتفعة التي تقع على خط الاتجاه عند النقاط (1-3-5-7) وبالشراء عند خط القناة عند النقاط (2-4-6) كما يمكن الشراء عند اختراق السعر لخط الاتجاه عند النقطة (9) والتي تشير إلى تغيير الاتجاه من تنازلي إلى تصاعدي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي (19).



شكل (19) يوضح كيفية استخدام خط الاتجاه التنازلي لتحديد مناطق البيع والشراء

وكما أشرنا سابقاً تعتمد أهمية خط الاتجاه على طول عمر الخط فخط الاتجاه المستمر تأثيره لتسعة أشهر أكثر أهمية من الخط الذي استمر تأثيره لثلاثة أسابيع، كما تعتمد

أهميته على عدد مرات تلامس السعر لخط الاتجاه، فالخط الذي يرتد فيه السعر عن خط الاتجاه عند النقاط (نقاط الدعم أو المقاومة) ثمانية مرات بنجاح على سبيل المثال يعتبر خط اتجاه أكثر أهمية من الذي يرتد فيه السعر عن خط الاتجاه ثلاثة مرات فقط. وكل ما كانت هذه النقاط متباعدة وعلى مسافات متساوية كلما كان خط اتجاه الأسعار صحيح، والعكس كلما كانت النقاط متقاربة والمسافة قريبة جداً كلما كان خط اتجاه الأسعار غير دقيق ولا يمكن الاعتماد عليه.

ويجب أن أشير أنه في بعض الأحيان يقوم السعر باختراق خط الاتجاه خلال اليوم، إلا أنه على الرغم من ذلك يغلق بعدها في الاتجاه الأصلي ليترك المحللين بذلك في حالة من الشك والتساؤل حول إذا ما كان ذلك اختراق حقيقي لخط الاتجاه وانعكاس السعر أم لا، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي حيث يبين كيف ينخفض السعر دون مستوى خط الاتجاه خلال اليوم، ويغلق بالرغم من ذلك فوق هذا الخط التصاعدي.



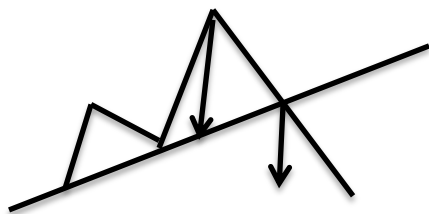
وإن هذا يصيب المحلل الفني بالشك حول إذا ما كان هذا الخط لا يزال على نفس الاتجاه أم لا، ولذلك عادةً ما يقوم المحلل برسم خط اتجاه جديد، وكحل وسط لذلك يمكن الحفاظ على خط الاتجاه المرسوم ورسم خط اتجاه متقطع، بحيث تتمكن من تحديد أيهما هو الخط الصحيح.

وكقاعدة عامة يعتبر الإغلاق خلف خط الاتجاه أكثر أهمية من مجرد اختراق هذا الخط خلال اليوم، ويقوم أغلب المحللين الفنيين بتوظيف عدد من المعايير في محاولة للتعرف على اختراقات خط الاتجاه التي يمكن أن تغير الاتجاه، ومن أهم هذه المعايير السعر، وحجم التداول، والزمن، حيث عندما يخترق السعر خط الاتجاه ارتفاعاً أو انخفاضاً بنسبة 3% من السعر يدل ذلك على أن اختراق خط الاتجاه هو اختراق صحيح وسينعكس اتجاه السعر، وتجاهل الاختراقات الأقل من ذلك، كما يجب أن ننظر

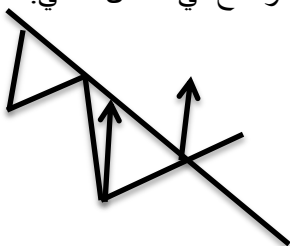
لحجم التداول هل زاد بكمية كبيرة لأنه إذا زاد فإن هذه إشارة على أن اختراق خط الاتجاه هو اختراق صحيح وسينعكس اتجاه السعر، وإذا كان حجم التداول ضعيف فهذا دليل على أن الاختراق غير صحيح وسيستمر السعر في نفس الاتجاه.

قد يحدث في بعض الأحيان أن يحدث الاختراق لخط الاتجاه، ولكن ينقصه أحد الشرطين الأساسيين للاختراق، وهو إما أن يكون الاختراق بأقل من 3% أو الاختراق بحجم تداول منخفض، وهنا فإنه على المتعاملين بعلم التحليل الفني استخدام معيار الزمن، وذلك باحتساب زمن إغلاق السعر بعد اختراق السعر لخط الاتجاه، فعند اختراق السعر لخط الاتجاه ليومين متتاليين؛ حينئذ يتم التأكيد من صحة اختراق السعر لخط الاتجاه وانعكاس السعر، ولا يتم أخذ زمن اختراق السعر لخط الاتجاه أقل من يومين بعين الاعتبار.

ويجب أن أشير إلى نقطة مهمة وهي أنه عند اختراق خط الاتجاه عادةً ما تتحرك الأسعار صعوداً أو نزولاً بمقدار يساوي المسافة العمودية التي حققتها الأسعار على الجانب الآخر من خط الاتجاه قبل انعكاس الاتجاه، بمعنى إذا تحركت الأسعار في اتجاه تصاعدي بمقدار 50 نقطة فوق خط الاتجاه التصاعدي (يتم قياس المسافة عمودياً) يكون حينها من المتوقع انخفاض السعر بمقدار 50 نقطة تحت خط الاتجاه بعد اختراقه، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.

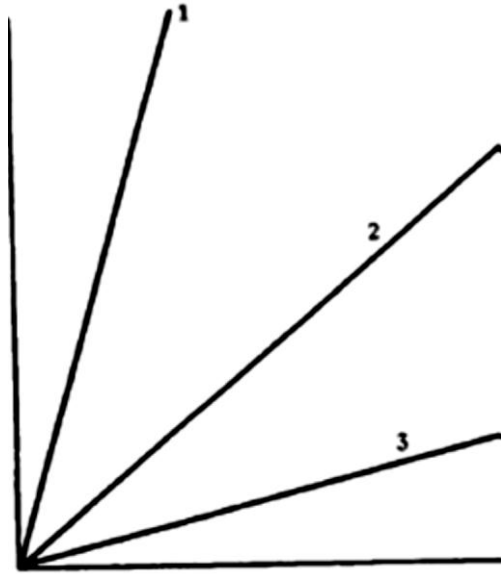


وكذلك إذا تحركت الأسعار في اتجاه تنازلي بمقدار 50 نقطة تحت خط الاتجاه التنازلي (يتم قياس المسافة عمودياً) يكون حينها من المتوقع ارتفاع السعر بمقدار 50 نقطة فوق خط الاتجاه بعد اختراقه، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



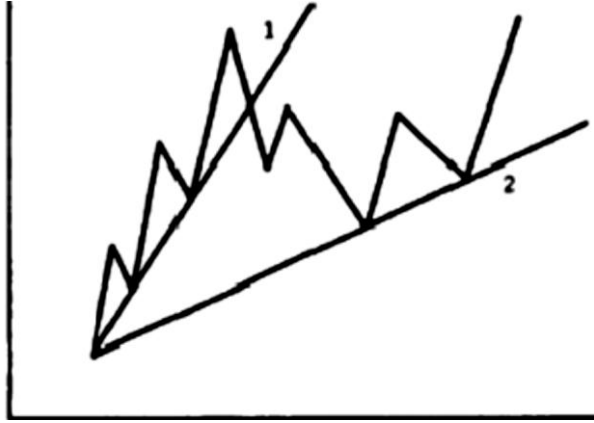
وإن خط الاتجاه بشكل عام ينحدر بدرجة مقدارها 45 درجة، ويقوم بعض المحللين الفنيين برسم خط انحدار من أعلى سعر (قمة) وأدنى سعر (قاع) بدرجة انحدار 45 درجة، ويستخدمون هذا الخط على أنه خط اتجاه أساسي، حيث يعكس هذا الخط الوضع الذي ترتفع فيه الأسعار أو تنخفض فيه بنسبة معينة.

ويوضح (الخط 2) في الشكل التالي خط الاتجاه الأساسي التصاعدي بدرجة انحدار 45 درجة، أما إذا كان خط الاتجاه شديد الانحدار (الخط 1) فإن هذا يشير عادةً إلى أن السعر يرتفع بشكل متسارع للغاية، وأن هذا الارتفاع المنحدر الحالي لن يكون قابل للاستمرارية، أما إذا كان خط الاتجاه يميل إلى الاستواء (خط 3) فإن هذا يعني أن خط الاتجاه ضعيف جداً ومشكوك فيه.



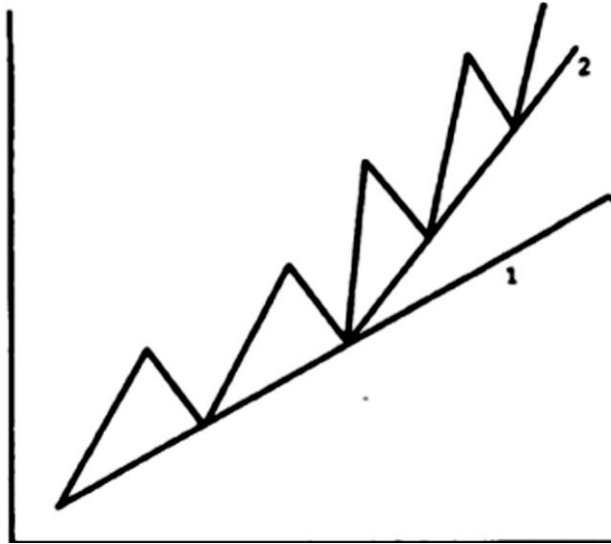
شكل (20) يوضح انحدار خط الاتجاه بدرجات مختلفة

في بعض الأحيان يتطلب خط الاتجاه بعض التعديل ليناسب تغيرات الأسعار، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي، حيث إذا تم كسر خط اتجاه شديد الانحدار (خط 1) فمن الممكن حينها رسم خط اتجاه أقل انحداراً في اتجاه تصاعدي لديه قابلية للاستمرار (خط 2).



شكل (21) يوضح تعديل خط الاتجاه من شديد الانحدار إلى خط اتجاه قابل للاستمرارية
بزواوية 45 درجة

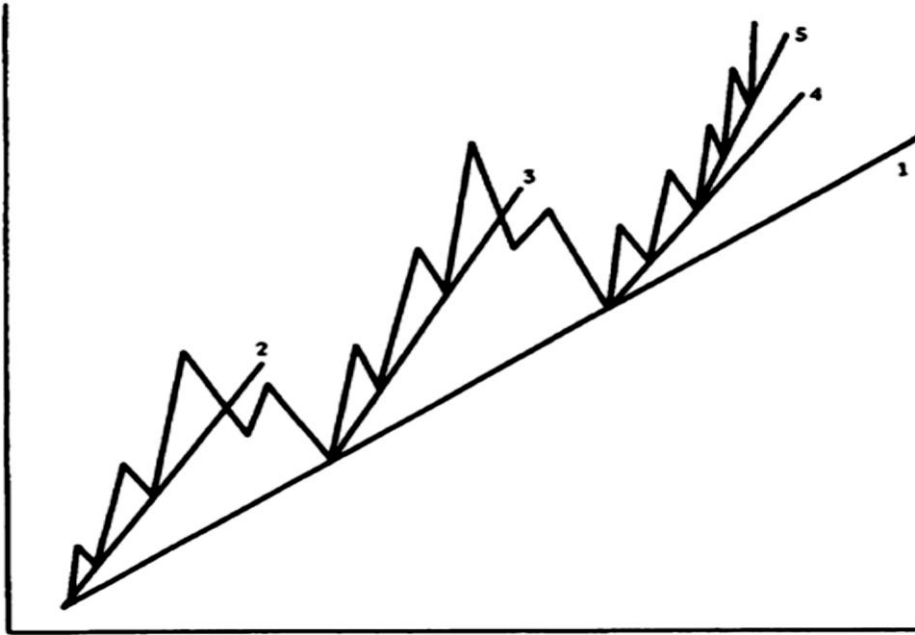
وإذا كان خط الاتجاه يميل إلى الانبساط (خط 1) وذلك كما هو موضح بالشكل التالي
فمن الممكن رسم خط اتجاه بزواوية أكثر انحداراً (خط 2) كخط أكثر صحة للاتجاه
التصاعدي.



شكل (21) يوضح تعديل خط الاتجاه من شديد الانبساط إلى خط اتجاه قابل للاستمرارية
بزواوية 45 درجة

ولأن هناك درجات مختلفة من الاتجاه التي يمكن أن يكون لها تأثير في أوقات مختلفة، فإن هناك حاجة لوجود خطوط اتجاه مختلفة لقياس هذه الاتجاهات المتعددة.

فعلى سبيل المثال يقوم خط الاتجاه الأساسي بربط نقاط تمثل أدنى أو أعلى الأسعار في الاتجاه التصاعدي أو التنازلي في زمن طويل المدى، أما خط الاتجاه الثانوي يعكس أدنى وأعلى الأسعار في زمن متوسط المدى، بينما خط الاتجاه الابتدائي يعكس ارتفاع وانخفاض الأسعار في زمن قصير المدى، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي يمثل (الخط 1) خط اتجاه أساسي تصاعدي مكون من عدد من الخطوط الثانوية تتمثل في الخطوط (2-3-4) بالإضافة إلى أنه يمكن رسم خط اتجاه قصير المدى ضمن الاتجاه الثانوي يعكس تدبب الأسعار التي يمكن أن تحدث على المدى القصير (الخط 5).



شكل (22) يوضح خطوط اتجاه مختلفة: أساسية - ثانوية - ابتدائية

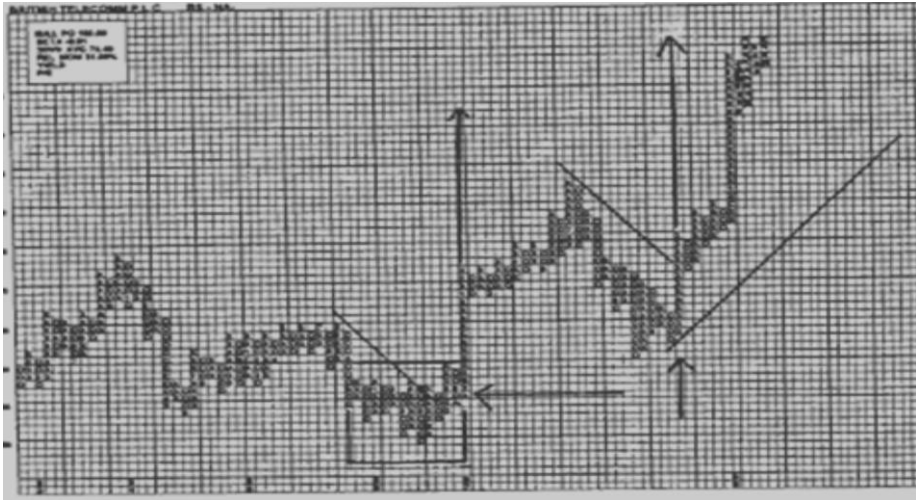
ويجب أن أشير أنه عندما يكون خط الاتجاه الأساسي شديد الانحدار يمكن اللجوء إلى أداة أخرى من أدوات التحليل الفني، وهي المتوسط المتحرك حيث باستطاعة المحلل الفني تغيير أداة ما بشكل سريع والانتقال إلى أداة أخرى قد تعمل بشكل أفضل في الوضع المعطى، ويعتبر خط الاتجاه شديد الانحدار (المتسارع) هو إحدى الحالات التي يكون فيها المتوسط المتحرك أكثر فائدة من رسم سلسلة من خطوط الاتجاه الأكثر انحداراً.

- رسم خط الاتجاه في رسوم النقطة والشكل:

إن رسم خط الاتجاه في رسوم النقطة والشكل يختلف عن رسم خط الاتجاه في باقي الرسوم البيانية (الأعمدة البيانية- الخط البياني- الشموع اليابانية) حيث إنه ليس من الضروري أن يصل خط الاتجاه بين نقاط الدعم (القيعان) أو نقاط المقاومة (القمم) السابقة.

فيكفي أن يتم رسم خط اتجاه بزاوية 45 درجة، حيث في الاتجاه التصاعدي يتم رسم خط الاتجاه بزاوية مقدارها 45 درجة متجهاً إلى اليمين، وذلك بداية من أسفل أدنى عمود نوع O وطالما أن السعر فوق هذا الخط نعتبر أن اتجاه السعر العام هو الاتجاه التصاعدي.

أما في الاتجاه التنازلي يتم رسم خط الاتجاه التنازلي بزاوية مقدارها 45 درجة متجهاً إلى اليمين، وذلك بداية من فوق أعلى قمة لعمود من نوع X وطالما أن السعر تحت هذا الخط نعتبر أن اتجاه السعر العام هو الاتجاه التنازلي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (23) يوضح رسم خط الاتجاه في رسم النقطة والشكل

الفصل الثالث

نماذج الرسم البياني

أولاً: النماذج الانعكاسية

- 1- نموذج الرأس والكتفين
- 2- نموذج الرأس والكتفين المقلوب
- 3- نموذج القمم والقيعان المزدوجة
- 4- نموذج القمم والقيعان الثلاثية

ثانياً: النماذج الاستمرارية

- 1- نموذج المثلثات
- 2- نموذج الأعلام والرايات
- 3- نموذج الوتد
- 4- نموذج المستطيل
- 5- نموذج الرأس والكتفين الاستمراري

الفصل الثالث: نماذج الرسم البياني

أن الأسعار تتحرك في سلسلة من القمم والقيعان التصاعدية أو التنازلية، فإذا كانت هذه القمم والقيعان تصاعدية فإن الاتجاه يكون تصاعدي، وإذا كانت تنازلية فإن الاتجاه يكون تنازلي، وكما أن السوق قد يتحرك في اتجاه جانبي لفترة معينة من الوقت، وأن الاتجاه يتغير وأحياناً يحتاج لفترة من التحول الانتقالي أي فترة توقف مؤقتة في الاتجاه، وثم يستأنف الاتجاه الأصلي حركته.

وإن تغيير الاتجاه وفترة التوقف المؤقتة تقودنا إلى دراسة نماذج السعر، والتي تتمثل في صور وتكوينات تظهر في الرسوم البيانية للسعر، ويمكن تصنيفها إلى فئات مختلفة ضمن نوعين من النماذج هما: النماذج الانعكاسية، والنماذج الاستمرارية.

والنقطة الحاسمة هنا هي في القدرة على التمييز بين هذين النوعين من نماذج السعر خلال تكون النموذج.

وكما تدل أسماء هذين النوعين تشير النماذج الانعكاسية بأنه يوجد انعكاس في الاتجاه أي هو النموذج الذي ينعكس فيه اتجاه السعر بعد خروج السعر منه عن ذلك الاتجاه الذي كان عليه قبل تكونه، وهو يتكون على المدى الطويل، ومن أهم نماذج السعر الانعكاسية هي: نموذج الرأس والكتفين، والقمم والقيعان الثلاثية، والقمم والقيعان المزدوجة.

ومن ناحية أخرى يشير نموذج السعر الاستمراري إلى أن السوق في فترة توقف مؤقتة، وأنه من المحتمل أن يستأنف السعر اتجاه بعد الخروج من النموذج في نفس مساره الأصلي، أي هو النموذج الذي يسير فيه اتجاه السعر كما كان قبل تكون النموذج، وبعد خروج السعر منه، وهو يتكون على المدى القصير أو المتوسط، ويشير إلى قوة الاتجاه وتماسكه أكثر من انعكاسه، ومن أهم نماذج السعر الاستمرارية هي: نموذج المثلثات، والإعلام، والرايات، والأوتاد.

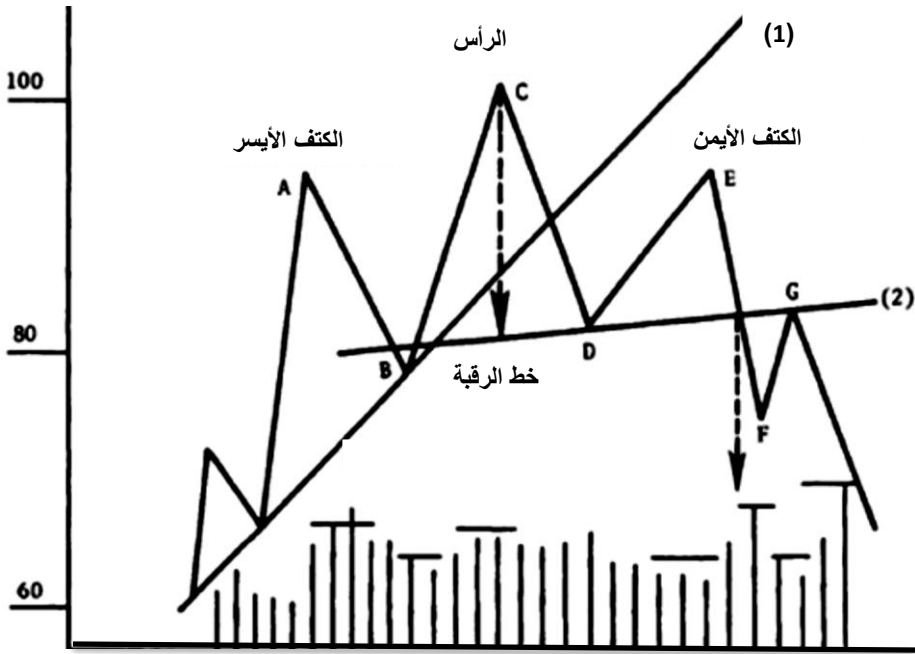
ويلعب حجم التداول دوراً تأكيدياً هاماً في جميع نماذج السعر، ففي حالات الشك من الممكن أن يكون حجم التداول الذي يظهر على شكل خطوط عمودية في أسفل الرسم البياني عامل يساعد على اتخاذ القرار، ومعرفة إذا ما يمكن الوثوق في نموذج السعر أم لا.

وسوف نتطرق إلى هذه النماذج في الآتي:

أولاً: النماذج الانعكاسية (Reversal Patterns):

1- نموذج الرأس والكتفين لأعلى (Head and Shoulders Top):

يعتبر نموذج الرأس والكتفين لأعلى من أكثر النماذج الانعكاسية استخداماً وشهرة، ويتشكل نموذج الرأس والكتفين عند تكون سلسلة من القمم والقيعان التصاعديّة التي تغير اتجاهاتها في فترة معينة عندما تكون طلبات البيع والشراء في توازن نسبي، وينخفض بعدها السعر نتيجة زيادة طلبات البيع وانخفاض طلبات الشراء، ويخترق خط السعر خط الاتجاه الأساسي التصاعدي (1) ويستمر في الانخفاض، ويخترق خط الاتجاه الأفقي (2) (خط الرقبة)، والذي قد ينحدر قليلاً للاتجاه التصاعدي أو التنازلي، وبعد أن يتم اختراق مستويات الدعم السابقتين (B-D) للأسفل حينها يتغير الاتجاه من تصاعدي إلى تنازلي، والذي يتكون من قمم وقيعان تنازلية، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (24) يوضح نموذج الرأس والكتفين لأعلى

وتمثل النقطة (A) قمة (نقطة مقاومة) في الاتجاه التصاعدي، ويكون حجم التداول مرتفع عند 2 القمة بسبب زيادة أوامر البيع ثم يحدث انخفاض تصحيحي للسعر، وينخفض السعر إلى النقطة (B) التي تمثل قاع (نقطة دعم) في الاتجاه التصاعدي، ويتشكل عند ذلك (الكتف الأيسر) ثم يرتفع السعر مرة أخرى إلى أعلى من المستوى السابق إلى النقطة (C) التي تمثل قمة (نقطة مقاومة) وكقاعة عامة يكون حجم التداول عند النقطة (C) أقل من النقطة (A) وبعدها يبدأ السعر في الانخفاض نتيجة انخفاض طلبات الشراء وزيادة طلبات البيع، ويستمر السعر في الانخفاض إلى أن يخترق خط الاتجاه الأساسي التصاعدي (خط 1) ويقترب السعر من أدنى سعر مرتد سابق المتمثل في النقطة (B) القاع السابق، وينخفض السعر إلى أن يصل النقطة (D) التي تمثل قاع (نقطة دعم) ويتشكل عند ذلك (الرأس)، ويكون هذا مؤشر لتغير الاتجاه من تصاعدي إلى تنازلي أو جانبي على أقل تقدير، ويمكن رسم خط اتجاه ثانوي عند أدنى مستويين مرتدين (D-B) أكثر استواءً، ويسمى هذا الخط بخط الرقبة (خط 2).

وتعمل ديناميكية السوق على ارتفاع السعر مرة أخرى إلى مستوى أقل من قمة الرأس إلى النقطة (E) التي تمثل قمة (نقطة مقاومة) في الاتجاه التنازلي، ويكون حجم التداول هذه المرة أقل من المستويين السابقين عند القمتين (A-C) وينخفض السعر ويستمر في الانخفاض إلى أن يخترق خط الرقبة (خط 2) وعادةً ما يتزايد حجم التداول عند اختراق السعر لخط الرقبة (خط 2) ويتشكل عند ذلك (الكتف الأيمن) وبذلك يكون قد تم التأكيد على اكتمال نموذج الرأس والكتفين، ويكون هذا مؤشر لتغير الاتجاه من تصاعدي إلى تنازلي، وأن هذا الانخفاض يكون كافياً لزيادة أوامر البيع والخروج من السوق، ويعتبر الاختراق القاطع لخط الرقبة هو العامل الحاسم في تكون نموذج الرأس والكتفين، وعندما يقوم السعر باختراق خط الرقبة فإن ذلك تأكيد على الاتجاه التنازلي الجديد وقمع وقيعان تنازلية، وغالباً ما يرتد السعر بعد اختراق خط الرقبة مع انخفاض في حجم التداول قبل أن يواصل انخفاضه مرة أخرى مع ارتفاع كبير في حجم التداول نتيجة زيادة طلبات البيع، ويتم التعرف على الاتجاه التنازلي الجديد عن طريق القمم والقيعان التنازلية (C-D-E-F-G).

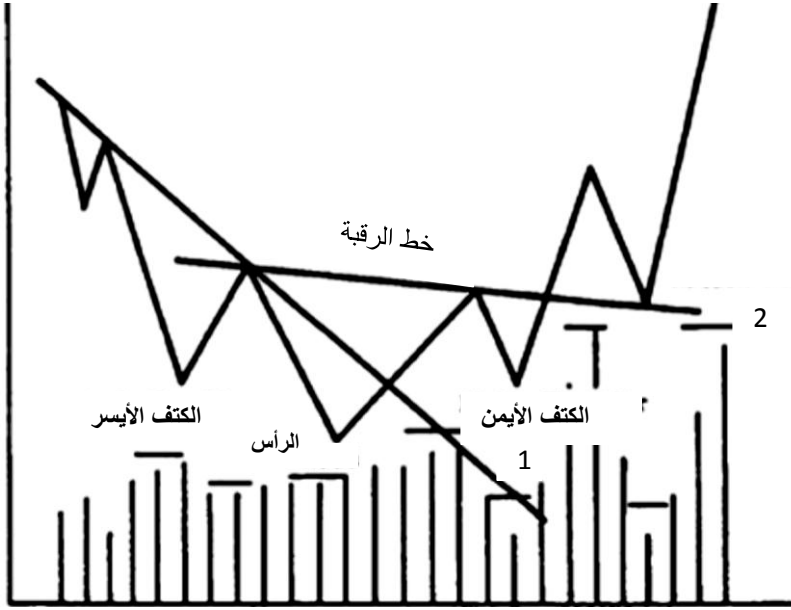
من الأمور المهم معرفتها أنه ليتكون لدينا نموذج رأس وكتفين صحيح، فإنه يجب أن لدينا خط اتجاه (دعم) يسمى خط الرقبة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يجب أن تكون قمة الرأس أعلى من قمتي كل من الكتف الأيسر والكتف الأيمن، وليس بالضرورة أن تكون قمتا الكتف الأيسر والكتف الأيمن متساويتين، وتظهر إشارة البيع في هذا النموذج عند تكون الكتف الأيمن، وتتأكد إشارة البيع عند اختراق السعر لخط الاتجاه.

ويعتمد نموذج الرأس والكتفين لأعلى على تحديد الحد الأدنى من السعر عن طريق قياس المسافة العمودية من الرأس عند النقطة (C) إلى خط الرقبة (الخط 2) تم بعد ذلك يتم تحديد النقطة التي تم عندها اختراق السعر لخط الرقبة، فالسعر سوف ينخفض على أقل تقدير تلك المسافة العمودية.

على سبيل المثال نفرض أن قمة الرأس تقع عند النقطة 100 وخط الرقبة يقع عند النقطة 80 تكون عند ذلك المسافة العمودية بين قمة الرأس وخط الرقبة هي 20 نقطة، وهذا يعني أن هناك 20 نقطة على الأقل سوف تبتعد في الاتجاه التنازلي عند المستوى الذي تم فيه اختراق السعر لخط الرقبة، فإذا كانت نقطة اختراق خط الرقبة تقع عند 82 نقطة، فإن الاتجاه التنازلي سيصل إلى مستوى $82 - 20 = 62$ نقطة على أقل تقدير، وغالباً ما تمتد حركة السعر إلى أبعد من ذلك المستوى.

2- نموذج الرأس والكتفين لأسفل (Head & Shoulders Inverted) أو (Head and Shoulders Bottom):

يعتبر نموذج الرأس والكتفين لأسفل صورة منعكسة لنموذج الرأس والكتفين لأعلى، ويتشكل نموذج الرأس والكتفين لأسفل عند تكون سلسلة من القمم والقيعان التنازلية، وذلك كما يظهر في الشكل التالي.



شكل (25) يوضح نموذج الرأس والكتفين لأسفل

حيث توجد ثلاثة قيعان متباعدة يمثل أوسطها الرأس، والذي يكون أكثر انخفاضاً إلى حد ما من الكتفين، ومن الضروري حدوث اختراق لخط الاتجاه الأساسي التنازلي (1) واختراق لخط الرقبة (2) ليكتمل النموذج، وذلك كما هو موضح في الشكل (25).

ويكمن الاختلاف بين نموذج الرأس والكتفين لأعلى، ونموذج الرأس والكتفين لأسفل في أن الأول يتشكل عند الاتجاه التصاعدي (قمم وقيعان تصاعدي)، والثاني يتشكل عند الاتجاه التنازلي (قمم وقيعان تنازلية)، ويتمثل كل منهما في حجم التداول المصاحب لكل نموذج، حيث إن حجم التداول في نموذج الرأس والكتفين لأسفل يزداد عند القيعان (نقاط الدعم) بسبب زيادة عمليات الشراء، بعكس نموذج الرأس والكتفين لأعلى الذي يزداد فيه حجم التداول عند القمم (نقاط المقاومة) بسبب زيادة أوامر البيع،

ويتشابه حجم التداول في نموذج الرأس والكتفين لأعلى مع نموذج الرأس والكتفين لأسفل في أنه يكون حجم التداول كبير عند الكتف الأيسر، وأقل كثافة عند الرأس، ويكون حجم التداول ضئيل عند الكتف الأيمن.

كما أن هناك تشابه في نقطة اكتمال النموذج عند نقطة اختراق السعر لخط الرقبة وزيادة حجم التداول، حيث يكون هناك تأكيد على اكتمال النموذج، وتغير الاتجاه إلى تصاعدي في نموذج الرأس والكتفين لأسفل، عكس نموذج الرأس والكتفين لأعلى الذي يتغير فيه الاتجاه إلى تنازلي.

من الأمور المهم معرفتها أنه ليتكون لدينا نموذج رأس وكتفين لأسفل صحيح، فإنه يجب أن يكون لدينا خط اتجاه (مقاومة) يسمى خط الرقبة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يجب أن تكون قاع الرأس أدنى من قاع كل من الكتف الأيسر والأيمن، وليس بالضرورة أن تكون قاع الكتف الأيسر والأيمن متساويتين، وتظهر إشارة الشراء في هذا النموذج عند تكون الكتف الأيمن، وتؤكد إشارة الشراء عند اختراق السعر لخط الاتجاه.

ويجب أن أشير في بعض الأحيان يتعرض نموذج الرأس والكتفين للتغيير ليتحول بذلك إلى نموذج مركب للرأس والكتفين، فعلى سبيل المثال قد تتكون في بعض النماذج رأسين أو قد يتكرر ظهور الكتف الأيمن أو الأيسر على الرغم من أن هذه النماذج ليست شائعة إلا أنها تقوم بنفس الوظيفة، وغالباً عندما يكون هناك كتفين أيسرين فأن هذا يزيد من فرص تكون كتفين أيمينين.

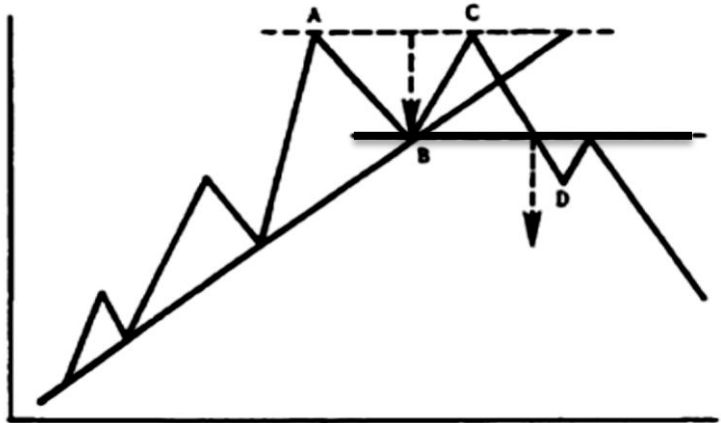
3- نموذج القمم والقيعان المزدوجة: يعتبر نموذج القمم والقيعان المزدوجة من أكثر النماذج الانعكاسية شيوعاً بعد نموذج الرأس والكتفين من حيث الانتشار والسهولة، وتظهر القمة المزدوجة على شكل حرف M والقاع المزدوجة على شكل حرف W وذلك كما في الشكلين التاليين، وتتشابه سمات القمة المزدوجة مع تلك السمات الخاصة بنموذج الرأس والكتفين لأعلى باستثناء أنها عبارة عن قمتين فقط بدلاً من ثلاثة، وكما تتشابه أيضاً سمات القاع المزدوجة مع تلك السمات الخاصة بنموذج الرأس والكتفين لأسفل باستثناء أنها عبارة عن قاعين فقط بدلاً من ثلاثة.

- القمة المزدوجة (Double Top):

كما في الشكل التالي يبدأ الاتجاه التصاعدي عند أعلى مستوى عند النقطة A ويصاحبه حجم تداول مرتفع ثم ينخفض السعر عند النقطة B مع انخفاض في حجم التداول ثم يرتفع السعر إلى النقطة C دون أن يتمكن السعر من كسر القمة السابقة A ويبدأ في الانخفاض مرة أخرى، ويكون حجم التداول عند القمة C أقل من القمة A.

وبذلك تكونت قمتين A - C عند نفس المستوى تقريباً، ويطلق على هذا النموذج القمة المزدوجة، ويبدأ تكون النموذج عند اختراق السعر لخط الاتجاه التصاعدي (خط الدعم) لمدة يومين، وبمستوى 3% من السعر، ويتأكد النموذج عند اختراق السعر لمستوى القاع التي تقع بين القمتين (نقطة الدعم B) ويستمر السعر في الانخفاض بمقدار يقارب ارتفاع النموذج، وهذا يكون إشارة على انعكاس الاتجاه من تصاعدي إلى تنازلي.

ويعتبر الحد الأدنى للانخفاض عند نقطة الاختراق بعد تكون هذا النموذج هو الانخفاض بنفس مقدار ارتفاع النموذج (المسافة بين القمتين وخط الاختراق).

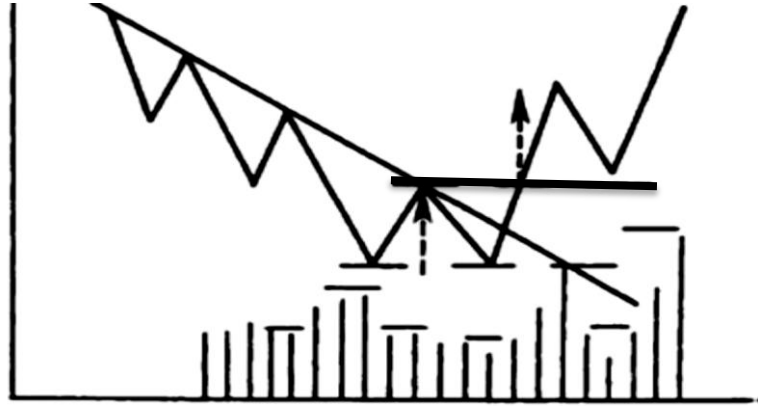


شكل (28) يوضح نموذج القمة المزدوجة

- القاع المزدوجة (Double Bottom):

نموذج القاع المزدوجة يعتبر مرآة لنموذج القمة المزدوجة، ويبدأ تكون النموذج عند اختراق السعر لخط الاتجاه التنازلي (خط المقاومة) لمدة يومين وبمستوى 3% من السعر، ويتأكد النموذج عند استمرار السعر في الارتفاع حتى يتم اختراق مستوى القمة التي تقع بين القاعين (نقطة المقاومة) ويستمر السعر في الارتفاع بمقدار يقارب ارتفاع النموذج، وهذا يكون إشارة على انعكاس الاتجاه من تنازلي إلى تصاعدي.

ويعتبر الحد الأدنى للارتفاع عند نقطة الاختراق بعد تكون هذا النموذج هو الارتفاع بنفس مقدار ارتفاع النموذج (المسافة بين القاعين وخط الاختراق).

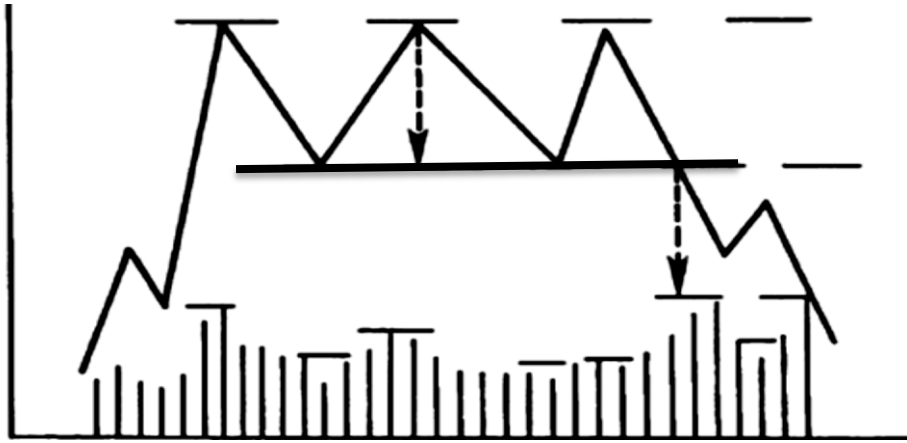


شكل (29) يوضح نموذج القاع المزدوجة

4- نموذج القمم والقيعان الثلاثية: لا يختلف نموذج القمم والقيعان الثلاثية كثيراً عن نموذج الرأس والكتفين، حيث يكمن الفرق الأساسي في كون القمم أو القيعان الثلاثة تقع على نفس المستوى تقريباً، ولهذا السبب غالباً ما يختلف محلي الرسم البياني في إذا ما كان هذا النموذج الانعكاسي هو نموذج الرأس والكتفين، أم أنه قمم أو قيعان ثلاثية إلا أن هذا الجدل ليس إلا جدال شكلي لأن كلا النموذجين يؤيدان نفس الغرض.

- نموذج القمم الثلاثية (Triple Top):

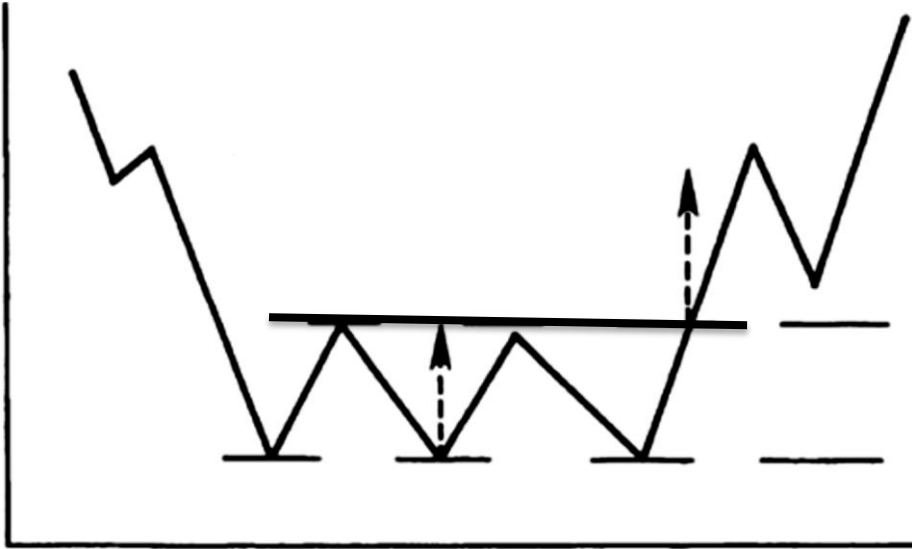
نموذج القمم الثلاثية يشبه نموذج الرأس والكتفين لأعلى، إلا أنه في نموذج القمم الثلاثية القمم تقع في نفس المستوى تقريباً، كما أن حجم التداول يميل إلى الانخفاض عند القمم الثلاثة بعكس نموذج الرأس والكتفين الذي يزداد فيه حجم التداول عند القمم، ويتشابه مع نموذج الرأس والكتفين لأعلى في أنه يزداد حجم التداول ويكتمل نموذج القمم الثلاثية عند نقطة اختراق السعر لخط اتجاه الدعم الذي يلامس نقطتي الدعم (القاعين) السابقتين للأسفل، وأن هذا يكون إشارة لانعكاس الاتجاه من تصاعدي إلى تنازلي، ويصاحب هذا الاختراق حجم تداول كبير، وأن أدوات القياس الفنية شبيهة بالتي تستخدم في نموذج الرأس والكتفين لأعلى، حيث يكون الحد الأدنى لانخفاض السعر بعد اختراق السعر لخط اتجاه الدعم هو الانخفاض بمقدار المسافة العمودية للنموذج من القمة إلى خط اتجاه الدعم، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (26) يوضح نموذج القمم الثلاثية

- نموذج القيعان الثلاثية (Triple Bottom):

نموذج القيعان الثلاثية يشبه نموذج الرأس والكتفين لأسفل، إلا أنه في نموذج القيعان الثلاثية تقع القيعان في نفس المستوى تقريباً، كما أن حجم التداول يميل إلى الانخفاض عند القيعان الثلاثة بعكس نموذج الرأس والكتفين لأسفل الذي يزداد فيه حجم التداول عند القيعان، ويتشابه مع نموذج الرأس والكتفين لأسفل في أنه يزداد حجم التداول ويكتمل النموذج عند نقطة اختراق السعر لخط اتجاه المقاومة الذي يلامس نقطتي المقاومة (القميتين) السابقتين للأعلى، وأن هذا يكون إشارة لانعكاس الاتجاه من تنازلي إلى تصاعدي، ويصاحب هذا الاختراق حجم تداول كبير، وأن أدوات القياس الفنية شبيهة بالتي تستخدم في نموذج الرأس والكتفين لأسفل، حيث يكون الحجم الأدنى لارتفاع السعر بعد اختراق السعر لخط اتجاه المقاومة هو الارتفاع بمقدار المسافة العمودية للنموذج من القاع إلى خط اتجاه المقاومة، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (27) يوضح نموذج القيعان الثلاثية

ثانياً: النماذج الاستمرارية (Continuation Patterns):

تشير نماذج السعر الاستمرارية إلى أن حركة السعر في الاتجاه الجانبي ليست أكثر من فترة توقف مؤقتة لاتجاه السعر القائم، وأن الحركة القادمة ستكون في نفس الاتجاه الذي يسبق تكون النموذج، وتختلف نماذج السعر الاستمرارية عن نماذج السعر الانعكاسية التي تشير إلى حدوث انعكاس في الاتجاه الأساسي.

كما تختلف نماذج السعر الاستمرارية عن النماذج الانعكاسية في الفترة الزمنية، حيث تستغرق النماذج الانعكاسية وقتاً أطول في تكونها، أما نماذج السعر الاستمرارية فتستغرق فترة زمنية أقصر في تكونها، ويمكن تصنيفها على أنها نماذج قصيرة أو متوسطة الأجل.

وإن نماذج السعر الاستمرارية لا يتم التعامل معها باستخدام قواعد صارمة حيث دائماً ما توجد بعض الاستثناءات حتى في عملية تصنيف هذه النماذج إلى مجموعات فعلية سبيل المثال عادةً ما تصنف نماذج المثلثات كنماذج سعر استمرارية إلا أنها تعمل في بعض الأحيان كنماذج انعكاسية، وكما أن نماذج المثلثات تعتبر نماذج متوسطة المدى إلا أنها قد تظهر في بعض الأحيان في الرسوم البيانية طويلة المدى وتأخذ مكانها في الاتجاه الأساسي، وحتى بالنسبة لنموذج الرأس والكتفين، والذي يعتبر من أكثر نماذج السعر الانعكاسية شيوعاً إلا أنه في بعض الأحيان يعمل كنموذج استمراري للسعر.

وسوف نتطرق إلى أهم نماذج السعر الاستمرارية في الآتي:

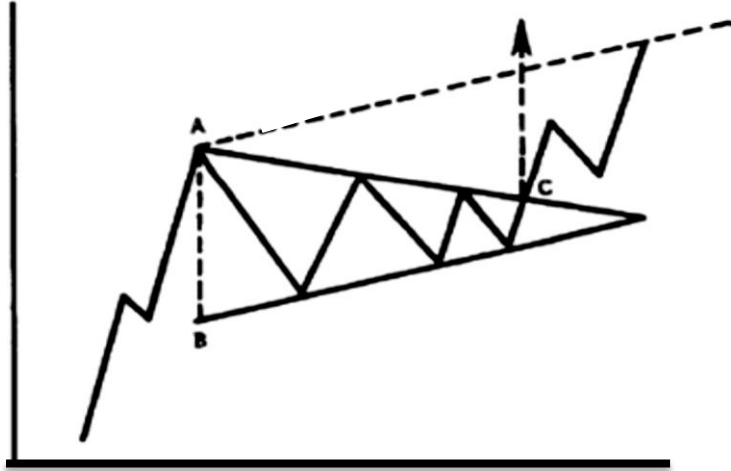
1- نماذج المثلثات (Triangles):

تعتبر نماذج المثلثات نماذج متوسطة المدى تستغرق تكوينها مدة من شهر إلى ثلاثة أشهر تقريباً، ويتكون نموذج المثلث نتيجة التقاء خطين من خطوط الاتجاه في نقطة واحدة، وتسمى نقطة التقاء الخطين على اليمين برأس المثلث، ويسمى الخط العمودي على اليسار قاعدة المثلث، ويقاس ارتفاع النموذج.

وتنقسم نماذج المثلثات إلى ثلاثة أنواع تتمثل في الآتي:

- نموذج المثلث المتطابق الساقين (Symmetrical Triangle):

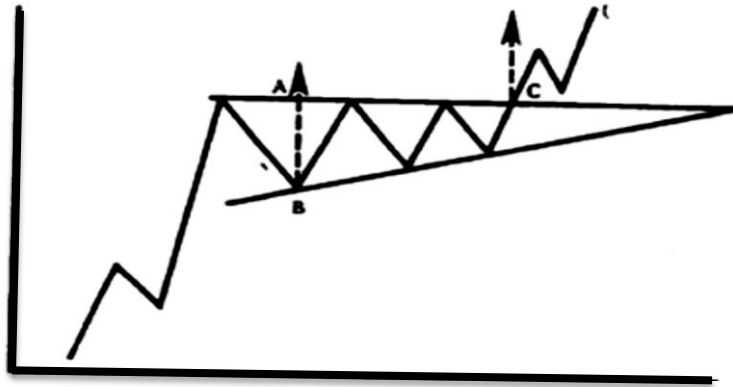
يتكون نموذج المثلث المتطابق الساقين نتيجة التقاء خطين من خطوط الاتجاه في نقطة واحدة، بحيث يكون الخط العلوي في الاتجاه التنازلي، والخط السفلي في الاتجاه التصاعدي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (30) يوضح نموذج المثلث المتطابق الساقين

- نموذج المثلث التصاعدي (Ascending Triangle):

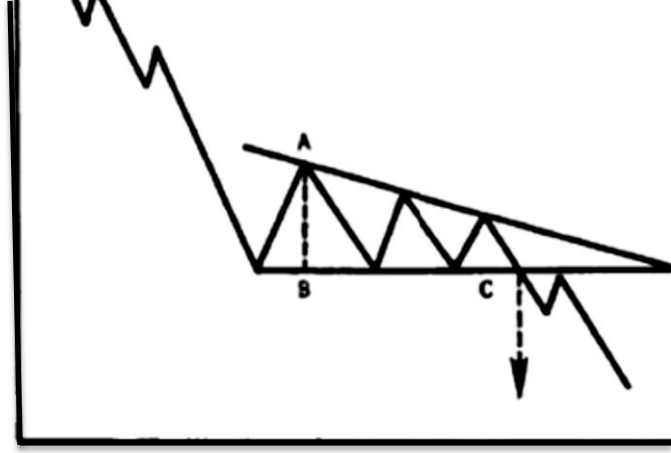
يتكون نموذج المثلث التصاعدي نتيجة التقاء خط الاتجاه التصاعدي بالأسفل مع خط اتجاه أفقي بالأعلى، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (31) يوضح نموذج المثلث التصاعدي

- نموذج المثلث التنازلي (Descending Triangle):

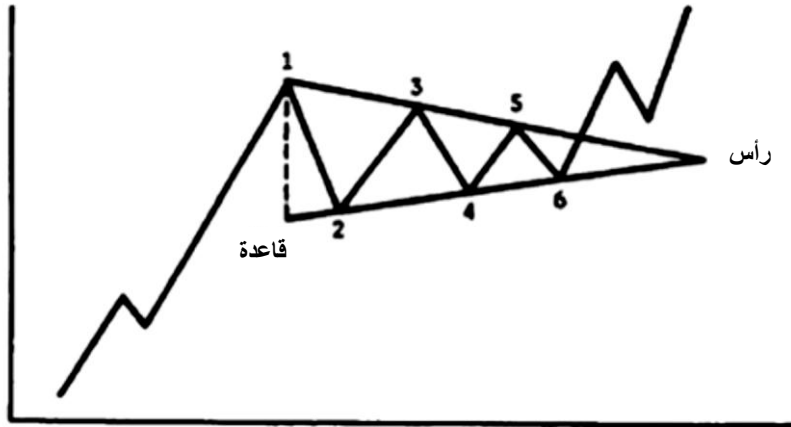
يتكون نموذج المثلث التنازلي نتيجة التقاء خط الاتجاه التنازلي بالأعلى مع خط اتجاه أفقي بالأسفل، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (32) يوضح نموذج المثلث التنازلي

فمماذج المثلثات تعتبر من النماذج الاستمرارية حيث يشير تكوينها إلى توقف الاتجاه الموجود بشكل مؤقت، وبعد ذلك يستأنف السعر اتجاهه الأصلي كما في الأشكال الثلاثة السابقة، حيث نلاحظ أنه إذا كان الاتجاه الذي يسبق النموذج اتجاه تصاعدي يكون بالتالي الاحتمال الأكبر هو استمرار السعر في الاتجاه التصاعدي بعد تكون النموذج، أما إذا كان الاتجاه الذي يسبق النموذج هو اتجاه تنازلي يكون بالتالي الاحتمال الأكبر هو استمرار السعر في الاتجاه التنازلي بعد تكون النموذج.

وحتى تتكون هذه النماذج لا بد أن يكون هناك أربع نقاط انعكاسية على الأقل على اعتبار أن خط الاتجاه يحتاج إلى نقطتين على الأقل لرسمه، وبالتالي لرسم خطين متلاقين من خطوط الاتجاه نحتاج إلى ملامسة السعر لكل خط منهما مرتين على الأقل.



شكل (33) يوضح نموذج المثلث المتطابق الساقين

على سبيل المثال في الشكل السابق يبدأ تكوين المثلث في الاتجاه التصاعدي من النقطة (1) حيث ينخفض السعر إلى النقطة (2) ثم يرتفع السعر إلى النقطة (3) والتي تقع عند مستوى أقل من النقطة (1) ولا يمكننا رسم خط الاتجاه العلوي في النموذج إلا بعد أن ينخفض السعر من النقطة (3) ويتراجع السعر إلى النقطة (4) والتي تقع أعلى من النقطة (2) ولا يمكننا رسم خط الاتجاه السفلي في النموذج إلا بعد ارتفاع السعر من النقطة (4) وبعد ذلك يمكن للمحلل الفني البدء في توقع أن يكون هذا النموذج هو المثلث المتطابق الساقين.

ولا بد من الإشارة إلى أنه يكتمل نموذج المثلث بعد مدة زمنية معينة عندما يلتقي خطي الاتجاه العلوي والسفلي في نقطة واحدة عند رأس المثلث.

وكقاعدة عامة لا بد أن يقوم السعر باختراق خط الاتجاه في نقطة معينة تقع بين 66% - 75% من الاتساع الأفقي للمثلث، حيث يتم قياس هذه المسافة بين القاعدة العمودية للمثلث التي تقع في اليسار ورأس المثلث الذي يقع في أقصى اليمين، ويمكن قياس هذه المسافة بعد رسم خطي الاتجاه المتلاقين، وذلك لأنه من الطبيعي أن يلتقي الخطين في نقطة ما، فعلى سبيل المثال إذا كان اتساع النموذج الأفقي هو عشرين أسبوعاً يكون من المتوقع اختراق السعر لخط الاتجاه بين 13 - 15 أسبوعاً.

أما إذا استمر السعر في التحرك داخل المثلث بعد تجاوز 75% من المسافة بين قاعدة المثلث ورأس المثلث، فإن المثلث يبدأ في فقدان فعاليته الأمر الذي يعني أن الأسعار

سوف تستمر في الاتجاه نحو رأس المثلث وما بعده، وبناءً على ذلك نجد أن نموذج المثلث يقدم مزيج متميز بين السعر والوقت.

ويمثل خطي الاتجاه المتلاقيين حاجز لهذا النموذج، حيث تشير نقطة الالتقاء إلى اكتمال النموذج، ويشير اختراق السعر لخط الاتجاه العلوي من النموذج إلى استئناف اتجاه السعر التصاعدي، وذلك في حالة إذا كان الاتجاه الأصلي للسعر هو الاتجاه التصاعدي، بينما يشير اختراق السعر لخط الاتجاه السفلي من النموذج إلى استئناف اتجاه السعر التنازلي، وذلك في حالة إذا كان الاتجاه الأصلي للسعر هو الاتجاه التنازلي، ومن الممكن تطبيق معايير الاختراق في هذه الحالة المتمثلة في قاعدة اليومين أو 3% من السعر.

ويكون الاختراق لأي من خطي اتجاه النموذج إشارة إلى اكتمال النموذج، وفي بعض الأحيان بعد اختراق السعر لخط الاتجاه يتردد عائداً إلى خط الاتجاه الذي تم اختراقه، حيث إذا كان الاتجاه تصاعدي تتشكل نقطة دعم في الاتجاه التصاعدي بعد الاختراق، أما في حالة الاتجاه تنازلي تتشكل نقطة مقاومة في الاتجاه التنازلي بعد الاختراق.

كما لا بد من الإشارة إلى حجم التداول داخل النموذج فعندما تصبح تذبذبات السعر محصورة داخل نموذج المثلث يقل حجم التداول، وعادةً ما يميل حجم التداول إلى الانخفاض في جميع نماذج السعر الاستمرارية، ولكن عند اختراق السعر لخط الاتجاه الذي يكتمل به النموذج يتزايد حجم التداول بشكل ملحوظ، أما الحركة المرتدة للسعر بعد الاختراق فيصاحبها حجم التداول منخفض، ثم يزداد حجم التداول مرة أخرى عند استئناف السعر لاتجاهه.

كما يجب أن أشير إلى مقدار تحرك السعر بعد اختراق السعر لخط الاتجاه، فهناك طريقة قياس تتمثل في قياس مسافة قاعدة المثلث، وهي الخط العمودي من أوسع جزء في المثلث، ثم رسم خط يساوي هذه المسافة بداية من نقطة الاختراق، وهذه المسافة تمثل الحد الأدنى للسعر المستهدف.

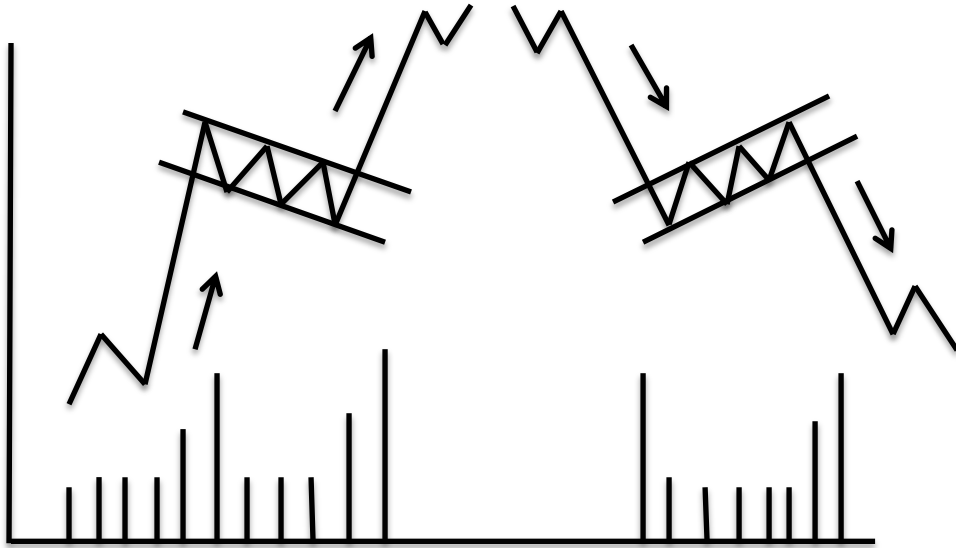
2- نموذج العلم والراية (Flag and Pennants):

يعتبر نموذج العلم والراية من النماذج الشائعة، ومن أكثر النماذج الاستمرارية التي يمكن الاعتماد عليها، ويتشابه هذان النموذجان بشكل كبير حيث يميلان إلى الظهور في نفس المكان، كما أن لهما نفس معايير حجم التداول وقياس حركة السعر.

فيشير ظهور هذين النموذجين إلى حدوث توقف مؤقت لفترة قصيرة لحركة السوق النشطة، وفي الحقيقة من متطلبات ظهور هذين النموذجين هو أنه يسبقهما حدوث حركة للسعر تظهر على شكل خط مستقيم حاد، ويتكون هذا الخط عندما يقوم السعر بالارتفاع أو الانخفاض الحاد، وبعدها يستقر السعر لفترة قصيرة، وعند ذلك يتكون نموذج العلم أو الراية، وبعدها يستأنف السعر تحركه في نفس اتجاهه الأصلي.

- **نموذج العلم:** يتكون نموذج العلم حين يكون هناك ارتفاع حاد في السعر في نموذج العلم التصاعدي أو انخفاض حاد في السعر في نموذج العلم التنازلي قبل تكونهما وسط حجم تداول مرتفع، ويشبه نموذج العلم شكل مستطيل أو متوازي الأضلاع، بحيث يكون هناك خطين متقابلين متوازيين يخالفان الاتجاه الأصلي، حيث ينحدر العلم قليلاً عكس الاتجاه الأصلي، فينحدر العلم قليلاً في الاتجاه التنازلي إذا كان الاتجاه الأصلي للنموذج تصاعدي، والعكس ينحدر العلم قليلاً في الاتجاه التصاعدي إذا كان الاتجاه الأصلي للنموذج تنازلي.

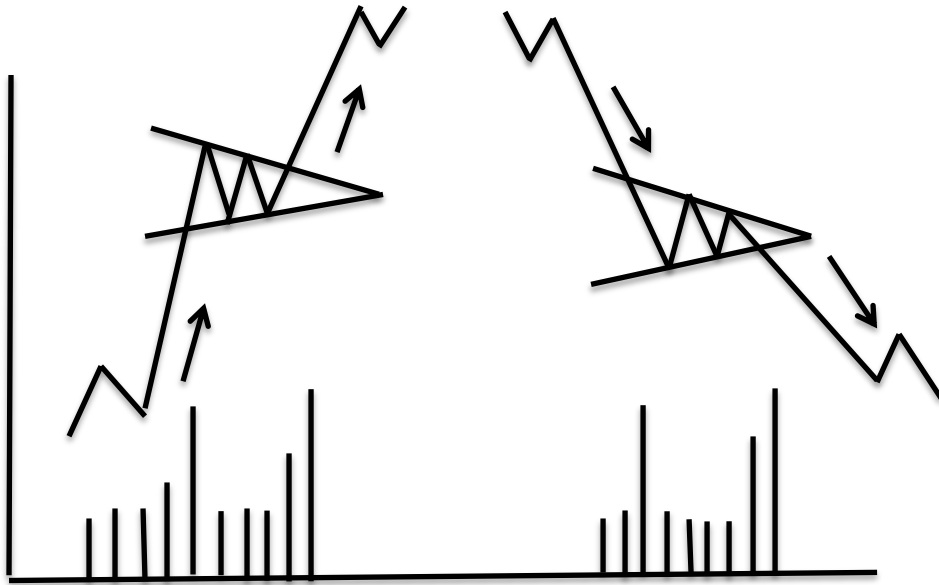
وإن حجم التداول يتناقص بشكل ملحوظ أثناء استقرار السعر داخل النموذج ثم يتزايد حجم التداول بشكل حاد ومفاجئ بعد تمكن السعر من اختراق خط الاتجاه العلوي في نموذج العلم التصاعدي أو اختراق خط الاتجاه السفلي في نموذج العلم التنازلي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي الذي يظهر نموذج العلم في الاتجاه التصاعدي وفي الاتجاه التنازلي.



شكل (34) يوضح نموذج العلم في الاتجاه التصاعدي وفي الاتجاه التنازلي

- **نموذج الرأية:** نفس نموذج العلم يتكون حين يكون هناك ارتفاع حاد في السعر في نموذج الرأية التصاعدي أو انخفاض حاد في السعر في نموذج الرأية التنازلي قبل تكونهما وسط حجم تداول مرتفع.

ويشبه نموذج الرأية شكل المثلث المتطابق السابقين بحيث يكون هناك خطين متلاقين في نقطة واحدة إلا أنه لا يستمر أكثر من ثلاثة أسابيع، ويكون هذا النموذج أفقي أي لا يميل للأعلى أو للأسفل في الغالب، كما أن حجم التداول يتناقص بشكل ملحوظ أثناء استقرار السعر داخل النموذج، وذلك كما في نموذج العلم، وبتزايد حجم التداول بشكل حاد ومفاجئ بعد تمكن السعر من اختراق خط الاتجاه العلوي في نموذج الرأية التصاعدي أو اختراق خط الاتجاه السفلي في نموذج الرأية التنازلي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي الذي يظهر نموذج الرأية في الاتجاه التصاعدي وفي الاتجاه التنازلي.



شكل (35) يوضح نموذج العلم في الاتجاه التصاعدي وفي الاتجاه التنازلي

أما من حيث الأفق الزمني لنموذجي العلم والراية يتكونان خلال المدى القصير ويكتمل تكونهما في فترة تتراوح بين الأسبوع والثلاثة أسابيع.

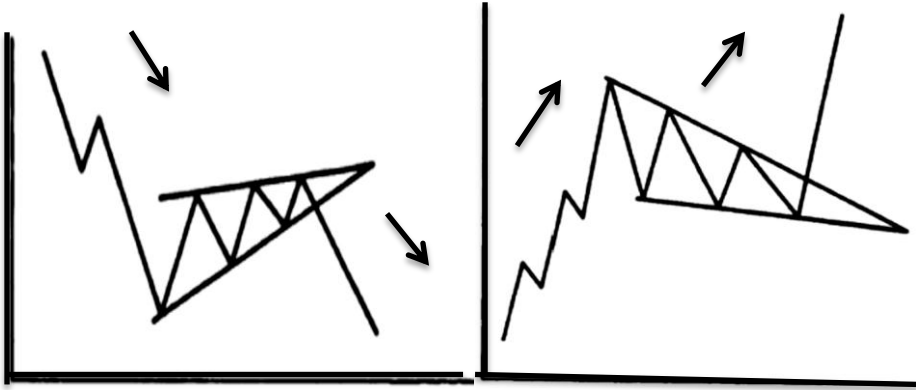
أما من حيث طريقة قياس مقدار حركة السعر بعد اكتمال تكون نموذجي العلم والراية فغالباً ما تكون حركة السعر بعد اكتمالهما هي ضعف الحركة التي حدثت قبل تكونهما مباشرةً والمتمثلة في حركة الانخفاض أو الارتفاع الحادة.

وبصورة أكثر دقة يمكن قياس المسافة العمودية التي تبدأ من نقطة البداية للاتجاه العام الحالي ثم رسم خط بمقدار ضعف هذه المسافة تبدأ من نقطة اختراق الحد العلوي في حالة الاتجاه التصاعدي أو اختراق الحد السفلي في حالة الاتجاه التنازلي.

3- نموذج الوتد (Wedge):

نموذج الوتد يعمل كنموذج استمراري يستمر السعر بعدها في نفس الاتجاه الأصلي، ويتشابه نموذج الوتد مع نموذج المثلث المتطابق السابقين في شكله والوقت الذي يستغرقه في التكون، وكما هو الحال في نموذج المثلث المتطابق السابقين يمكن التعرف على نموذج الوتد عن طريق تلاقي خطين في نقطة واحدة تسمى رأس المثلث، أما فيما يتعلق بالوقت الذي يستغرقه نموذج الوتد ليتكون فقد يستغرق من شهر إلى ثلاثة أشهر.

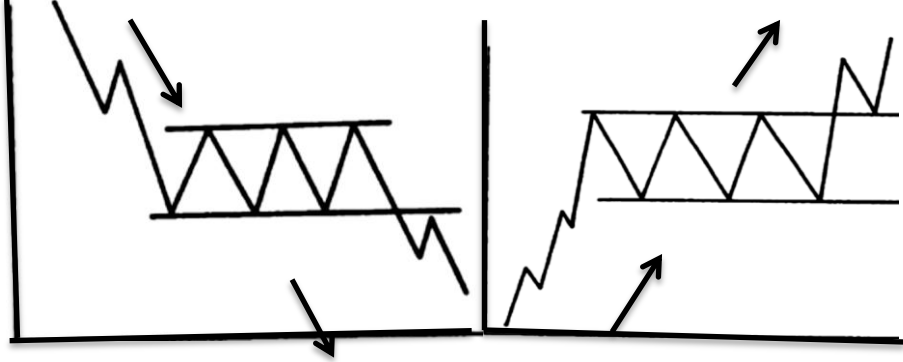
أما ما يميز هذا النموذج عن نموذج المثلث المتطابق السابقين فهو انحداره الملحوظ، والذي يكون في الحد العلوي أو السفلي، وكقاعدة عامة كما هو الحال في نموذج العلم يكون انحدار نموذج الوتد في اتجاه معاكس للاتجاه العام، وبالتالي فإن نموذج الوتد المنحدر نزولاً يعتبر نموذج تصاعدي، والمنحدر صعوداً يعتبر نموذج تنازلي، وذلك كما هو مبين في الشكل التالي.



شكل (36) يوضح نموذج الوتد في الاتجاه التنازلي وفي الاتجاه التصاعدي

4- نموذج المستطيل (Rectangle Formation):

من السهل التعرف على هذا النموذج حيث يعتبر هذا النموذج أن السعر في فترة توقف مؤقتة أثناء سيره في الاتجاه العام، ويحصر فيه السعر بين خطين أفقيين متوازيين، ويسمى نموذج المستطيل أحياناً بنطاق التداول، ومهما كان مسمى هذا النموذج فهو يعتبر فترة توقف مؤقتة للسعر، ويحصر فيه السعر بين خطين أفقيين متوازيين، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (37) يوضح نموذج المستطيل في الاتجاه التنازلي وفي الاتجاه التصاعدي

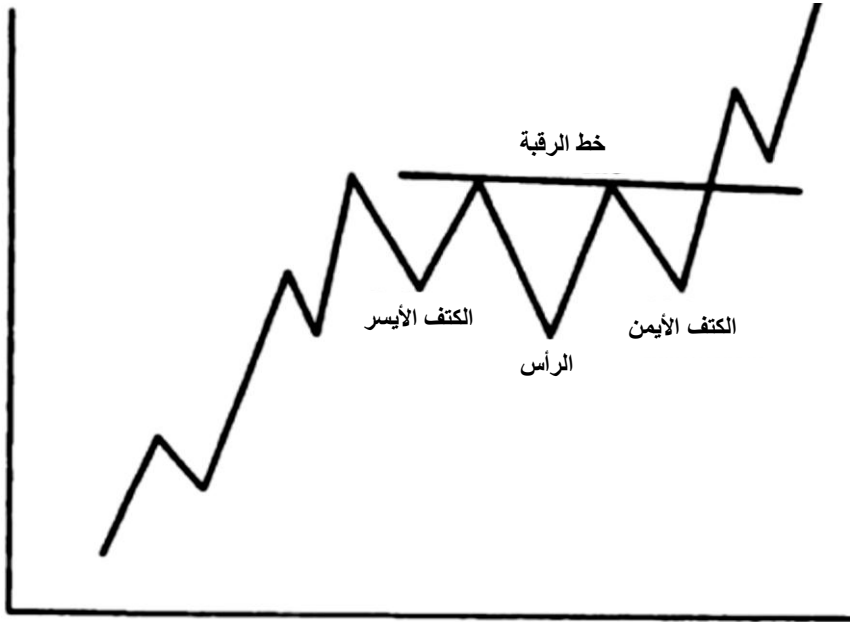
ويشير اختراق السعر للحد العلوي أو السفلي من النموذج إلى اكتماله، ويقوم بعض المحللين بالتداول داخل هذا النموذج، وذلك عن طريق البيع بسعر قريب من قمة نطاق التداول، والشراء بسعر قريب من قاع نطاق التداول، حيث يمكن للمحلل الاستفادة من حدود التداول التي تكون معروفة أثناء تحرك السعر داخل هذا النموذج، والتي تكون فيه نسبة المخاطرة منخفضة، وهناك فئة من المحللين يحبذون دخول السوق عند اختراق السعر لخط الاتجاه، حيث إذا كان الاتجاه الأصلي هو تصاعدي يدخلون في صفقات الشراء، أما إذا كان الاتجاه الأصلي هو تنازلي يدخلون في صفقات البيع.

ويستغرق نموذج المستطيل في تكوينه فترة تتراوح بين الشهر والثلاثة أشهر، أما فيما يتعلق بحجم التداول فيختلف هذا النموذج عن نماذج السعر الاستمرارية الأخرى، حيث لا ينخفض حجم التداول أثناء تحرك السعر داخل النموذج، وذلك نظراً لتذبذب السعر داخل نطاق واسع، ومن ناحية أخرى يتزايد حجم التداول عند اختراق السعر لخط الاتجاه خروجاً عن هذا النموذج، وقد تحدث الحركة المرتدة أيضاً كما هو الحال في النماذج الأخرى.

وإن اتجاه السعر بعد الاختراق والخروج من النموذج يقاس بارتفاع نطاق التداول من القمة إلى القاع، ثم رسم خط عمودي يساوي هذه المسافة بداية من نقطة اختراق السعر لخط الاتجاه، حيث تتشابه هذه الطريقة مع تلك التي ذكرناها سابقاً في النماذج الأخرى.

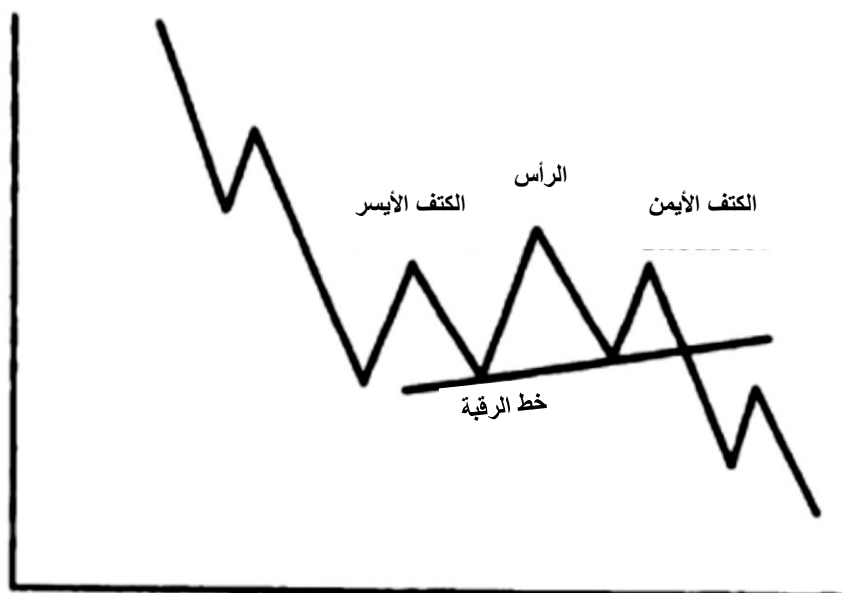
5- نموذج الرأس والكتفين الاستمراري: سبق وأن تطرقنا إلى نموذج الرأس والكتفين، ووصفناه على أنه أكثر شهرة، وأكثر استخداماً في الأسواق المالية، إلا أنه في بعض الأحيان قد يظهر هذا النموذج كنموذج استمراري وليس انعكاسي.

وتتشابه حركة السعر في نموذج الرأس والكتفين الاستمراري مع حركته داخل نموذج المستطيل، فيما عدا أن القاع الوسطى (الرأس) في النموذج تقع عند مستوى أدنى من القاعين (الكتفين) الأيمن والأيسر، وذلك في حالة الاتجاه التصاعدي، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (38) يوضح نموذج الرأس والكتفين الاستمراري التصاعدي

أما في حالة الاتجاه التنازلي تكون القمة الوسطى (الرأس) في النموذج تقع عند مستوى أعلى من القمتين (الكتفين) الأيمن والأيسر، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي.



شكل (39) يوضح نموذج الرأس والكتفين الاستمراري التنازلي

وكقاعدة عامة لا بد أن يصاحب خروج السعر من النموذج عند نقطة الاختراق تزايد في حجم التداول، وذلك إذا كان الاختراق صحيحاً، ومن الممكن تطبيق معايير الاختراق في هذه الحالة المتمثلة في قاعدة اليومين أو 3% من السعر.

الفصل الرابع

مؤشرات التحليل الفني

أولاً: مؤشرات التحليل الفني لمؤشر السوق بشكل عام

- 1- مؤشر تحليل القوة النسبية
- 2- مؤشر خط الصعود / الهبوط
- 3- مؤشر حجم التداول للأسهم المرتفعة والمنخفضة
- 4- مؤشر الترن أو آرمز

ثانياً: مؤشر التحليل الفني لسعر السهم

- 1- مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي
- 2- المتوسط المتحرك
- 3- مؤشرات التذبذب

الفصل الرابع: مؤشرات التحليل الفني

أن طريقة التدرج في التحليل الفني من الأكبر إلى الأصغر تعتبر الأكثر شيوعاً في تحليل سوق الأوراق المالية، فالتحليل الفني يبدأ بدراسة مدى قوة الأداء العام للسوق أو القطاع ثم بعد ذلك بدراسة الأسهم الفردية، وذلك عن طريق تطبيق المؤشرات الفنية المختلفة، والهدف من هذا التحليل هو اختيار أفضل الأسهم.

وحتى يتمكن المحلل الفني من تحديد السهم الذي ينبغي شرائه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك، عليه أن يبدأ بتحليل نمط التغيير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة أو بالقطاع، وهذا ما سوف نتطرق إليه في مؤشرات التحليل الفني لمؤشر السوق والتي تساعدنا في تحديد اتجاه الأسعار بشكل عام نحو الصعود أو نحو الهبوط.

ومن أهم المؤشرات المستخدمة في تحليل السوق مؤشر القوة النسبية، وخط الصعود/الهبوط، وحجم التداول للأسهم المرتفعة، وحجم التداول للأسهم المنخفضة، ومؤشر الترن أو آر.مز.

أما تحديد نمط التغيير في سعر السهم فهذا ما سوف نتطرق إليه بعد ذلك عن طريق مجموعة من مؤشرات التحليل الفني لسعر السهم، فحركة التغيير في سعر السهم عادةً ما تأخذ نمطاً مميزاً يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه هذا السعر في المستقبل باستخدام مجموعة من المؤشرات تبدأ بمؤشر متوسط الحركة الاتجاهي لتحديد اتجاه السعر، فإذا كانت نتيجة المؤشر تشير أن الأسعار تسير في اتجاه من الأفضل حينها استخدام مؤشر المتوسط المتحرك، أما إذا كانت نتيجة مؤشر الحركة الاتجاهي تشير إلى انعدام الاتجاه وتداول السعر في نطاق محصور يكون حينها من الأفضل استخدام أحد مؤشرات التذبذب.

ويجب التنويه ان الإطار الزمني لكافة المؤشرات الفنية يمكن أن يتم على أساس سنوي أو شهري أو أسبوعي أو يومي، إلا أنه في الغالب يتم تحديد الفترة الزمنية على أساس يومي لأنهم يضاربون على ارتفاع وانخفاض الأسعار على المدى القصير.

أولاً: مؤشرات التحليل الفني لمؤشر السوق بشكل عام

ونستعرض فيما يلي مؤشرات مختلفة يستخدمها المحلل الفني في السوق لقياس مدى حركة السوق بشكل عام:

1- مؤشر تحليل القوة النسبية: يمتاز هذا التحليل بالبساطة والسهولة، وأنه في ذات الوقت أداة فعالة لرسم الرسوم البيانية، ويمكن احتساب القوة النسبية باستخدام النسب التالية:

$$\text{القوة النسبية للسوق} = \frac{\text{قيمة المؤشر العام}}{\text{قيمة المؤشر الدولي}}$$

$$\text{القوة النسبية للقطاع} = \frac{\text{قيمة مؤشر القطاع}}{\text{قيمة المؤشر العام}}$$

$$\text{القوة النسبية للسهم داخل القطاع} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{قيمة مؤشر القطاع}}$$

$$\text{القوة النسبية للسهم داخل السوق} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{قيمة المؤشر العام}}$$

ترتفع القوة النسبية عندما تكون القيمة الواقعة في البسط أكبر من القيمة الواقعة في المقام أي تزيد عن الواحد الصحيح، وتنخفض القوة النسبية عندما تكون القيمة الواقعة في المقام أكبر من القيمة الواقعة في البسط أي تقل عن الواحد الصحيح.

ويمكن تحديد القوة النسبية للسوق بقسمة قيمة مؤشر عام البورصة على قيمة المؤشر الدولي الذي يعكس أداء أسواق المال العالمية، وتعكس لنا النسبة القوة النسبية للسوق مقارنة بالأسواق العالمية، ويمكن تحديد القوة النسبية للقطاع داخل السوق بقسمة قيمة مؤشر القطاع على قيمة المؤشر العام، وتعكس لنا النسبة القوة النسبية للقطاع داخل السوق، كما يمكن تحديد القوة النسبية للأسهم المفردة داخل القطاع بقسمة سعر السهم على قيمة مؤشر القطاع الذي ينتمي إليه، وتعكس لنا النسبة القوة النسبية للسهم داخل القطاع الذي ينتمي إليه، وكذلك يمكن تحديد القوة النسبية للسهم داخل السوق بقسمة سعر السهم على المؤشر العام، وتعكس لنا النسبة القوة النسبية للسهم داخل السوق بشكل عام.

ويحدد لنا مؤشر تحليل القوة النسبية للقطاع القطاعات المتفوقة في أدائها بالنسبة لأداء السوق العام، وذلك في حالة ارتفاع القوة النسبية للقطاع، ويحدد لنا ضعف أداء القطاع في حالة انخفاض القوة النسبية للقطاع، كما يمكن بنفس التحليل تحديد الأسهم المتفوقة

الأداء التي ترتفع قوتها النسبية، والأسهم الضعيفة الأداء التي تنخفض قوتها النسبية داخل القطاع وداخل السوق ككل.

وفيما يلي نوضح كيفية احتساب القوة النسبية بقيم افتراضية لإحدى الشركات في الجدول الآتي:

اليوم	سعر السهم	مؤشر القطاع	المؤشر العام	المؤشر العالمي
1	30	20	10	8
2	36	22	12	9
3	50	30	25	15
4	60	34	30	16

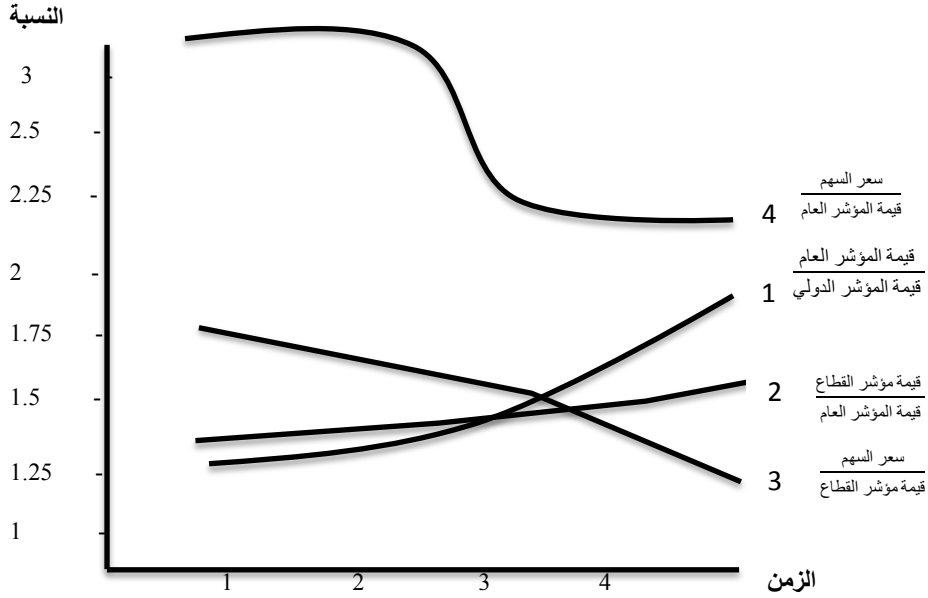
قيمة المؤشر العام الخط (1)	قيمة المؤشر العام الخط (2)	سعر السهم قيمة المؤشر القطاع الخط (3)	سعر السهم قيمة المؤشر العام الخط (4)
1.25	2	1.5	3
1.33	1.83	1.63	3
1.66	1.2	1.66	2
1.87	1.13	1.76	2

من خلال تحليل بيانات الجدول وفقاً للقيم الظاهرة نلاحظ أن القوة النسبية للسوق مرتفعة مقارنة بأسواق المال العالمية، مما يشجع ذلك على الاستثمار وانتقال رؤوس الأموال، وأن خط القوة النسبية صاعد، وذلك بسبب ارتفاع مؤشر القوة النسبية للسوق في كل يوم عن اليوم السابق.

ونلاحظ أيضاً أن القوة النسبية للقطاع الذي ينتمي إليه السهم يمتاز بقوة نسبية، وأن خط القوة النسبية صاعد، وذلك بسبب ارتفاع قيمة مؤشر القوة النسبية في كل يوم عن اليوم السابق.

كما نلاحظ أن سعر السهم مرتفع مقارنة بمؤشر القطاع والمؤشر العام، وأن للسهم قوة نسبية داخل القطاع والسوق بشكل عام، إلا أن خط القوة النسبية للسهم داخل القطاع وداخل السوق هابط، وذلك بسبب انخفاض قيمة مؤشر القوة النسبية في كل يوم عن اليوم السابق.

والشكل التالي يوضح خط القوة النسبية للسوق، وخط القوة النسبية للقطاع الذي ينتمي إليه السهم، وخط القوة النسبية للسهم داخل القطاع، وخط القوة النسبية للسهم داخل السوق ككل.



شكل (40) يوضح خط القوة النسبية

ويمكن استخدام بعض أدوات الرسم البياني البسيطة مثل خطوط الاتجاه والمتوسطات المتحركة على الرسم البياني الخاص بخط القوة النسبية مساعداً على ترقب التغيرات المهمة التي تطرأ على اتجاه هذا المنحنى، والفكرة العامة هنا هي أنه يمكن بهذه الطريقة أن ننقل الاستثمارات بين القطاعات المختلفة في السوق، وذلك باختيار تلك القطاعات التي ترتفع فيها القوة النسبية، ونبتعد عن تلك القطاعات التي تنخفض فيها القوة النسبية، وبإمكان المحلل بعد ذلك الاختيار بين الأسهم التي تقع ضمن القطاع الذي ترتفع قوته النسبية باستخدام تحليل القوة النسبية للأسهم، بحيث يمكن تحديد الأسهم التي يتميز خط القوة النسبية الخاص بها بالارتفاع، كما يمكن شراء تلك الأسهم الضعيفة التي يتوقع لها أن يرتفع خط القوة النسبية الخاص بها للأعلى في المستقبل، وذلك اعتماداً على مؤشرات التحليل الفني.

كما يساعد تحليل القوة النسبية على تصنيف القطاعات أو الأسهم التي ترتفع قوتها النسبية، والتي ترتفع أسعارها بسرعة في السوق التصاعدي، وتنخفض ببطء شديد في السوق التنازلي، وتتسم هذه الأسهم أو القطاعات بارتفاع قوتها النسبية.

أي الهدف من هذا التحليل هو تجنب الأسهم التي قوتها النسبية منخفضة، وبتلخص تحليل القوة النسبية في دراسة السوق من الأكبر إلى الأصغر، وذلك باتتباع الخطوات التالية:

- دراسة مؤشر السوق العام لتحديد الاتجاه العام للسوق مقارنة بالأسواق العالمية الأخرى.

- اختيار القطاع الذي يتسم بارتفاع قوته النسبية.

- اختيار الأسهم التي تتسم بارتفاع قوتها النسبية.

- أخيراً يمكنك تطبيق الأدوات الفنية كنماذج الرسوم البيانية، وغيرها من المؤشرات الفنية الأخرى، وذلك كخطوة أخيرة للتحليل لتساعدك على توقيت اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

2- مؤشر خط الصعود / الهبوط: يعتبر خط الصعود / الهبوط من المؤشرات المعروفة والخاصة بقياس اتجاه حركة السوق، ويتميز بالبساطة حيث يتم احتسابه بالفرق بين الأسهم التي ارتفعت وبين تلك الأسهم التي انخفضت، وإذا كان عدد الأسهم المرتفعة أكبر من عدد الأسهم المنخفضة تكون قيمة هذا الخط إيجابية ويعكس اتجاه السوق للصعود، أما إذا كان عدد الأسهم التي انخفضت أكبر من تلك التي ارتفعت تكون قيمة هذا الخط سلبية ويعكس اتجاه السوق للهبوط، ويتم تجميع هذه القيم الإيجابية والسلبية لإنشاء خط الصعود / الهبوط.

ولكن يجب الأخذ في الاعتبار أن هناك مستويات مختلفة للخط الإيجابي أو السلبي فكلما زاد أو انخفض عدد الشركات عن 50% من عدد الشركات المتداولة كان ذلك يعني نسبة خط الصعود أو الهبوط كبيرة جداً في السوق، بينما تمثل نسبة 25% وحتى 50% نسبة ارتفاع أو انخفاض متوسطة، ونسبة من 25% وحتى 5% نسبة منخفضة.

ويمكن احتساب خط الصعود / الهبوط على أساس يومي أو أسبوعي أو شهري أو سنوي بالفرق بين الأسهم المرتفعة والأسهم المنخفضة خلال يوم أو أسبوع أو شهر أو سنة، ويمكن أيضاً رسم خط الصعود والهبوط، ونقوم بالبحث عن الرقم المتكرر لخط الصعود / الهبوط مرة بالقيمة السالبة وتمثل مستوى الدعم، ومرة بالقيمة الموجبة وتمثل مستوى المقاومة، وهكذا نستطيع وضع ثلاثة خطوط أفقية متوازية حيث لكل خط معنى ودلالة:

- يمثل الخط السفلي مستوى الدعم، وتكون قيمته سالبة، ويعكس اتجاه السوق الهابط.
- الخط الأوسط، وتكون قيمته صفر، ويعكس توازن السوق، ويعكس اتجاه السوق الجانبي.
- أما الخط العلوي يمثل مستوى المقاومة، وتكون قيمته موجبة، ويعكس اتجاه السوق الصاعد.

كما يمكن احتساب خط الصعود / الهبوط عن طريق قسمة عدد الأسهم المرتفعة على عدد الأسهم المنخفضة، حيث إذا كانت النتيجة أكبر من الواحد الصحيح يعكس لنا ذلك أن اتجاه السوق تصاعدي، أما إذا كانت النتيجة تساوي الواحد الصحيح، فهذا يعني أن السوق متوازن والاتجاه جانبي، وأما إذا كانت النتيجة أقل من الواحد الصحيح يعكس لنا ذلك أن اتجاه السوق تنازلي، ومهما اختلفت طريقة احتساب المؤشر فإن استخدامه لا يتغير إلا وهو قياس اتجاه السوق بشكل عام.

3- مؤشر حجم التداول للأسهم المرتفعة والمنخفضة: يمكن احتساب المؤشر عن طريق قسمة حجم التداول للأسهم المرتفعة على حجم التداول للأسهم المنخفضة، حيث إذا كانت النتيجة أكبر من الواحد الصحيح يعكس لنا ذلك أن اتجاه السوق تصاعدي، وأما إذا كانت قيمة المؤشر تساوي الواحد الصحيح، فهذا يعني أن السوق متوازن والاتجاه جانبي، وأما إذا كانت نتيجة المؤشر أقل من الواحد الصحيح يعكس لنا ذلك أن اتجاه السوق تنازلي.

4- مؤشر الترن أو آرمز: يتم فيه دمج عدد الأسهم المرتفعة والمنخفضة مع حجم التداول للأسهم المرتفعة والمنخفضة في نسبة واحدة، حيث يمثل البسط عدد الأسهم المرتفعة إلى عدد الأسهم المنخفضة، أما المقام فهو يمثل حجم تداول الأسهم المرتفعة إلى حجم تداول الأسهم المنخفضة، وذلك وفق المعادلة التالية:

$$\text{مؤشر آرمز} = \frac{\frac{\text{عدد الأسهم المرتفعة}}{\text{عدد الأسهم المنخفضة}}}{\frac{\text{حجم تداول الأسهم المرتفعة}}{\text{حجم تداول الأسهم المنخفضة}}}$$

أن الغرض من استخدام هذا المؤشر هو معرفة اتجاه السوق بشكل العام، وذلك لمعرفة ما إذا كان السوق في اتجاه صاعد أم هابط أم جانبي، حيث إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من الواحد الصحيح، فهذا يعني أن أسعار الأسهم قد ارتفعت بشكل حاد، والسوق في حالة التشبع الشرائي، وقد حان الوقت لتغيير اتجاه السوق من تصاعدي إلى تنازلي،

وعند تجاوز قيمة المؤشر 1.5 قد يشير ذلك إلى الصعود وإن أسعار الأسهم مرتفعة، وتكون إشارة بيع والخروج من السوق، أما إذا كانت قيمة المؤشر تساوي الواحد الصحيح، فهذا يعني أن السوق متوازن والاتجاه جانبي، أما إذا كانت قيمة المؤشر أقل من الواحد الصحيح، فهذا يعني أن أسعار الأسهم قد انخفضت بشكل حاد، والسوق في حالة التشبع البيعي، وقد حان الوقت لتغيير اتجاه السوق من تنازلي إلى تصاعدي، وعند انخفاض قيمة المؤشر إلى أقل من 0.75 قد يشير ذلك إلى الهبوط وإن الأسهم منخفضة، وتكون إشارة شراء والدخول إلى السوق.

ثانياً: مؤشرات التحليل الفني لسعر السهم

نستعرض فيما يلي مؤشرات مختلفة يستخدمها المحلل الفني لدراسة حركة سعر السهم:

1- مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي Average Directional Movement (ADX) Index :

يعتبر خط ADX طريقة لتحديد وضعية السعر إذا ما كان له اتجاه صاعد أو هابط أو له اتجاه جانبي، حيث إذا كان هذا الخط في حالة ارتفاع يكون هناك اتجاه للسعر قد يكون صاعد أو هابط، ومن الأفضل حينها استخدام مؤشر المتوسط المتحرك، بينما يشير انخفاضه إلى انعدام الاتجاه الصاعد أو الهابط وتداول السعر في اتجاه جانبي في نطاق محصور أفقي يتذبذب فيه السعر صعوداً وهبوطاً، ويكون حينها استخدام مؤشرات التذبذب (Oscillators) هو الأفضل.

وإن مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي ADX يقيس قوة الاتجاه لحركة سعر السهم عن طريق قياس العلاقة بين قوى الطلب +DI 14 وقوى العرض -DI 14 والتي تحدد التوقيت الملائم للشراء والبيع.

ويتم احتساب مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي (ADX) على مراحل وفق الآتي:

المرحلة الأولى: احتساب اتجاه الحركة Directional Movement والذي يرمز له بالرمز DM الذي يحدد اتجاه الحركة، والتي ستكون إما حركة اتجاهية موجبة (DM+) أو حركة اتجاهية سالبة (DM-) أو لا يوجد اتجاه وللوصول لذلك:

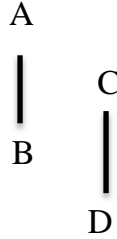
$$DM+ = \text{أعلى سعر حالي مطروحاً منه أعلى سعر سابق}$$

$$DM- = \text{أدنى سعر سابق مطروحاً منه أدنى سعر حالي}$$

- تكون الحركة الاتجاهية موجبة (DM+) عندما تكون قيمة (DM+) (أعلى سعر حالي مطروحاً منه أعلى سعر سابق) أكبر من قيمة (DM-) (أدنى سعر سابق مطروحاً منه أدنى سعر حالي) مما يجعل الاتجاه السائد اتجاهياً إيجابياً اتجاه صاعد، كما هو موضح بالشكل التالي، أي الفرق بين النقطتين A و B أكبر من الفرق بين النقطتين B و D .



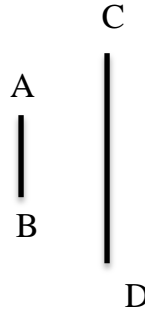
- تكون الحركة الاتجاهية سالبة (DM-) عندما تكون قيمة (DM-) (أدنى سعر سابق مطروحاً من أدنى سعر حالي) أكبر من قيمة (DM+) (أعلى سعر حالي مطروحاً منه أعلى سعر سابق) مما يجعل الاتجاه السائد اتجاهاً سلبياً اتجاه هابط، كما هو موضح بالشكل التالي، أي الفرق بين النقطتين B و D أكبر من A و C .



- تكون الحركة الاتجاهية عرضية في حالة تساوي قيمة (DM+) مع (DM-) للصفر كما هو موضح بالشكل التالي.



- أو في حالة إذا كان الفارق بينهما يساوي صفر أو غير كبير، مما يجعل الاتجاه السائد اتجاه عرضياً، أو بمعنى آخر لا يوجد اتجاه واضح للسعر، كما هو موضح بالشكل التالي، أي الفرق بين النقطتين C و A يساوي الفرق بين النقطتين B و D .



المرحلة الثانية: احتساب النطاق الصحيح أو المدى الحقيقي True Range والذي يرمز له بالرمز (TR) وهو أكبر أحد الفروق التالية:

- الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر خلال نفس الفترة.
- أو الفرق بين أعلى سعر حالي وسعر الإغلاق السابق.
- والفرق بين أدنى سعر حالي وسعر الإغلاق السابق.

المرحلة الثالثة: احتساب مؤشر الاتجاه DI (Directional Index) لليوم الواحد:

يمثل DI+ النسبة المئوية للنطاق الصحيح الأعلى من اليوم السابق:

$$\frac{DM+}{TR} = DI +$$

يمثل DI- النسبة المئوية للنطاق الصحيح الأدنى من اليوم السابق:

$$\frac{DM-}{TR} = DI -$$

المرحلة الرابعة: احتساب DI_{14} الذي يمثل مجموع DI للأربعة عشر فترة سابقة.

$$100 \times \frac{DM+_{14}}{TR_{14}} = DI +_{14}$$

$$100 \times \frac{DM-_{14}}{TR_{14}} = DI -_{14}$$

حيث أن:

$$DM_{14} = \text{مجموع DM للأربعة عشر فترة سابقة.}$$

$$TR_{14} = \text{مجموع TR للأربعة عشر فترة سابقة.}$$

والإشارة السالبة لـ $DI -$ لا تعني أنه سالب، لكن من أجل إظهار أن اتجاه الحركة نحو الأسفل.

وبعدما تحصلنا على $DI + 14$ و $DI - 14$ ليوم واحد، نكمل بنفس الطريقة لبقية أيام التداول.

المرحلة الخامسة: احتساب مؤشر الحركة الاتجاهي Directional Movement Index والذي يرمز له بالرمز DX

يتم احتساب DX عن طريق: الفرق $DI + 14$ و $DI - 14$ وقسمة الناتج على مجموع $DI + 14$ و $DI - 14$ ثم ضرب الناتج في 100 وفق المعادلة التالية:

$$100 \times \frac{(DI-14)-(DI+14)}{(DI-14)+(DI+14)} = DX$$

المرحلة السادسة: احتساب مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي Average Directional Movement Index والذي يرمز له بالرمز ADX

هو مؤشر متوسط متحرك للأربعة عشرة فترة سابقة يشترك عادةً باستخدام 14 وحدة من المؤشر الاتجاهي DX ويطلق على الناتج مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي ADX الذي قيمته تتراوح بين 0-100 ويعكس لنا قوة الاتجاه لحركة السعر وفق الآتي:

- هبوط المؤشر ADX أدنى من 20 يدل ذلك على أن هناك انعدام اتجاه في السعر أو قد يكون الاتجاه جانبي، وينصح باستخدام أحد مؤشرات التذبذب.

- ارتفاع المؤشر ADX عن 20 يدل على أن هناك اتجاه في السعر، وينصح باستخدام المؤشرات المعتمدة على الاتجاه كالمؤشر المتحرك.

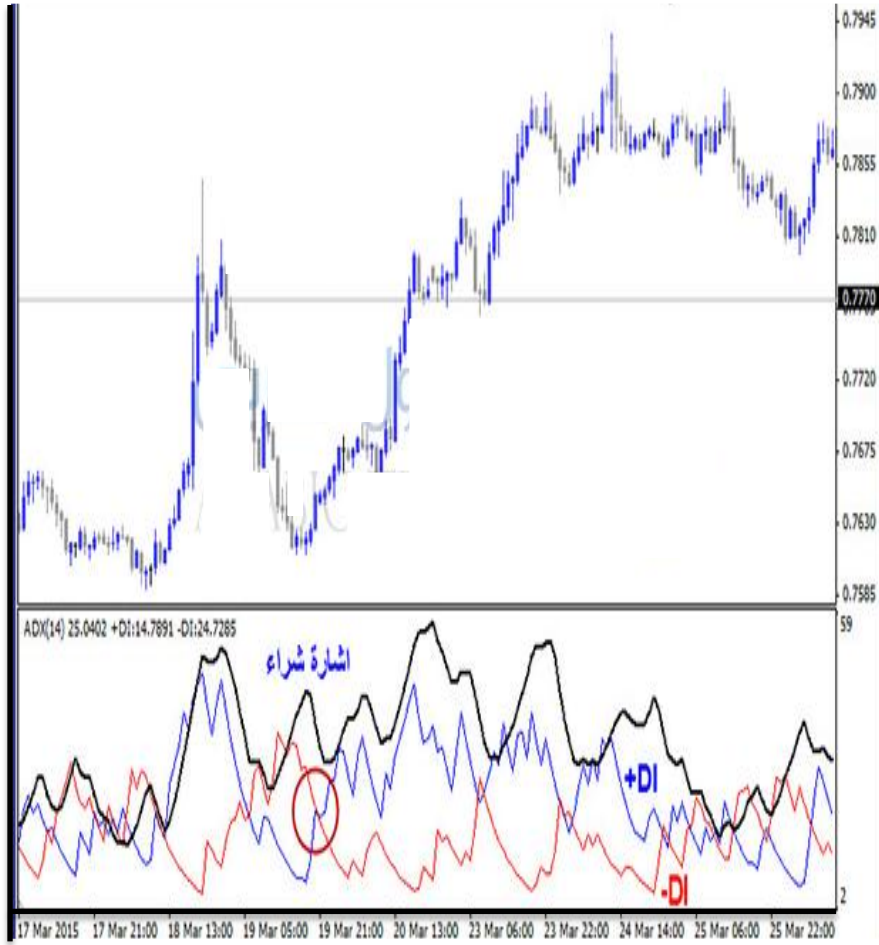
- ارتفاع المؤشر ADX عن 40 يشير إلى وجود اتجاه قوي والوصول إلى التشبع الشرائي أو البيعي (ذروة الشراء أو البيع) وأن انعكاس الاتجاه للأعلى أو للأسفل أصبح وشيكاً.



شكل (41) يوضح مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي (ADX)

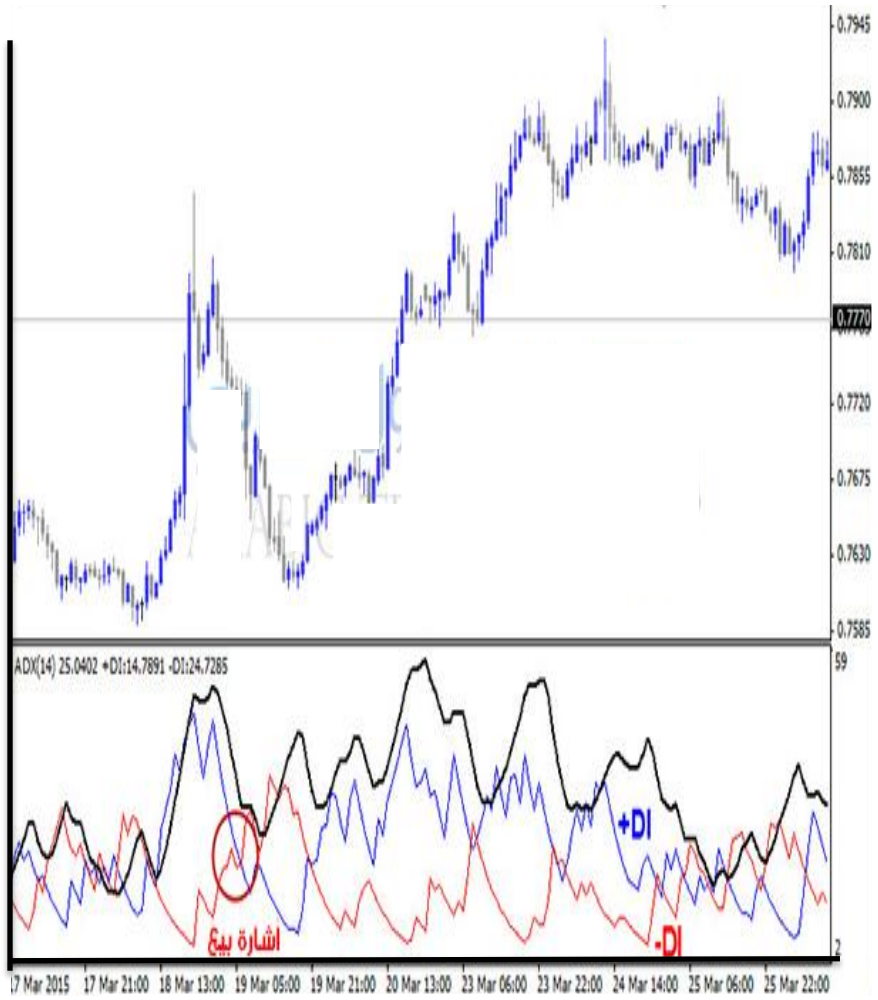
وأما إشارات البيع والشراء وتحديد الاتجاه تظهر عندما يتقاطع خط $DI + 14$ مع خط $DI - 14$ وفق الآتي:

- تظهر إشارة الشراء كما هي موضحة بالشكل التالي، عندما يقطع خط $DI + 14$ خط $DI - 14$ من الأسفل نحو الأعلى، ويعني ذلك أن قوى الطلب أصبحت أقوى من قوى العرض، أي أن سعر السهم سيبدأ في الارتفاع ويتحرك $DI + 14$ لأعلى، وذلك يعكس بداية الاتجاه التصاعدي، وبالتالي نحصل على إشارة شراء، ولا بد أن تكون قيمة المؤشر (ADX) فوق 20 .



شكل (42) يوضح إشارة الشراء في مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي (ADX)

- تظهر إشارة البيع كما هي موضحة بالشكل التالي عندما يقطع خط $DI - 14$ خط $DI + 14$ من الأسفل نحو الأعلى، ويعني ذلك أن قوى العرض أصبحت أقل من قوى الطلب، أي إن سعر السهم سيبدأ في الانخفاض ويتحرك $DI - 14$ لأعلى، وذلك يعكس بداية الاتجاه التنازلي، وبالتالي نحصل على إشارة البيع، ولا بد أن تكون قيمة المؤشر (ADX) فوق 20 .



شكل (43) يوضح إشارة البيع في مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي (ADX)

2- المتوسط المتحرك Moving Average:

يعتبر المتوسط المتحرك من أكثر المؤشرات الفنية استخداماً، ويتم استخدام هذا المؤشر في العديد من أنظمة تتبع اتجاه السعر الآلية، وذلك نظراً لسهولة قياسه واستخدامه واختباره ولأنه يضمن تحديد إشارات محددة بالبيع أو الشراء.

حيث قد يختلف المحللون الفنيون حول إذا ما كان نموذج ما على الرسم البياني مثلاً هو نموذج مثلث أو وتد، ولكن لا يوجد نطاق للجدل عند استخدام المتوسط المتحرك الذي تتميز إشارته بالدقة.

ونظراً لأن المتوسط المتحرك مؤشر يعتمد على تتبع اتجاه السعر، فإن أدائه يكون أفضل عندما يكون السعر في فترة اتجاه محدد (تصاعدي أو تنازلي)، بينما يكون أدائه في غاية الضعف عندما يكون السعر محصوراً في نطاق ضيق متخذ اتجاه جانبي وذلك عند توازن السعر وانعدام الاتجاه، فعند انعدام الاتجاه لا يتم استخدام مؤشر المتوسط المتحرك، ويتم استخدام مؤشرات أخرى بديلة أكثر ملائمة تسمى مؤشرات التذبذب التي سوف نتطرق إليها لاحقاً.

ولهذا يتم استخدام مؤشر في يسمى متوسط الحركة الاتجاهي (ADX) يقوم بتحديد الأوقات التي يكون للسعر فيها اتجاه والأوقات التي ينعدم فيها الاتجاه، فهذا المؤشر يوضح لنا إذا ما كان من الأفضل استخدام مؤشر المتوسط المتحرك أو مؤشرات التذبذب.

ويوجد أنواع عديدة من المتوسطات المتحركة سوف نتطرق إليها لاحقاً إلا أنه أغلب المحللين الفنيين يستخدمون المتوسط المتحرك البسيط Simple Moving Average (SMA) فكما تشير الكلمة الأولى من اسمه يعتبر هذا المؤشر ناتج حساب المتوسط الحسابي لبيانات سلسلة زمنية معينة فعلى سبيل المثال إذا أردنا حساب المتوسط المتحرك لأسعار الإغلاق اليومية لمدة عشرة أيام، نقوم بجمع أسعار إغلاق عشرة أيام ثم قسمة الناتج على 10 أما مصطلح المتحرك فيتم استخدامه لأننا نقوم بحساب أسعار الإغلاق لأخر عشرة أيام، وبالتالي يتغير حساب هذا المؤشر يومياً مع كل يوم تداول جديد، حيث نضيف سعر إغلاق اليوم الجديد، ونطرح قيمة سعر إغلاق أقدم سعر في السلسلة، ثم نقسم الناتج على عدد الأيام العشرة وهكذا.

ويعتبر المتوسط المتحرك أداة لتتبع الاتجاه الغرض منها التعرف على بداية اتجاه جديد أو انتهاء اتجاه قديم أو انعكاسه، حيث يتتبع هذا المؤشر الاتجاه ولا يتنبأ بحركة السعر بنفس الطريقة التي تحاول نماذج الرسم البياني استخدامها للتنبؤ، حيث يتتبع هذا المؤشر حركة السعر، ويخبرنا عن بداية اتخاذ السعر لاتجاه جديد إلا أن ذلك يكون بعد أن يبدأ بالفعل.

ويعتبر مؤشر المتوسط المتحرك أداة فنية انسيابية، حيث يمكن رسم خط انسيابي يمثل المتوسط المتحرك بسهولة من عملية تتبع اتجاه السعر الأساسي، ونظراً لطبيعة عمل هذا المؤشر التي تعتمد على التتبع يكون هذا المؤشر متأخراً عن حركة السعر، وبالتالي يكون المتوسط المتحرك لعشرين يوماً ملازماً أكثر لحركة السعر من المتوسط المتحرك لمانتي يوم، ويعتبر المتوسط المتحرك الأقصر هو أكثر حساسية لحركة السعر من المتوسط المتحرك الأطول، ومن الأفضل استخدام اثنين من المتوسطات المتحركة.

والمتوسط المتحرك مؤشر غير قائد أو سابق للسعر بل متأخر عنه وتابع له، فهو يعلمنا بالخبر بعد وقوعه، فالأسعار هي أساس حساب المتوسط، ونتيجة لتغير السعر يتغير المتوسط وأغلب المحللين الفنيين يستخدمونها كمؤشرات تعزيزية يتم استخدامها بالترباط مع مؤشرات فنية أخرى، والفترات المستخدمة عادةً لاحتساب المتوسطات المتحركة هي (10 ، 20 ، 30 ، 50 ، 100 ، 200).

ويستخدم بعض المحللين الفنيين متوسط متحرك لـ 50 يوم للحصول على إشارات بالبيع أو بالشراء، وذلك عند تقاطع المتوسط المتحرك مع أسعار الإغلاق كالآتي:

- إشارة بيع وبداية اتجاه تنازلي: عندما يكون سعر الإغلاق اليومي فوق منحنى المتوسط المتحرك، ومتجهاً للهبوط ليتقاطع مع منحنى المتوسط المتحرك ليصبح سعر الإغلاق تحت منحنى المتوسط المتحرك.

- إشارة شراء وبداية اتجاه تصاعدي: عندما يكون سعر الإغلاق اليومي أسفل منحنى المتوسط المتحرك، ومتجهاً للصعود ليتقاطع مع منحنى المتوسط المتحرك ليصبح سعر الإغلاق فوق منحنى المتوسط المتحرك، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي:

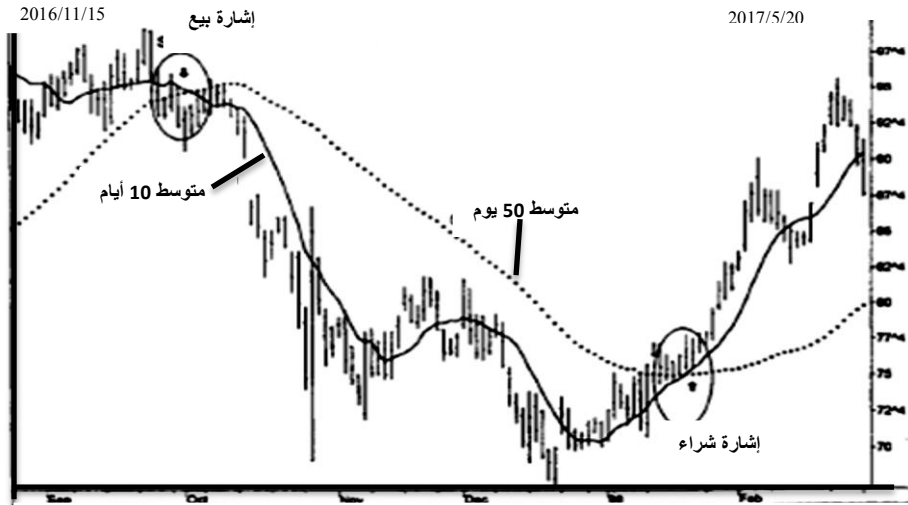


شكل (44) يوضح مؤشر المتوسط المتحرك 50 يوم

وللمزيد من التأكد على هذه الإشارات يفضل بعض المحللين استخدام أكثر من متوسط متحرك، حيث يمكن استخدام متوسط متحرك قصير المدى لعشرة أيام مع المتوسط المتحرك طويل المدى لخمسين يوم، وتسمى هذه بطريقة التقاطع المزدوج، وتتأكد إشارة البيع أو الشراء عند تقاطع المتوسطين المتحركين كالآتي:

- إشارة بيع وبداية اتجاه تنازلي: عندما يكون سعر الإغلاق اليومي فوق منحنى المتوسطين المتحركين ومتجهاً للهبوط ليتقاطع مع منحنى المتوسط المتحرك القصير المدى، ويصبح سعر الإغلاق تحت منحنى المتوسط المتحرك قصير المدى، وتتأكد إشارة البيع عندما يتقاطع منحنى المتوسط المتحرك القصير المدى مع منحنى المتوسط المتحرك طويل المدى، ويصبح منحنى المتوسط المتحرك القصير المدى تحت منحنى المتوسط المتحرك طويل المدى، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.

- إشارة شراء وبداية اتجاه تصاعدي: عندما يكون سعر الإغلاق اليومي أسفل منحنى المتوسطين المتحركين ومتجهاً للصعود ليتقاطع مع منحنى المتوسط المتحرك قصير المدى، ويصبح سعر الإغلاق فوق منحنى المتوسط المتحرك قصير المدى، وتتأكد إشارة الشراء عندما يتقاطع منحنى المتوسط المتحرك القصير المدى مع منحنى المتوسط المتحرك طويل المدى، ويصبح منحنى المتوسط المتحرك القصير المدى فوق منحنى المتوسط المتحرك طويل المدى، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.



شكل (45) يوضح مؤشر المتوسط المتحرك 50 يوم - 10 أيام

وهناك عدة طرق لاحتساب المتوسط المتحرك:

أولاً: المتوسط المتحرك البسيط (Simple Moving Average)

وهي أكثر المؤشرات شيوعاً والتي كما أشرنا يتم حسابه بجمع أسعار الإقبال لمدة زمنية معينة وقسمتها على عدد الأيام، ثم يلي ذلك استبعاد اليوم الأول وإضافة يوم جديد، وإيجاد المتوسط المتحرك الجديد، وتستمر هذه العملية كل يوم جديد، بمعنى نضيف اليوم الجديد واستبعاد مقابله يوم من البداية، وهكذا حتى نصل إلى سلسلة متحركة من المتوسطات تتغير كل يوم، على سبيل المثال إذا أردنا حساب المتوسط المتحرك لأسعار الإغلاق اليومية لمدة عشرة أيام، نقوم بجمع أسعار إغلاق العشرة أيام ثم قسمة الناتج على 10 أما مصطلح المتحرك فيتم استخدامه لأننا نقوم بحساب أسعار الإغلاق لآخر عشرة أيام، وبالتالي يتغير حساب هذا المؤشر يومياً مع كل يوم تداول جديد، حيث نضيف سعر إغلاق اليوم الجديد، ونطرح قيمة سعر إغلاق أقدم سعر في السلسلة، ثم نقسم الناتج على عدد الأيام العشرة، وهكذا.

ثانياً: المتوسط المتحرك المرجح (الموزون) (Weighted Moving Average)

والمقصود بالترجيح هو إعطاء أهمية أكبر للأسعار الحديثة، ويتم حسابه بإعطاء كل سعر من الأسعار التي يضمها المؤشر وزناً مختلفاً حسب أقدمية السعر، أي أنه يعطي وزناً للسعر مكافئاً لترتيب اليوم في السلسلة الزمنية، على سبيل المثال إذا أردنا حساب المتوسط المتحرك لأسعار الإغلاق اليومية لمدة عشرة أيام، فوزن اليوم العاشر = 10 ووزن اليوم التاسع = 9 ووزن اليوم الثامن = 8 وهكذا، وبالتالي تكون الأهمية الأكبر لأسعار الإغلاق الأخيرة، وبعدها نقوم بقسمة مجموع حاصل ضرب الوزن النسبي في سعر السهم للأيام العشرة على المضاعفات (55) وهو مجموع (10+9+8+.....1).

ثالثاً: المتوسط المتحرك الأسّي (Exponential Moving Average)

يعتقد بعض المحللين أنه من الخطأ تجاهل الأسعار التاريخية تماماً، حيث إنها تظل ذات دلالة، وإن كانت متناقصة الأهمية، لذلك اتجهوا إلى استخدام المتوسط المتحرك الأسّي في تحليلاتهم، حيث إن هذا المتوسط لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة بخلاف المتوسطات السابقة، والمتوسط الأسّي يصعب حسابه بدون استخدام الحاسب الآلي لأنه يحتاج إلى مجهود حسابي ويستغرق وقتاً طويلاً، ويمكن احتسابه باستخدام المعادلة التالية:

المتوسط المتحرك الآسي = سعر السهم الحالي × العامل المضاعف + (1 - العامل المضاعف) × المتوسط المتحرك الآسي السابق.

حيث إن:

$$\frac{2}{1 + \text{عدد الأيام}} = \text{العامل المضاعف}$$

ويسهل الحاسب الآلي احتساب قيمة المتوسط المتحرك حيث يمكن أن نختار النوع (البسيط أو المرجح أو النسبي) وتحديد عدد الأيام التي نريد أن يتضمنها المتوسط المتحرك (10 ، 20 ، 30 ، 50 ، 100 ، 200) كما يمكننا اختيار أي عدد من المتوسطات (واحد أو اثنان أو ثلاثة).

مثال توضيحي: إذا كانت أسعار الإغلاق كما يلي:

اليوم	أسعار الإغلاق
1	8
2	7
3	9
4	8
5	10
6	9
7	11
8	12
9	9
10	10

المطلوب: احتساب المتوسط المتحرك البسيط، والمتوسط المتحرك المرجح، والمتوسط المتحرك الآسي عن 5 أيام.

الحل:

أولاً: المتوسط المتحرك البسيط (SMA)

$$8.4 = \frac{10 + 8 + 9 + 7 + 8}{5} = \text{نهاية اليوم الخامس}$$

$$8.6 = \frac{9 + 10 + 8 + 9 + 7}{5} = \text{نهاية اليوم السادس}$$

$$9.4 = \frac{11 + 9 + 10 + 8 + 9}{5} = \text{نهاية اليوم السابع}$$

$$10 = \frac{12 + 11 + 9 + 10 + 8}{5} = \text{نهاية اليوم الثامن}$$

$$10.2 = \frac{9 + 12 + 11 + 9 + 10}{5} = \text{نهاية اليوم التاسع}$$

$$10.2 = \frac{10 + 9 + 12 + 11 + 9}{5} = \text{نهاية اليوم العاشر}$$

ثانياً: المتوسط المتحرك المرجح (WMA)

$$8.73 = \frac{131}{15} = \frac{5 \times 10 + 4 \times 8 + 3 \times 9 + 2 \times 7 + 1 \times 8}{5 + 4 + 3 + 2 + 1} = \text{نهاية اليوم الخامس}$$

$$8.93 = \frac{134}{15} = \frac{5 \times 9 + 4 \times 10 + 3 \times 8 + 2 \times 9 + 1 \times 7}{5 + 4 + 3 + 2 + 1} = \text{نهاية اليوم السادس}$$

$$9.73 = \frac{146}{15} = \frac{5 \times 11 + 4 \times 9 + 3 \times 10 + 2 \times 8 + 1 \times 9}{5 + 4 + 3 + 2 + 1} = \text{نهاية اليوم السابع}$$

$$10.6 = \frac{159}{15} = \frac{5 \times 12 + 4 \times 11 + 3 \times 9 + 2 \times 10 + 1 \times 8}{5 + 4 + 3 + 2 + 1} = \text{نهاية اليوم الثامن}$$

$$10.26 = \frac{154}{15} = \frac{5 \times 9 + 4 \times 12 + 3 \times 11 + 2 \times 9 + 1 \times 10}{5 + 4 + 3 + 2 + 1} = \text{نهاية اليوم التاسع}$$

$$10.2 = \frac{153}{15} = \frac{5 \times 10 + 4 \times 9 + 3 \times 12 + 2 \times 11 + 1 \times 9}{5 + 4 + 3 + 2 + 1} = \text{نهاية اليوم العاشر}$$

ثالثاً: المتوسط المتحرك الأسّي (EMA)

$$8 = \text{نهاية اليوم الأول}$$

$$7.67 = 8 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 7 = \text{نهاية اليوم الثاني}$$

$$8.06 = 7.6 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 9 = \text{نهاية اليوم الثالث}$$

$$8.04 = 8.06 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 8 = \text{نهاية اليوم الرابع}$$

$$8.68 = 8.04 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 10 = \text{نهاية اليوم الخامس}$$

$$8.78 = 8.68 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 9 = \text{نهاية اليوم السادس}$$

$$9.51 = 8.78 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 11 = \text{نهاية اليوم السابع}$$

$$10.33 = 9.51 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 12 = \text{نهاية اليوم الثامن}$$

$$9.89 = 10.33 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 9 = \text{نهاية اليوم التاسع}$$

$$9.92 = 9.89 \times (0.33 - 1) + 0.33 \times 10 = \text{نهاية اليوم العاشر}$$

3- مؤشرات التذبذب Oscillators:

كما ذكرنا في السابق عندما يحدث هبوط في مؤشر متوسط الحركة الاتجاهي ويصل إلى أدنى من 20 يدل ذلك على أن هناك اتجاه جانبي وانعدام في الاتجاه (الصاعد أو الهابط) حيث يتذبذب السعر في نطاق محصور أفقياً صعوداً وهبوطاً، ويكون حينها من الأفضل استخدام مؤشرات التذبذب (Oscillators)، حيث تقوم هذه المؤشرات بتتبع السعر عن قرب في حالة انعدام الاتجاه الصاعد أو الهابط واتخاذ الاتجاه الجانبي، ويفيد مؤشر التذبذب في إظهار ما إذا كانت الأسعار قد وصلت إلى الحد الأعلى، وهو ما يعرف بحالة الشراء الزائد (التشبع الشرائي)، واحتمال انخفاض الأسعار ويفضل البيع، أو أن الأسعار قد وصلت إلى الحد الأدنى، وهو ما يعرف بحالة البيع الزائد (التشبع البيعي)، واحتمال ارتفاع الأسعار ويفضل الشراء، ومن أهم هذه المؤشرات هي:

أ- مؤشر قوة الدفع (الزخم) (Momentum Oscillators):

يعد هذا المؤشر أكثر مؤشرات التذبذب استخداماً، وهو يقيس مقدار الزيادة أو النقص في الأسعار، أي يقيس سرعة وقوة حركة السعر، وهو يبين ما إذا كان اتجاه الأسعار في تسارع أم تباطؤ، بعبارة أخرى فإن الزخم يعبر عن قوة الدفع، ويتم حسابه بأخذ الفرق بين سعر السهم الحالي ومتوسط سعر السهم عن فترة زمنية سابقة، ويمكن قياس مؤشر قوة الدفع عن طريق احتساب تغيرات السعر باستمرار في فترة زمنية فاصلة باستخدام المعادلة كالتالي:

قوة الدفع = سعر الإغلاق الحالي - متوسط سعر إغلاق السهم لـس يوماً سابقاً

فإذا كانت س = عشرة أيام كان معنى ذلك أن قيمة مؤشر قوة الدفع هو الفرق بين سعر إغلاق السهم الحالي مطروحاً منه متوسط سعر إغلاق السهم لعشرة أيام عن اليوم الحالي، وقيمة قوة الدفع قد تكون موجبة أو سالبة حول الخط الصفري، وتعكس القيمة الموجبة ارتفاع الأسعار مقارنة بالسعر السابق، وعلى العكس تعكس القيمة السالبة انخفاض الأسعار مقارنة بالسعر السابق، وإذا كانت قيمة المؤشر ثابتة لا تتغير فإن مؤشر قوة الدفع يظهر كخط أفقي مستوي.

ويظهر مؤشر قوة الدفع أسفل الرسم البياني للسعر، ويتمثل في مجموعة خطوط متشابكة أفقياً وتتزامن قمم وقيعان مؤشر قوة الدفع مع قمم وقيعان منحنى السعر البياني، ويوجد في مؤشر قوة الدفع خط يقع في المنتصف يقسم نطاق المؤشر إلى

قسمين أقيين واحد علوي موجب والآخر سفلي سالب، وهذا الخط الوسيط هو الخط الصفري Center Line.

ومن الجدير بالذكر أن العشرة أيام هي الفترة الشائعة لحساب المؤشر، وعادةً ما يتم استخدام فترة زمنية أقصر للحصول على مؤشر أكثر تذبذباً، أما الفترات الزمنية الأطول 40 يوم مثلاً فينتج عنها مؤشر أقل تذبذباً، حيث تقل فيه سرعة تغير موجات هذا المؤشر أي ليصبح أقل تذبذباً، وذلك يجنب الإشارات الخاطئة، ويصبح تذبذبه في نطاق ضيق، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.

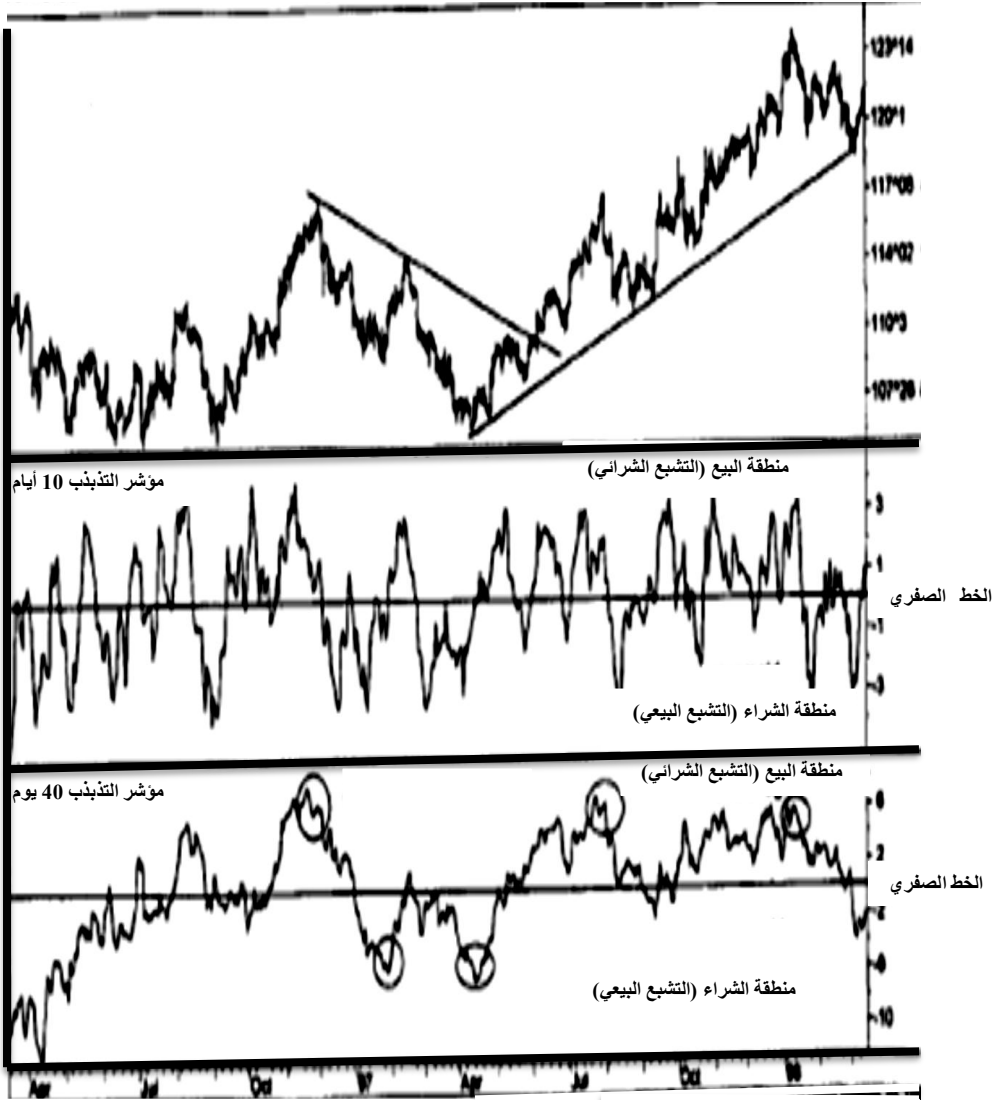
وهناك قواعد عامة تفسر حركة مؤشر قوة الدفع وهي:

- يصل مؤشر قوة الدفع إلى ذروته عندما يلامس الطرف العلوي أو السفلي من نطاقه، الأمر الذي يعني بأن السعر قد تحرك كثيراً وبشكل سريع، واحتمال حدوث حركة تصحيح، ويمكن التعرف على أقصى المناطق العلوية أو السفلية في الرسم البياني للمؤشر عن طريق فحصه خلال فترة ماضية، والتعرف على المستويات التاريخية التي وصل إليها.

- يجب على المحلل اتخاذ قرار الشراء عندما يصل مؤشر قوة الدفع إلى الحد السفلي في منطقة التشبع البيعي (ذروة البيع) أي حدوث بيع زائد ترتب عليه انخفاض الأسعار، مما يولد إشارة شرائية قد تدفع الأسعار للصعود، ويجب على المحلل اتخاذ قرار الشراء.

- يجب على المحلل اتخاذ قرار البيع عندما يصل مؤشر قوة الدفع إلى الحد العلوي في منطقة التشبع الشرائي (ذروة الشراء) أي حدوث شراء زائد ترتب عليه ارتفاع الأسعار، مما يولد إشارة بيعية قد تدفع الأسعار للهبوط، ويجب على المحلل اتخاذ قرار البيع.

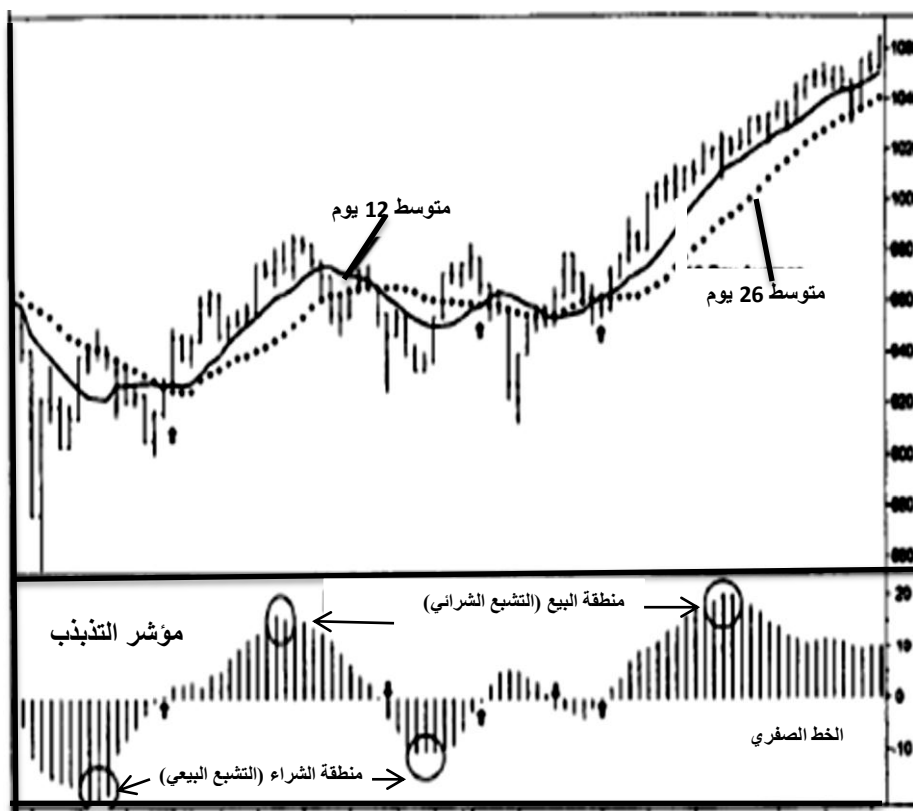
- بعض المحللين الفنيين يقوم باستخدام تقاطع المؤشر مع الخط الصفري إشارة تأكيد للبيع أو الشراء، فعندما يخترق مؤشر التذبذب الخط الصفري من الأسفل في الاتجاه التصاعدي يكون تأكيد على إشارة الشراء، أما عندما يخترق مؤشر التذبذب الخط الصفري من الأعلى في الاتجاه التنازلي يكون تأكيد على إشارة البيع.



شكل (46) يوضح مؤشر التذبذب لقوة الدفع 40 يوم - 10 أيام

ب- مؤشر تقارب / تباعد المتوسطات المتحركة (الماكد) Moving Average (MACD) Convergence / Divergence:

يتم احتساب مؤشر الماكد باستخدام متوسطين متحركين أسيين قصير المدى وطويل المدى، وذلك عن طريق تحديد الفرق بين اثنين من المتوسطات المتحركة الأسية لأسعار الأغلاق، وعادةً ما تكون أسعار الأغلاق الخاصة بآخر 12 يوم القصير المدى (EMA 12) و26 يوم الطويل المدى (EMA 26)، وإذا كان المتوسط المتحرك قصير المدى يفوق المتوسط المتحرك الطويل المدى تكون قيمة مؤشر التذبذب الماكد موجبة عبارة عن خط رأسي فوق الخط الصفري Center Line، ويدل ذلك على أن هناك إشارة لوجود حركة تصاعدية في الأسعار، أما إذا كان المتوسط المتحرك قصير المدى أقل من المتوسط المتحرك طويل المدى تكون قيمة مؤشر التذبذب الماكد سالبة عبارة عن خط رأسي تحت الخط الصفري، ويدل ذلك على أن هناك إشارة لوجود حركة تنازلية في الأسعار، وكل خط من الخطوط الرأسية يبين الفرق بين المتوسطين المتحركين، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.



شكل (47) يوضح مؤشر التذبذب الماكد (MACD) باستخدام متوسطين متحركين

وعندما يصل مؤشر التذبذب الماكد الموجب في الحركة التصاعدية إلى أعلى نطاقه، يعني ذلك أن المتوسط المتحرك قصير المدى أعلى من المتوسط المتحرك طويل المدى وبيتعد عنه أي الفرق بينهما كبير، وتتشكل موجة حادة للأعلى، ويعكس ذلك وصول السوق إلى مرحلة التشبع الشرائي (ذروة الشراء) أي حدوث شراء زائد ترتب عليه ارتفاع في الأسعار، مما يولد إشارة بيعية قد تدفع الأسعار للهبوط، ويجب على المحلل اتخاذ قرار البيع.

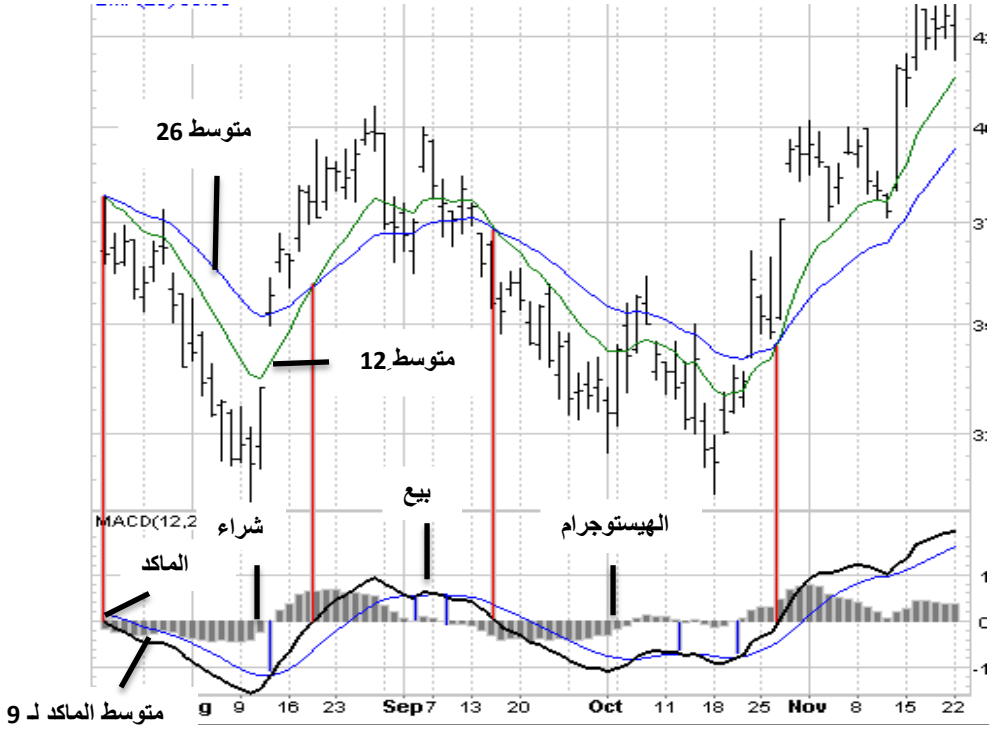
أما عندما يصل مؤشر التذبذب الماكد السالب في الحركة التنازلية إلى أسفل نطاقه، يعني ذلك أن المتوسط المتحرك قصير المدى أقل من المتوسط المتحرك طويل المدى وبيتعد عنه أي الفرق بينهما كبير، وتتشكل موجة حادة للأسفل، ويعكس ذلك وصول السوق إلى مرحلة التشبع البيعي (ذروة البيع) أي حدوث بيع زائد ترتب عليه انخفاض في الأسعار، مما يولد إشارة شرائية قد تدفع الأسعار للعودة، ويجب على المحلل اتخاذ قرار الشراء.

ويستخدم بعض المحللين نقاط تقاطع مؤشر الماكد مع الخط الصفري، وهي نفس النقاط التي يتقاطع عندها المتوسطين المتحركين إشارات للبيع أو للشراء، فعندما يخترق مؤشر التذبذب الماكد الخط الصفري من الأسفل إلى الأعلى تكون إشارة شراء، وهي نفس النقطة التي يخترق فيها مؤشر المتوسط المتحرك الأسّي 12 لمؤشر المتوسط المتحرر الأسّي 26 من الأسفل إلى الأعلى في الحركة التصاعدية، أما عندما يخترق مؤشر التذبذب الماكد الخط الصفري من الأعلى إلى الأسفل تكون إشارة بيع، وهي نفس النقطة التي يخترق فيها مؤشر المتوسط المتحرك الأسّي 12 لمؤشر المتوسط المتحرك الأسّي 26 من الأعلى إلى الأسفل في الحركة التنازلية .

ولقد تم تطوير الماكد لأنه ليس له حدود معينة فوق وتحت الخط الصفري، وإلى أي مدى سيظل يرتفع أو ينخفض، كما أن الماكد غير قائد أو سابق للسعر بل متأخر عنه وتابع له، فهو يعلمنا بالخبر بعد وقوعه، لذلك اخترع مؤشر الماكد هيستوجرام MACD Histogram الذي سوف يعطينا إشارات البيع والشراء بصورة مسبقة عن مؤشر الماكد.

وهذه هي أهمية الماكد هيستوجرام، فالماكد هيستوجرام يتوقع حركة الماكد والماكد يتوقع حركة السهم، ويتم احتساب الماكد هيستوجرام عن طريق الفرق بين مؤشر التذبذب الماكد ومتوسطه المتحرك الأسّي لـ 9 أيام (EMA 9)، والذي يطلق عليه الخط الفردي أو خط الإشارة The Signal Line، وإذا كان الماكد أكبر من متوسطه (EMA 9) تكون قيمة الماكد هيستوجرام موجبة عبارة عن خط رأسي فوق الخط الصفري، وبإدراك ذلك على وجود حركة تصاعدية، أما إذا كان الماكد أقل من متوسطه

(EMA 9) تكون قيمة مؤشر الماكد هيسجرام سالبة عبارة عن خط رأسي تحت الخط الصفري، ويدل ذلك على وجود حركة تنازلية، ويظهر الماكد هيسجرام على شكل أعمدة تحت وفوق الخط الصفري، وكل خط من الخطوط الرأسية تبين الفرق بين الماكد ومتوسطه (EMA 9)، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.



شكل (48) يوضح مؤشر التذبذب الماكد هيسجرام

وتظهر إشارات البيع أو الشراء عند نقاط تقاطع مؤشر الهيسجرام مع الخط الصفري، وهي نفس النقاط التي يتقاطع عندها مؤشر الماكد مع متوسطه، فعندما يخترق مؤشر الهيسجرام الخط الصفري من الأسفل إلى الأعلى تكون إشارة شراء، وهي نفس النقطة التي يخترق فيها مؤشر الماكد لمتوسطه من الأسفل إلى الأعلى في الحركة التصاعدية، أما عندما يخترق مؤشر الهيسجرام الخط الصفري من الأعلى إلى الأسفل تكون إشارة بيع، وهي نفس النقطة التي يخترق فيها مؤشر الهيسجرام لمتوسطه من الأعلى إلى الأسفل في الحركة التنازلية، وهي نفس الاستراتيجية المستخدمة مع خط التذبذب الماكد التي تم شرحه مسبقاً إلا إن الفرق هي إن مؤشر الهيسجرام يعطينا الإشارات بصورة مسبقة عن مؤشر الماكد، وذلك كما هو موضح في الشكل السابق، حيث نلاحظ في أسفل الرسم تقاطع الماكد مع متوسطه يسبق تقاطع المتوسطين 12 و 26 في أعلى الرسم.

جـ- مؤشر القوة النسبية (RSI) Relative Strenght Index:

يمكن استخدام مؤشر القوة النسبية كمؤشر للتذبذب بين مناطق التشبع البيعي (ذروة البيع) ومناطق التشبع الشرائي (ذروة الشراء)، وذلك لأن كلاً من مؤشر قوة الدفع ومؤشر الماكد لا يتوفر فيهما نطاق ثابت تتذبذب خلاله قيم المؤشر يمكن من خلاله المقارنة، ومن هنا جاءت فكرة مؤشر القوة النسبية (RSI) ليكون أكثر ملائمة، وذلك عن طريق وضع نطاق ثابت بين الصفر والمائة يعكس لنا مناطق البيع والشراء، حيث عند وصول مؤشر القوة النسبية فوق مستوى 70 نقطة يعكس لنا ذلك أن السوق في منطقة التشبع الشرائي (ذروة الشراء) أي حدوث شراء زائد ترتب عليه ارتفاع الأسعار، مما يولد إشارة بيعية قد تدفع الأسعار للهبوط، ويجب على المحلل اتخاذ قرار البيع، وتظهر إشارة البيع عندما يخترق مؤشر القوة النسبية المستوى 70 نقطة من الأعلى إلى الأسفل، في حين عند وصول مؤشر القوة النسبية تحت مستوى 30 نقطة يعكس لنا ذلك أن السوق في منطقة التشبع البيعي (ذروة البيع) أي حدوث بيع زائد ترتب عليه انخفاض الأسعار، مما يولد إشارة شرائية قد تدفع الأسعار للصعود، ويجب على المحلل اتخاذ قرار الشراء، وتظهر إشارة الشراء عندما يخترق مؤشر القوة النسبية المستوى 30 نقطة من الأسفل إلى الأعلى، وأن بعض المحللين الفنيين يعتبر المستوى 50 نقطة هي النقطة الوسطى في مؤشر القوة النسبية، وتظهر إشارة الشراء عندما يخترق مؤشر القوة النسبية المستوى 50 نقطة من الأسفل إلى الأعلى، وتظهر إشارة البيع عندما يخترق مؤشر القوة النسبية المستوى 50 نقطة من الأعلى إلى الأسفل.

ويمكن احتساب مؤشر القوة النسبية على خطوتين:

الخطوة الأولى: احتساب القوة النسبية (RS)

$$\text{القوة النسبية} = \frac{\text{متوسط الزيادات في أسعار الإغلاق المرتفعة لعدد 14 يوماً الأخيرة}}{\text{متوسط الانخفاضات في أسعار الإغلاق المنخفضة لعدد 14 يوماً الأخيرة}}$$

حيث يعتبر سعر الإغلاق مرتفعاً عندما يكون الفرق بين سعر الإغلاق الحالي وسعر الإغلاق السابق أكبر من الصفر.

ويعتبر سعر الإغلاق منخفضاً عندما يكون الفرق بين سعر الإغلاق الحالي وسعر الإغلاق السابق أصغر من الصفر.

$$\text{مجموع الفروق الموجبة في الأسعار} = \text{متوسط الزيادات في أسعار الإغلاق المرتفعة لعدد 14 يوماً الأخيرة}$$

متوسط الانخفاضات في أسعار الإغلاق المنخفضة لعدد 14 يوماً الأخيرة = $\frac{\text{مجموع الفروق السالبة في الأسعار}}{14}$

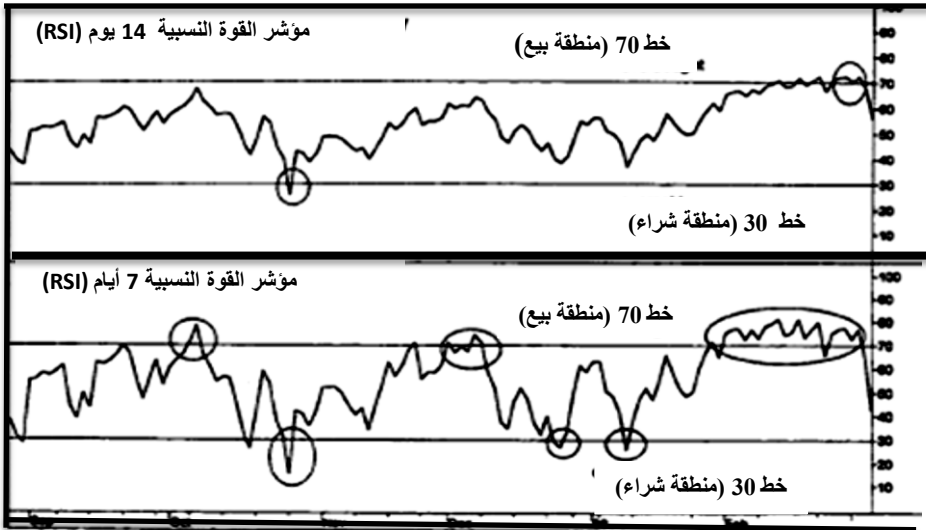
تقسم مجموع الفروق الموجبة على 14 يوماً وليس على عدد الفروق، ونفس الشيء بالنسبة للفروق السالبة.

الخطوة الثانية: احتساب مؤشر القوة النسبية (RSI)

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = 100 - \frac{100}{1 + \text{القوة النسبية}}$$

فمؤشر القوة النسبية يتمتع بقدرة تحليلية في غاية الأهمية والفائدة، حيث يعمل هذا المؤشر على مقارنة حجم وقوة المكاسب المتحققة في سعر الورقة المالية إلى حجم وقوة الخسائر المتحققة في سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة، ويتم تحويل هذه العلاقة إلى نقطة بيانية تتراوح قيمتها بين 0 - 100 .

وإنه يمكن الحصول على مؤشر أكثر تذبذباً عند استخدام فترة زمنية أقصر، حيث إنه إذا كان المستثمر يتداول على المدى القصير جداً وأراد الحصول على تذبذبات أوضح فيمكنه تقليل الفترة الزمنية التي يحسب بها قيمة مؤشر القوة النسبية، وفي الغالب يتم استخدام 7 أيام، كما يمكن استخدام فترة زمنية أطول لحساب قيمة مؤشر القوة النسبية ليصبح أقل تذبذباً ولتجنب الإشارات الخاطئة، وفي الغالب يتم استخدام 14 يوم، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.



شكل (49) يوضح مؤشر القوة النسبية (7 أيام) - (14 يوم)

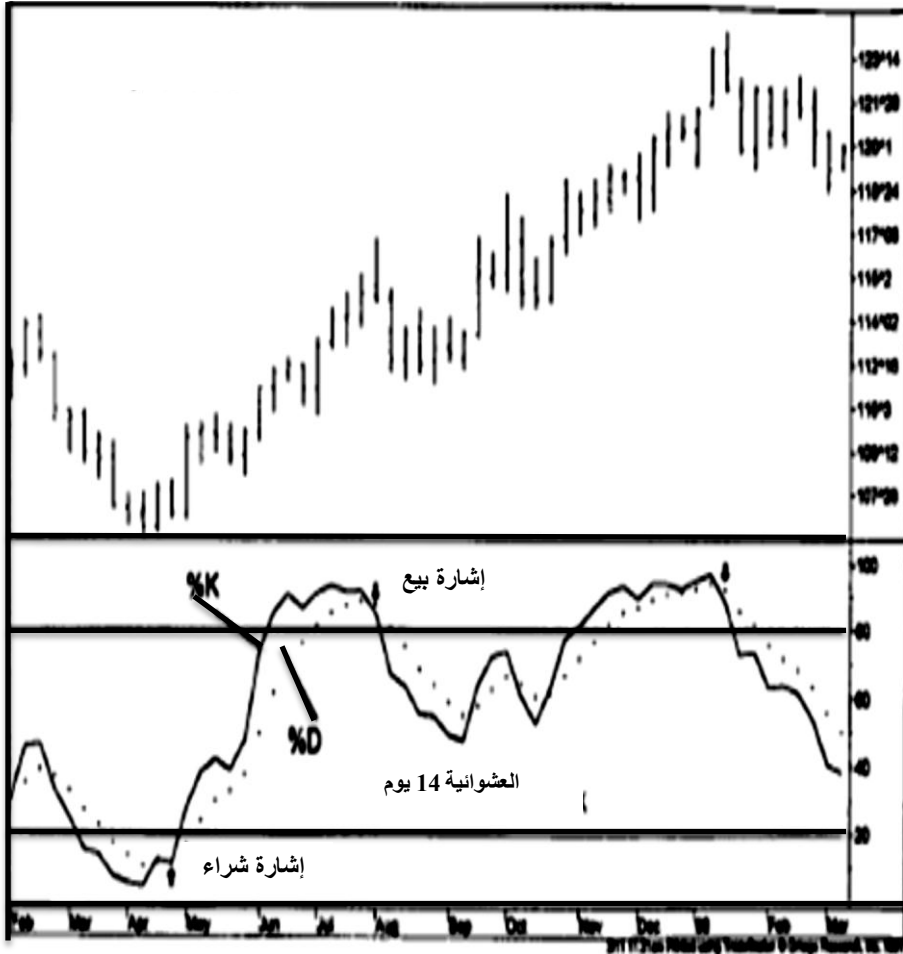
د- مؤشر العشوائية (Stochastic (K%D):

مؤشر العشوائية (الاستوكاستيك) هو مقياس يبين علاقة السعر الحالي بأسعار الإغلاق على مدى 14 فترة ماضية أو أي فترة أخرى محددة، لذا فهو يبين مكان السعر الحالي مقارنة بالأسعار خلال هذه الفترة الماضية، وتعتبر الفترة الزمنية 14 يوم هي الأكثر استخداماً، ويتكون مؤشر العشوائية من خطين يسميان بـ %K و %D يتذبذبان بين (0% - 100%) ، ويعتبر الخط %K هو السريع والأكثر حساسية، ويتم احتسابه وفق المعادلة التالية:

$$\%K = \frac{\text{أعلى سعر إغلاق سجله السهم خلال 14 وحدة زمنية} - \text{أدنى سعر إغلاق سجله السهم خلال 14 وحدة زمنية}}{\text{أعلى سعر إغلاق سجله السهم خلال 14 وحدة زمنية} - \text{أدنى سعر إغلاق سجله السهم خلال 14 وحدة زمنية}} \times 100$$

أما الخط الثاني %D يعتبر هو البطيء والأقل حساسية، لذلك يعتبر أكثر موثوقية، ويتم احتسابه عن طريق حساب المتوسط المتحرك لثلاثة الأيام الأخيرة لمؤشر العشوائية %K وهو يمثل خط إشارته.

ومؤشر العشوائية يشبه إلى حد بعيد مؤشر القوة النسبية (RSI) في آلية تحديد إشارات البيع والشراء، حيث عند وصول مؤشر العشوائية %K تحت مستوى 20% يعكس لنا ذلك أن السوق في منطقة التشبع البيعي (ذروة البيع) أي حدوث بيع زائد ترتب عليه انخفاض الأسعار، مما يولد إشارة شرائية قد تدفع الاسعار للصعود، ويجب على المحلل اتخاذ قرار الشراء، وتظهر إشارة الشراء عندما يخترق مؤشر العشوائية %K المستوى 20% من الأسفل إلى الأعلى، وتتأكد إشارة الشراء عندما يخترق منحنى العشوائية %K خط إشارته %D من الأسفل نحو الأعلى، في حين عند وصول مؤشر العشوائية %K فوق مستوى 80% يعكس لنا ذلك أن السوق في منطقة التشبع الشرائي (ذروة الشراء) أي حدوث شراء زائد ترتب عليه ارتفاع الاسعار، مما يولد إشارة بيعية قد تدفع الاسعار للهبوط، ويجب على المحلل اتخاذ قرار البيع، وتظهر إشارة البيع عندما يخترق مؤشر العشوائية المستوى 80% من الأعلى إلى الأسفل، وتتأكد إشارة البيع عندما يخترق منحنى العشوائية %K خط إشارته %D من الأعلى نحو الأسفل، وذلك كما هو موضح بالشكل التالي.



شكل (50) يوضح مؤشر العشوائية (%D - %K) 14 يوم

- الدورات الزمنية:

لا بد من الإشارة بأن لعامل الزمن أهمية بالنسبة للمؤشرات الفنية فمثلاً تحتاج المتوسطات المتحركة إلى مدة زمنية قياسية لاستخدامها، وفي مؤشرات التذبذب تحتاج إلى قرار من المحلل ليحدد عدد الأيام التي يستخدمها للقياس في هذه المؤشرات، فكل مؤشرات التحليل الفني تعتمد إلى حد ما على اعتبارات زمنية إلا أنه لا يتم تطبيق هذه الاعتبارات بشكل ثابت ومنتظم.

الحقيقة أن فائدة استخدام المتوسط المتحرك ومؤشرات التذبذب تزداد إذا تم استخدام الفترات الزمنية الخاصة بها بشكل مقارب لكل دورة زمنية مسيطرة، ولتوضيح هذه النقطة أكثر لنفرض مثلاً وجود دورة زمنية طولها 20 يوم حينها يكون من الأفضل استخدام الفترة الزمنية 10 أيام لمؤشر التذبذب، وهي نصف طول هذه الفترة، وللتداول في دورة زمنية طولها 40 يوم يكون من الأفضل استخدام الفترة الزمنية 20 يوم لمؤشر التذبذب.

ويقاس طول الدورة الزمنية عن طريق الموجة من القاع إلى القاع الآخر، وعلى الرغم من أنه يمكن إجراء هذه القياسات بين قمم الدورات الزمنية إلا أنه لا يمكن الاعتماد عليها كممثل تلك القياسات التي تتم بين القيعان.

وتنقسم الدراسات الزمنية لثلاثة عناصر هي النطاق والفترة الزمنية والمرحلة.

حيث يقيس النطاق أو الحيز ارتفاع الموجة ويعبر عنها بالسعر- أما الفترة الزمنية للموجة فهي الزمن الفاصل بين قاعين- أما المرحلة فالمقصود بها المرحلة التي تمر بها الموجة وهي عبارة عن قياس وتحديد الزمن والاتجاه الواقع فيه قاع الموجة.

الفصل الخامس

الأزمات المالية

أولاً: الأزمة المالية:

- 1- مفهوم الأزمة المالية
- 2- أنواع الأزمات المالية
- 3- الأسباب والعوامل المؤدية لوقوع الأزمات المالية
- 4- الإجراءات الوقائية التي تحول دون الوصول إلى الأزمات المالية

ثانياً: الأزمات المالية العالمية

- 1- الكساد الكبير
- 2- أزمة يوم الأثنين الأسود
- 3- أزمة دول جنوب شرق آسيا
- 4- الأزمة المالية العالمية

الفصل الخامس: الأزمات المالية

يشهد الاقتصاد العالمي في الوقت الحاضر في ظل العولمة نشأة نظام اقتصادي عالمي جديد يتسم بالتحريير وإزالة القيود والاندماج بين أسواق السلع والخدمات وأسواق رؤوس الأموال، حيث أدى التطور في صناعة تكنولوجيا المعلومات وسهولة الاتصالات إلى جعل العالم بمثابة قرية واحدة.

كما أدت إزالة القيود على حركة السلع ورؤوس الأموال إلى الزيادة في حجم التجارة الدولية، يضاف إلى ذلك أن انخفاض تكاليف الاتصال والانتقال والتمويل أدى إلى التوسع الهائل في حركة تدفقات رؤوس الأموال بين الدول المختلفة.

ولقد ساعدت كل تلك التغيرات التي شهدها الاقتصاد العالمي في الفترة الأخيرة على وقوع العديد من الأزمات المالية، وكذلك إلى سرعة انتشارها بين البلدان والأسواق المختلفة.

مما أبرز حقيقة مهمة تتمثل في أن تأثير أي مشكلة تواجه أي نظام مالي أو مصرفي في بلد ما لم يعد مقصوراً على الحدود القطرية، وإنما أصبح يمتد إلى أبعد من ذلك ويصل إلى أسواق العالم الخارجية، ومعنى هذا أن الأزمات المالية وبالذات تلك التي تصيب الدول النامية لم يعد يكفي لتحاшибها إتباع سياسات وطنية سليمة نظراً لأن تلك الأزمات قد تنشئ بمفعول العدوى.

إن الأزمات المالية لأتعد ظاهرة جديدة بأية حال، كما أن هنالك العديد من العوامل والقوى المشتركة بين تلك الأزمات، حيث إنها تخضع في كثير من الأحيان لنفس القوى التي طالما مارست تأثيرها في مختلف الأزمات، ولكن على الرغم من توافر تلك العوامل المشتركة، فإن ظاهرة العولمة وما تنطوي عليها من علاقات التكامل والتشابك والاعتماد المتبادل بين الأسواق المالية الدولية في العقدين الأخيرين إلى جانب ظهور المستحدثات المالية، قد أدت إلى ظهور عوامل ومتغيرات ومخاطر جديدة يمكن التنبؤ ببعضها والبعض الآخر يصعب تحديده.

أولاً: الأزمة المالية (مفهومها- أنواعها- أسبابها- إجراءات الوقاية)

1- مفهوم الأزمة المالية:

يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها انهيار حاد في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول والتي من أبرز سماتها الانخفاض المفاجئ في سوق الأسهم أو في سوق العملات، أو فشل النظام المصرفي في أداء مهامه الرئيسية المتمثلة في سحب الودائع ومنح الائتمان، والحفاظ على استقرار قيمة العملة، مما ينجم عنها ركود في النشاط الاقتصادي الكلي واختلال في التوازن الاقتصادي يسبب في انهيار عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية وبطالة وانخفاض الدخل.

وهناك مجموعة من الخصائص التي تتصف بها الأزمة منها:

- حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ وتجذب انتباه جميع الأطراف ذات العلاقة بالمنظمة سواء كان ذلك على مستوى الاقتصاد الكلي أو القطاع أو الوحدة الاقتصادية ومديريها والعاملين فيها وموردين لها وزبائنها وجميع أفراد المجتمع.

- التعقيد والتشابك والتداخل في عواملها وأسبابها، ودرجة عالية من التشابك والتناقض بين أصحاب المصالح وهذه تؤدي إلى تغيرات جوهرية في طبيعة العلاقات القائمة وإلى حدوث علاقات جديدة.

- نقص واضح في البيانات والمعلومات اللازمة أثناء وقوع الأزمة، بما يتعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صناعات القرار ومن ثم عدم القدرة على تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة.

- تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة.

- سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعياتها في الاقتصاد والمجتمع، وهذا ناجم عن عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل للنشاط الاقتصادي ، إذ أن هناك احتمالات وتوقعات سلبية كثيرة قد تعصف به مستقبلاً.

- عدم قدرة صناعات القرار على التعاطي مع الأزمة والتعامل معها وارتباك واضح في اتخاذ القرارات وهناك بعض صناعات القرار قد يلجأ إلى التضليل من أجل التغطية على عجزهم وفشلهم في مواجهة الأزمة.

- ظهور بعض القوى التي تدعم الأزمة وتؤيد كل ما يقود إلى تفاقمها، ومن أهم هذه القوى أصحاب المصالح المعطلة أو المؤجلة، وأصحاب مشكلات سابقة لم تعالج مشكلاتهم المالية والاقتصادية بصورة جوهرية إلا من خلال الأزمة ونتائجها.

إن مواجهة الأزمة تستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات والإمكانيات وحسن توظيفها في إطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

2- أنواع الأزمات المالية:

يميز صندوق النقد الدولي بين أربعة أنماط رئيسية من الأزمات المالية الدولية هي: أزمة العملة، الأزمة المصرفية، أزمة الديون الخارجية، وأخيراً الأزمة النظامية أو الشاملة، وفيما يلي تعريف وتفصيل لتلك الأزمات:

أ- أزمة العملة: أزمة العملة هي هبوط شديد في قيمة العملة الوطنية، يسبقه أو يصاحبه انخفاض حاد في الاحتياطيات الأجنبية لدى السلطات النقدية، ويمكن تلمس هذه الأزمة من خلال اتجاه الأفراد والشركات والمؤسسات نحو تحويل الموجودات المالية والنقدية بالعملة الوطنية إلى العملة الأجنبية لتجنب الهبوط المتوقع في قيمة العملة الوطنية الذي قد يحدث نتيجة لظهور اختلال في الاقتصاد الكلي، وتصبح السلطات النقدية في هذه الحالة غير قادرة على الدفاع عن السعر الثابت للعملة الوطنية، مما يجبرها على التخلي عنه لصالح تبني نظم صرف مرنة، وخاصةً عندما تسود مستويات سعر صرف لا تتسجم مع واقع الاقتصاد الكلي.

ويؤدي التوسع في الائتمان المحلي المصحوب بزيادة في الطلب على النقود في ظل أسعار الصرف الثابتة إلى حصول مضاربات حادة على العملة الوطنية، وانخفاض حاد في حجم الاحتياطيات الأجنبية، وعندئذ ستضطر السلطات النقدية إلى التخلي عن سعر الصرف الثابت للعملة الوطنية لعدم إمكانيتها الدفاع عنه عند مستوى ثابت، وفي الوقت نفسه فإن الحفاظ على سعر الصرف الثابت بحد ذاته يصبح أمراً مكلفاً.

وغالباً ما يقع الهجوم على قيمة العملة المحلية للدولة عن طريق المضاربة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض قيمة هذه العملة بشكل حاد، وذلك قد يدفع بالسلطات النقدية إلى استنزاف نسب كبيرة من احتياطياتها الدولية أو رفع أسعار الفائدة، وذلك حفاظاً على قيمة عملتها المحلية.

وتجدر الإشارة إلى أن البلدان التي تعرضت لهجوم من قبل المضاربيين هي البلدان ذاتها التي كانت تعاني من ضعف القطاع المصرفي، وكذلك البلدان التي يسودها معدل سعر صرف مقيم بأكثر مما يجب.

ب- **الأزمة المصرفية:** يمكن تعريف الأزمة المصرفية بأنها ارتفاع مفاجئ وكبير في سحبيات الودائع من المصارف التجارية، وذلك نتيجة للمشاكل المتمثلة بتدهور نوعية الموجودات المصرفية، أي انخفاض السيولة وزيادة الديون المتعثرة، وينعكس ذلك في فقدان الثقة في الجهاز المصرفي وتوجه العملاء إلى سحب ودائعهم، مما يؤدي إلى عجز المصارف عن سداد التزاماتها.

ويمكن استعراض حالات عدم قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته في الآتي:

* أن يعجز المصرف على تلبية التزاماته المستحقة الأداء على الرغم من أن التقييم الفعلي لأصوله يغطي جميع التزاماته بما فيها حقوق المساهمين، وفي هذه الحالة يكون المصرف في حالة نقص سيولة مؤقتة نتيجة تسارع المودعين بسحب ودائعهم ومن ثم توقف المصرف عن الدفع وتعثره.

* أن تكون أصول المصرف أقل من خصومه، ولا تغطي حقوق المساهمين وجزء من حقوق الغير، وفي هذه الحالة يكون المصرف في إحدى حالتين:

الحالة الأولى: أن تكون لدى المصرف سيولة كافية متوفرة، ويستطيع أن يفي بالتزاماته في أوقات الاستحقاق، ومن ثم تصبح الأزمة كامنة ولا يتم كشفها إلا بواسطة الرقابة الخارجية المتمثلة في المصرف المركزي.

الحالة الثانية: أن تكون السيولة اللازمة للوفاء بالتزاماته غير كافية، وبالتالي يكون المصرف في وضع الإفلاس، وهذه الأزمة قد تؤدي إلى انهيار المصرف.

والجدير بالذكر أنه قد تمتد الأزمة المصرفية وتتسع لتشمل النظام المالي ككل بحيث قد تتحول في النهاية إلى أزمة سوق مال (أزمة شاملة نظامية).

ج- أزمة الديون الخارجية: وتحدث أزمة الديون الخارجية عندما تجد الدولة نفسها عاجزة عن خدمة أعباء ديونها الخارجية من فوائد وأقساط، وذلك سواء كان هذا الدين الخارجي ديناً رسمياً أو تجارياً.

وتحدث أزمة الديون لأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها، والبعض الآخر يصعب قياسه بدقة، وقد ترجع أسباب الأزمة إلى:

- المتغيرات الدولية مثل الكوارث، والحروب، والأزمات الاقتصادية.

- المتغيرات المحلية مثل معدل التضخم، وأسعار الصرف، وأسعار الأسهم، وسعر الفائدة.

- المتغيرات التكنولوجية مثل التحول التكنولوجي، وانخفاض الطلب على بعض السلع والخدمات.

- الإشاعات والمعلومات غير الحقيقية.

- المضاربة الزائدة غير المحسوبة.

د- أزمة سوق الأوراق المالية: ويحدث هذا النوع من الأزمات نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعات، حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها الحقيقية على نحو ارتفاع غير مبرر، وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت، فعندما لا يحقق الأصل الهدف من شرائه يكون هناك اتجاه قوي لبيعه ويبدأ سعره في الهبوط نتيجة انفجار الفقاعة السعرية مثلاً أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً، وهي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية بأسعار تقل عن أسعارها الحقيقية، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى.

3- الأسباب والعوامل المؤدية لوقوع الأزمات المالية:

لا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب بل هناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن تلخيص أهم هذه الأسباب:

1- سياسة ونظم أسعار صرف غير ملائمة: أثبتت التجارب المختلفة أن الدول التي انتهجت نظام أو سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للأزمات، ففي ظل تطبيق مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بالحفاظ على سعر صرف العملة المحلية ثابتاً في ظل وجود ضغوط شديدة على قيمة العملة الوطنية، حيث إن ذلك يعني فقدان كميات كبيرة من احتياطات النقد الأجنبي، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى وقوع الأزمات المالية.

2- عدم كفاية الرقابة التي تمارسها السلطات الرقابية والإشرافية على المصارف: إن ضعف رقابة المصرف المركزي يساهم في انتشار الفساد في الجهاز المصرفي، وتتمثل أهم مظاهره التوسع في منح قروض لا تتوفر فيها الشروط الائتمانية المطلوبة، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع حجم ونسب الديون المتعثرة وتحقيق المصارف لخسائر.

3- التقلبات المفاجئة في معدلات التبادل التجاري: يمكن أن يؤدي الهبوط غير المتوقع في أسعار صادرات بلد ما إلى إضعاف قدرة الشركات المحلية في ذلك البلد ذات العلاقة بنشاط التصدير على الوفاء بالتزاماتها تجاه المصارف الوطنية، مما قد يؤثر بالسلب على تلك المصارف، ومن ثم على الجهاز المصرفي ككل، ومن ناحية أخرى يمكن أيضاً أن يؤثر تدهور أسعار الصادرات بالسلب على وضع ميزان المدفوعات.

4- التقلبات في أسعار الفائدة: فالتغيرات في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على حركة التدفقات الرأسمالية أو تحركات رؤوس الأموال بين مختلف الدول، ولقد لعبت تغيرات أسعار الفائدة العالمية دوراً كبيراً في تعرض بلدان الأسواق الناشئة للأزمات المالية، وذلك نظراً لأن الهبوط المستمر في أسعار الفائدة العالمية في فترة ما قبل وقوع الأزمات قد أدى إلى زيادة حجم التدفقات الرأسمالية إلى البلدان الناشئة التي بها أسعار فائدة مرتفعة نسبياً، حيث سعى المستثمرون الدوليون إلى الاستفادة من العوائد المرتفعة على رؤوس الأموال في تلك البلدان، غير أن حدوث ارتفاع مفاجئ في أسعار الفائدة في البلدان الصناعية الكبرى أدى إلى تحول التدفقات الرأسمالية، مما عرض الأنظمة المالية الضعيفة في بلدان الأسواق الناشئة للعديد من الضغوط والتوترات الشديدة.

حيث إن تغيير اتجاه التدفقات الرأسمالية فجأة وبسرعة لتنتقل إلى مكان آخر أكثر جاذبية يمكن أن يعرض الأنظمة المالية الضعيفة لضغوط وتوترات شديدة، ويؤدي إلى الإطاحة باستقرار حركة العملة بل ويؤدي إلى وقوع أزمات مالية عنيفة.

5- ضعف النظام المحاسبي والرقابي والتنظيمي: تعاني معظم الدول التي تعرضت لأزمات مالية من الضعف في النظم والإجراءات المحاسبية المتبعة ودرجة الإفصاح عن المعلومات خصوصاً فيما يتعلق بالديون المعدومة ونسبتها في محفظة المصرف الائتمانية، كما تعاني من ضعف النظام القانوني المساند للعمليات المصرفية، وعدم الالتزام بالقانون الخاص بالحد الأقصى للقروض المقدمة لمقترض واحد ونسبتها من رأس مال المصرف، كما أن ضعف الرقابة المصرفية الفعالة سبباً مباشراً في حدوث الأزمات، حيث يؤدي نقص الرقابة إلى التقييم غير الدقيق وغير الكافي للمخاطر الائتمانية، وتركيز المخاطر في مجال واحد كالتوسع في منح القروض العقارية والاستهلاكية، ومع عدم الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة لمواجهة الالتزامات العاجلة، وعدم الشفافية في الإفصاح عن المعلومات والبيانات، وضعف النظم المحاسبية يمكن أن يكون سبباً لحدوث أزمة مالية.

6- انتشار الفساد: انتشار الفساد الأخلاقي مثل الاستغلال، والكذب، والشائعات المغرضة، والغش، والتدليس، والاحتيال، والمعاملات الوهمية، فهذه العوامل تؤدي إلى الظلم، وهو ما يعود إلى تدمير المظلومين، ويمكن أن يكون سبباً لحدوث أزمة بسبب فقدان الثقة.

كما سوء سلوكيات مؤسسات الوساطة المالية التي تقوم على إغراء المتعاملين للدخول في صفقات للحصول على عمولات عالية، وهو ما يقود في النهاية إلى حدوث أزمة.

7- المشتقات المالية: زيادة التعامل بالمشتقات المالية التي تعتمد أساساً على معاملات وهمية ورقية شكلية تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، فهي عبارة عن مغامرات ومراهانات تقوم على الحظ، كما أن معظمها يقوم على ائتمان من المصارف على شكل قروض.

8- بطاقات الائتمان غير المغطاة: التوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان غير المغطاة والتي تحمل صاحبها تكاليف عالية، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية تزيد عليه أعباء الفائدة، وهكذا حتى يتم الحجز عليه أو رهن سيارته أو منزله.

فالنظام المالي المصرفي التقليدي يقوم على جدولة الديون بسعر فائدة أعلى أو استبدال قرض واجب السداد بقرض جديد بسعر فائدة أعلى، وهذا يلقي بأعباء إضافية على المقترض المدين الذي عجز عن دفع القرض الأول.

9- التحرر المالي غير الوقائي: إن التحرر المتسارع غير الحذر وغير الوقائي للسوق المالي بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقييد قد يؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، فانتهاج أسلوب التحرر المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية.

كما أن التحرر المالي يعني دخول مصارف أجنبية إلى السوق المالي، مما يزيد من الضغوط التنافسية على المصارف المحلية، لا سيما في أنشطة ائتمانية غير مهيأة لها، وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف، وبدون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرر المالي، فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد والخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة.

4- الإجراءات الوقائية التي تحول دون الوصول إلى الأزمات المالية:

هنالك مجموعة من الإجراءات الوقائية التي تحول دون الوصول إلى الأزمات المالية تتمثل في:

أ- دعم الاستثمار الوطني وتشجيع الاستثمارات الوطنية قبل الاستثمارات الأجنبية، وذلك لجذب رؤوس الأموال المهاجرة كما فعلت الصين.

ب- مراقبة رؤوس الأموال الأجنبية وعدم السماح لها بالدخول لأن هذه رؤوس أموال تساهم كثيراً على حدوث الأزمة المالية.

ج- ربط العملة الوطنية بسلة عملات أجنبية مستقرة بدلاً من ربطها بعملة واحدة كالدولار مثلاً.

د- تشكيل فرق عمل من المصرف المركزي، ومن وزارة الاقتصاد، والمالية، والصناعة، والزراعة للتخطيط ولدراسة جدوى مشاريع اقتصادية يمكن أن تنتج سلع بدلاً من استيرادها من الخارج، ولوضع سياسة نقدية ومالية كفيلة للتشجيع على قيام هذه المشاريع.

هـ- تقوية الجهاز المصرفي وذلك بوضع الضوابط والقواعد الإشرافية المناسبة لضمان إدارة المصارف لأصولها وخصومها بطريقة آمنة تبعدها عن المخاطرة، وخصوصاً في مجال التسهيلات الائتمانية، وتشجع الاستثمارات المنتجة وتبتعد عن تقديم القروض والاستثمارات غير المنتجة، وذلك بدراسة طلبات الائتمان من حيث الغرض من الائتمان أي الاهتمام بدراسة جدوى المشروعات.

و- إلغاء التعامل بالفائدة والتوجه نحو الصيرفة الإسلامية مع التركيز على صيغة الاستثمار المباشر في مشاريع اقتصادية ذات جدوى لتحقيق تنمية اقتصادية واجتماعية.

ثانياً: الأزمات المالية العالمية

مرت الأسواق الدولية بمجموعة من الأزمات المالية شهدها العالم، والتي كان لا بد من التعرض لها بدءاً من أزمة الكساد الكبير، مروراً بأزمة يوم الاثنين الأسود، وصولاً إلى أزمة دول جنوب شرق آسيا، وانتهاءً بالأزمة المالية العالمية 2008م.

1- الكساد الكبير:

بدأت الأزمة في 3 سبتمبر 1929م عندما أقل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة عند 381 نقطة، وفي 2 أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وصاحبه انخفاض آخر في اليوم التالي قدره 43 نقطة معلناً بداية حدوث الكساد الكبير، وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة، بما يعني انخفاضاً بلغت نسبته 20% بالمقارنة بما كان عليه الحال في سبتمبر أي أقل من شهرين.

استمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة 3 سنوات، حيث أقل المؤشر في 8 يوليو من عام 1932م عند 41 نقطة فقط، وهذا يعني أن المؤشر وصل إلى 11% مما كان عليه في 3 سبتمبر من عام 1929م.

خلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات وانتشرت البطالة، فانخفض الطلب على السلع والخدمات وانخفض معها أسعارها، كذلك فشل المدينون في الوفاء بما عليهم من التزامات، فأحجم المقرضون عن تقديم الائتمان وانخفض بالتالي حجم الاستثمار.

واجهت المصارف صعوبة في تحصيل مستحقاتها، ففشلت في تلبية مستحقات العملاء وأعلن إفلاس الكثير منها، ففي الولايات المتحدة وحدها أعلن إفلاس 500 مصرف، وخسر المودعون ما يعادل 3 بليون دولار حتى اضطر الرئيس روزفلت إلى إعلان إغلاق جميع المصارف، وذلك اعتباراً من 6 مارس من عام 1933م ثم سمح للمصارف التي لديها قدراً من السيولة أن تفتح أبوابها بعد أسبوع من ذلك التاريخ.

في ذلك الوقت ثار التساؤل عن أيهما تسبب في حدوث الآخر، هل تدهور أسعار الأوراق المالية هو الذي تسبب في حدوث الكساد الكبير، أم أن الكساد الكبير هو الذي تسبب في حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية، ووقع اللوم في النهاية على أسواق رأس المال، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات في تلك الأسواق يعتقد في أنها كانت سبباً رئيسياً في حدوث الأزمة.

- أسباب الأزمة من وجهة نظر المحللين الماليين:

1- البيع الصوري أو المظهري: يقصد بالبيع الصوري أو المظهري خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما في الوقت الذي لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر على السهم، ومن صور البيع المظهري قيام شخص ما ببيع أوراق مالية صورياً لابنه أو أحد أفراد عائلته، ومن صورته كذلك قيام ذلك الشخص بشراء وبيع ذات الورقة في ذات اليوم لشخص يتفق معه على ذلك، وتتم العملية بأن يقوم المشتري بإعادة بيع الورقة إلى ذات الشخص الذي اشتراها منه، وذلك في نفس اليوم بسعر أكبر أو أقل حسب الاتفاق.

إن الهدف من البيع الصوري أو المظهري هو إيهام المتعاملين بأن تغيرات سعرية حدثت للورقة المعنية، وأن تعاملًا نشطاً يجري عليها، وهو بذلك لا يتعدى كونه نوعاً من أنواع الخداع والاحتيال بغرض تحقيق الربح، فالمستثمر المخادع أو المحتال الذي يرغب في شراء أسهم منشأة بأقل من السعر الجاري لها يمكنه إذا كان سعرها غير نشط أن يمارس البيع الصوري أو المظهري، وذلك بأن يشتري جزءاً من احتياجاته بالسعر الجاري ثم يعيد بيعها صورياً لأقاربه أو أصدقائه على النحو الذي سبقته الإشارة إليه، أو أن يبيعها مباشرة لأكثر من بيت من بيوت السمسة تحت أسماء بعض أقاربه أو أصدقائه.

لما كانت إحدى سمات أسواق رأس المال هي نشر المعلومات بشأن الصفقات التي تبرم، فإن سلسلة من البيوع للأسهم المشار إليها من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية بشكل يوحى للمتعاملين بتدهور حالة المنشأة، وهنا قد يصاب بعض المستثمرين بالذعر، مما يدفعهم إلى التخلص مما يمتلكون من هذه الأسهم، الأمر الذي يترتب عليه مزيد من الهبوط في الأسعار، وحينئذ يدخل المستثمر المخادع مشترياً.

كذلك يمكن للمستثمر المخادع أن ينتهز فرصة الارتفاع في القيمة السوقية لأسهم يمتلكها، فيقوم بالاتفاق مع أشخاص آخرين لبيعها لهم بسعر أعلى من السعر الجاري، ثم يقوم هؤلاء الأشخاص في نفس اليوم بإعادة بيعها له، مثل هذه الممارسات من شأنها أن توحى بتزايد التعامل على تلك الأسهم، وهو ما قد يعتبره بعض المستثمرين مؤشراً على تحسن في ظروف المنشأة، مما قد يشجع بعضهم على الدخول لشرائها، والنتيجة مزيداً من الارتفاع في قيمتها السوقية، فيقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه منها بالسعر المرتفع ويجني الأرباح.

إلى جانب إمكانية استخدام البيع المظهري لتحقيق المزيد من الأرباح، فإنه يمكن أن يستخدم لأغراض ضريبية، ويحدث ذلك عندما يقوم المستثمر المخادع ببيع ما يملكه

من الأوراق صورياً إلى شخص آخر بسعر أقل من السعر الذي سبق أن اشتراها به محققاً خسائر دفترية تخصم من إيراداته قبل حساب الضريبة.

2- الشراء بغرض الاحتكار: ويقصد بالشراء لغرض الاحتكار قيام شخص ما بالعمل على شراء كل الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه، وفي بعض الحالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتكاري في شراء الأسهم التي يبيعها الآخرين على المكشوف حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويحقق ربحاً مضموناً.

يعتبر النوع الأخير من الاحتكار قمة الاستغلال للمضاربين حيث يلتزم المضارب برد الأسهم محل صفقة البيع على المكشوف في أي وقت يقرره مقرض الأسهم، وفي ظل الاحتكار وارتفاع قيمتها السوقية قد يطلب المقرض أسهمه لبيعها، وهنا يضطر المضارب دخول السوق مشترياً، وليس أمامه إلا قبول السعر الذي يحدده المحتكر.

3- استغلال ثقة العملاء: يقصد باستغلال ثقة العملاء الممارسات غير الأخلاقية قبل بعض السماسرة اتجاه عملائهم، وذلك بإبرامهم صفقات نيابة عنهم، أو تشجيعهم على إبرام صفقات دون أن يكون في ذلك مصلحة لهم، ولكن لماذا يفعل السماسر ذلك، وكيف يقع المستثمر ضحية لمثل هذا النوع من الاحتيال؟

السماسر يحصل على عمولة السمسرة من صفقات البيع والشراء التي يبرمها لعملائه، سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة، وكلما زادت الصفقات عدداً وقيمة كلما زادت حصيلته السمسرة، باختصار يهدف السماسر من تلك الممارسات غير الأخلاقية إلى ابتزاز العميل لا أكثر ولا أقل.

ويسهل على السماسر ممارسة هذا النوع من الاحتيال، عندما تكون أوامر العميل من النوع الذي يعطي للسماسر سلطة إبرام ما يراه من الصفقات، وحتى لو لم تكن الأوامر من هذا النوع فإن السماسر يمكنه الاحتيال بطريق آخر، وهو تزويد العميل بمعلومات مضللة يترتب عليها تشجيعه على إبرام صفقات بيع أو شراء.

4- اتفاقيات التلاعب: اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية تتم بواسطة شخصين أو أكثر، وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات على سمسرة وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة، كما يساهم بعض هؤلاء الأعضاء بالعمل بينما يساهم الآخرون برأس المال وقد يعين مدير يتولى تنفيذ الاتفاقية.

2- أزمة يوم الاثنين الأسود:

في يوم الاثنين الموافق 10 أكتوبر من عام 1987م حدثت أزمة كبيرة في أسواق مال الولايات المتحدة، وذلك بحدوث خلل في التوازن بين العرض والطلب ليس في الأسواق الحاضرة فقط بل وأيضاً في أسواق العقود المستقبلية، وقد نشأ هذا الخلل من إجراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل، فعندما فتحت بورصة نيويورك أبوابها للتعامل في تمام الساعة العاشرة بتوقيت نيويورك تدافع المتعاملون من كل مكان لبيع أعداد كبيرة جداً من الأوراق المالية التي بحوزتهم بصورة هستيرية لم يسبق لها مثيل، وقد نجم عن هذا الاندفاع المتهور في البيع انخفاض حاد وسريع في أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا اليوم، حتى أن مؤشر داو جونز الصناعي والذي يقيس تطور مستوى 30 شركة أمريكية خسر 229.02 نقطة في أقل من ساعتين من بدء التعامل في السوق، وبنهاية ذلك اليوم كان هذا المؤشر قد فقد 508.32 نقطة، وما حدث في هذا اليوم من انهيار في الأسواق المالية يعتبر ضعف الانهيار الذي حدث في عام 1929م خلال الكساد الكبير، إذ خسر مؤشر داو جونز في يوم الاثنين 19 أكتوبر 1987م ضعف ما خسره في عام 1929م.

أما رد فعل السوقين فقد اختلف باختلاف أنظمة العمل في كل منهما ففي السوق الحاضرة وعلى الأخص في بورصة نيويورك يسير العمل على أساس إمكانية قيام المتخصص بتأجيل الافتتاح للسهم الذي يتعامل فيه، وذلك إذا ما أدرك أن هنالك خلل واضح بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة في الليلة السابقة، وأن إمكانياته قاصرة على مواجهته، بمعنى أنه لا يمكنه إزالة الخلل بتنفيذ الصفقات لحسابه الخاص، مثل هذا التأجيل من شأنه أن يفسح له وقتاً للبحث لدى السماسرة الوكلاء وسماسرة الصالة وتجار الصفقات الكبيرة عن أوامر مقابل تمكنه من إزالة هذا الخلل، وفي الظروف العادية عندما يتعلق الخلل بسهم واحد تصبح مواجهته مسألة سهلة إذ لا تستغرق بضع دقائق وإن كان هذا على حساب تغيير عادي في القيمة السوقية للسهم، أي في مقابل حدوث انخفاض كبير نسبياً في حالة زيادة العرض (أوامر البيع) عن الطلب (أوامر الشراء) أو ارتفاع كبير نسبياً في حالة زيادة الطلب عن العرض.

في يوم الاثنين الأسود كانت المسألة أكبر من ذلك فالخلل في التوازن فضلاً عن أنه أصاب كافة الأسهم فقد كان كبيراً لدرجة أن المتخصصين فشلوا في مواجهته من خلال السماسرة أو من خلال تجار الصفقات الكبيرة، وعليه فإنه حتى بعد مضي ساعة كاملة من دق جرس الافتتاح لم يبدأ التعامل على حوالي ثلث الأسهم التي يتكون منها مؤشر داو جونز بسبب الخلل الشديد في التوازن.

هذا بالطبع أمر خطير على أساس أن أسهم هذا المؤشر هي لمجموعة من أعرق وأكبر المنشآت في الولايات المتحدة هذا عن السوق الحاضرة، ولكن ماذا عن سوق العقود المستقبلية وفقاً لأنظمة ذلك السوق تعكس الأسعار بسرعة فائقة المعلومات المتاحة، فعندما يتضح أن هنالك خللاً بين أوامر البيع وأوامر الشراء المتجمعة في الليلة السابقة تنفخ الأسعار مباشرة في اليوم التالي إلى السعر الذي يمكن أن تبرم به الصفقات.

هذا ما حدث فعلاً في يوم الاثنين الأسود في سوق العقود المستقبلية إذ انخفضت الأسعار فوراً في ذلك السوق في محاولة لاستيعاب الخلل.

باختصار فقد انتهى الأمر بهبوط الأسعار في السوقين رغم تباين الأنظمة المعمول بها في كل مكان، ففي بورصة نيويورك انخفضت أسعار الأسهم التي بدأ التعامل عليها في يوم الاثنين الأسود 19 أكتوبر بحوالي 10% عما كانت عليه أسعارها عند الإقفال في يوم الجمعة 16 أكتوبر، وفي حوالي الساعة الحادية عشرة من صباح يوم الاثنين بتوقيت نيويورك كان السواد الأعظم من الأسهم قد بدأ التعامل عليها، كما بدأ كذلك أن السوقين استطاعا بنجاح مواجهة الخلل في التوازن والتخلص من الكم الهائل من أوامر البيع التي تجمعت حتى لحظة الافتتاح.

غير أنه قد بدأ أن الإمكانات المالية لصناع السوق في كلا السوقين قد نضبت أو كادت، ففي بورصة شيكاغو للعقود المستقبلية انسحب معظم صغار صناع السوق إما اختيارياً أو تحت ضغط من المنشآت القائمة على تصفية وتسوية حسابات الصفقات، وحتى من بقي منهم فلم تكن لديه الرغبة في الاضطلاع بالصفقات الكبيرة في هذا السوق المتقلب إلا بعد الحصول على خصم ضخم لم يسبق له الحصول عليه من قبل.

أما في بورصة نيويورك فإنه مع وصول سيل جديد من أوامر البيع في فترة ما بعد ظهر يوم الاثنين بتوقيت نيويورك لم يكن لدى صناع السوق قدرة على مواجهة الخلل دون أن يترتب على ذلك هبوط شديد في السعر الذي يمكن أن تنفذ به الصفقات.

باختصار شديد ضعفت سيولة كل من السوق الحاضرة وسوق العقود المستقبلية، وأصبح من المستحيل التنفيذ الفوري للصفقات التي ترد إلى السوق إلا بتكلفة عالية تمثلت في الانخفاض الكبير في سعر السهم الذي تتضمنه الصفقة، وبقدر لم يعود عليه العملاء من قبل، ولم يوقف هذا الانهيار في الأسعار الكم الهائل من أوامر البيع، وقد زادت أوامر البيع نتيجة الذعر الذي أصاب جمهور المتعاملين، وبعد ظهر الثلاثاء بوقت قصير توقف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، وفي

أسواق الاختيار، وأيضاً في أسواق العقود المستقبلية، وبدأ واضحاً أن الإمكانات المالية لصناع السوق قد نضبت، وأن المخرج الوحيد للأزمة هو البحث عن أطراف أخرى من خارج السوق للمساعدة في إزالة الخلل، وهذا ما حدث بعد ظهر يوم الثلاثاء فقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها، كما تدخل المصرف المركزي، وذلك بحث المصارف على منح المزيد من الائتمان لتجار الأوراق المالية.

وقرب الإقفال في يوم الثلاثاء 20 أكتوبر انتهت هذه الأزمة حيث بدأت أسعار الأسهم تتجه إلى الصعود، وكانت أسعار الإقفال قريبة جداً من مستوى الأسعار في ظهر يوم الاثنين مما أعاد لصناع السوق جزء لا بأس به من الموارد المالية التي مكنتهم من مباشرة نشاطهم، وهو ما انعكس إيجابياً على مستويات الأسعار في الأسواق الأمريكية في يوم الأربعاء 21 أكتوبر.

- أسباب الأزمة من وجهة نظر المحللين الماليين:

1- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها: يقصد بردود الأفعال المبالغ فيها أن موجة من أوامر الشراء عادةً ما يصحبها موجات متتالية من أوامر الشراء، وأن موجة من أوامر البيع عادةً ما يصحبها موجات متتالية من أوامر البيع على ضوء ذلك المفهوم فإن أزمة أكتوبر لا تخرج عن كونها سلسلة من التصرفات غير الرشيدة للمتعاملين في السوق.

فالموجة الأولى من أوامر البيع حركت السوق نحو المزيد والمزيد من أوامر البيع حتى انتهى الأمر إلى هبوط شديد في الأسعار، وأن الوضع الطبيعي أو التوازني هو أن أوامر البيع تواجهها أوامر شراء، هذا من شأنه أن يوقف تدهور أسعار الأوراق المالية بل ويعود بها إلى مستوى يعادل قيمتها الحقيقية، مثل هذا الوضع لم يتحقق خلال الأزمة إذ استمر تدهور الأسعار ولم يحدث ارتفاع يذكر في الأسعار إلا بعد عدة شهور من حدوث الأزمة.

2- الأزمة هي بمثابة تصحيح لأوضاع سابقة: إن مستويات أسعار الأسهم في السوق كانت أعلى بكثير مما كان ينبغي أن تكون عليه، وأن ما حدث لا يخرج عن كونه تصحيح للمسار، حيث إن الأسعار ارتفعت خلال التسعة أشهر السابقة على حدوث الأزمة بما يعادل 42% وعليه فإن الانخفاض الذي حدث خلال يومي 19 و 20 أكتوبر والذي بلغت نسبته في اليومين حوالي 23% قد ينظر إليه على أنه محاولة لتصحيح الأوضاع.

3- الأزمة هي انعكاس لمعلومات: إن السبب في سرعة انهيار الأسعار هو ورود معلومات عن تردي متوقع للأوضاع الاقتصادية في الولايات المتحدة، وفي مقدمة تلك الأوضاع توقع ارتفاع أسعار الفائدة خاصة بعد أن قررت ألمانيا الغربية رفع سعر الفائدة وفقاً لاتفاقية اللوفر التي أبرمت في يناير 1987م والتي بمقتضاها تم ربط عملة مجموعة من الدول بسعر تبادل محدد، وأصبح من المتوقع أن تقوم الولايات المتحدة هي الأخرى برفع سعر الفائدة بالقدر الذي يحافظ على سعر التبادل للدولار، ولم يكن احتمال ارتفاع سعر الفائدة هو مصدر الخوف الوحيد فقد كانت هناك خشية أيضاً من حدوث تضخم.

كذلك فإن الأرقام الشهرية للتجارة الخارجية في الولايات المتحدة خلال عام 1987م قد كشفت عن عجز في الميزان التجاري، وهو ما أثار التوقعات بانخفاض قيمة الدولار أو بارتفاع سعر الفائدة، يضاف إلى ذلك الخوف من تورط الولايات المتحدة في حرب الخليج بين العراق وإيران وما يترتب عليه من تأثير على واردات النفط وعلى العلاقات بين الولايات المتحدة وما كان يطلق عليه الاتحاد السوفيتي.

هذا إلى جانب التقارير التي أشارت إلى توقع حدوث هبوط في إنتاجية المنشآت، كما أن مؤشر نسبة عدد الأسهم التي حققت ارتفاعاً في الأسعار إلى عدد الأسهم التي حققت انخفاض قد بلغ قمته في مارس 1987م وهو ما يعد دلالة على أن اتجاه الأسعار نحو انخفاض مضطرب بات أمراً متوقعاً، وهذه كلها معلومات تحمل في طياتها توقع لظروف اقتصادية غير مواتية من شأنها أن تترك أثراً سلبياً على الأسعار.

4- يرى بعض المحللين أن سبب الأزمة ترجع إلى بعض المتغيرات التنظيمية مثل انخفاض الهامش المبدئي في العقود المستقبلية، حيث تراوحت نسبته من 5 إلى 10% بينما الهامش في السوق الحاضرة تراوح بين 40 إلى 100% وكذلك انخفاض العمولة في العقود المستقبلية وارتفاعها في السوق الحاضرة، هذا أدى إلى اتجاه المستثمرين للمضاربة في العقود المستقبلية، أي المضاربة الزائدة عن الحاجة أدى إلى انهيار البورصة.

3- أزمة دول جنوب شرق آسيا:

بدأت ظروف نشوب الأزمة تتشكل بعدما رضخت دول جنوب شرق آسيا متضمنة مالايزيا - تايلاند - الفلبين- إندونيسيا - كوريا الجنوبية - هونج كونج - سنغافورة لضغوط البلدان الصناعية والمنظمات الدولية (صندوق النقد الدولي- البنك الدولي- منظمة التجارة العالمية) بتنفيذ سياسات تدخل ضمن ما يسمى بالعولمة، أي الاندماج بسرعة في الاقتصاد العالمي من خلال نهج ليبرالي يزيح الدولة بعيداً عن الإشراف والرقابة، وكان من أهم هذه السياسات:

- إجراء عمليات تحرير مالي ونقدي واسعة شملت التخلص من القيود والضوابط التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية دخولاً وخروجاً مع السماح بعمليات الإقراض والاقتراض بالعملة المحلية وفتح الأسواق المالية في هذه الدول أمام المستثمر الأجنبي.

- زيادة سعر الفائدة في الداخل بفارق كبير عن الخارج.

- ثبات أسعار الصرف في هذه الدول اتجاه الدولار الأمريكي، وهو الأمر الذي وفر ضماناً للمستثمرين الأجانب ضد مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وبذلك أصبح بإمكان المستثمر أن يحسب ويقيم بدقة عملياته وأرباحه وتحويلاته للخارج.

بالإضافة إلى هذه السياسات ظهر العجز في الميزان التجاري لهذه الدول، فقد أصبح الميزان التجاري في هذه الدول خلال الثمانية عشر شهراً السابقة للأزمة يعاني من العجز، ويعود ذلك إلى التراجع الذي حدث في الصادرات والنمو الكبير الذي طرأ على الواردات.

بالنسبة للصادرات فإن تراجعها كان بسبب:

- موجة الركود الاقتصادي العالمي عموماً، وفي البلدان الصناعية خصوصاً، التي تستوعب الشطر الأكبر من صادرات هذه الدول.

- ارتفاع درجة التنافس بين صادرات هذه الدول، فهذه الدول لم تقم بأي نوع من التكامل الإنتاجي فيما بينها، فكل دولة لجأت إلى تنمية وتطوير الصناعات نفسها والفروع ذاتها التي نمتها وطورتها الدول الأخرى، الأمر الذي خلق صفة هيكلية تعاني منها وهي ارتفاع درجة التنافس فيما بينها.

- دخول الصين كمنافس قوي لهذه الدول حيث أصبحت تنتج السلع نفسها التي تخصصت بها النمر الآسيوية، وتقوم ببيعها بأسعار تنافسية شديدة بسبب رخص كلفة العمل الصينية مقارنة بكلفة العمل في النمر الآسيوية.

أما بالنسبة للواردات فقد شهدت خلال الثمانية عشر شهراً السابقة للأزمة نمواً كبيراً بسبب إجراءات تحرير التجارة الخارجية، وخفض الضرائب على الواردات، وبالذات على السلع الكمالية المعمرة وغير المعمرة التي تستهلكها الطبقة الوسطى التي زادت دخولها وارتفع مستوى معيشتها وبدأت تميل لتقليد الأنماط الاستهلاكية الغربية.

في ضوء ما سبق ونتيجة للسياسات السابقة فقد تعرض سعر صرف العملة الوطنية لهذه الدول لضغوط شديدة بلغت ذروتها في تايلاند يوم 2 يوليو 1997م فمذ الربع الأول من عام 1997م كان العجز في الحساب الجاري وكذلك الديون الخارجية وأعباء خدمتها قد تصاعدت على نحو واضح، مما جعل الكثير من المتعاملين في سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي في تايلاند يتنبؤون بأن البلد مقبل على تخفيض في قيمة عملته، وبالتالي فإن المستثمر الأجنبي الذي أدخل كمية معينة من رأسماله بالدولار إلى البلد ثم حولها إلى البات ليستثمرها بعد ذلك في الداخل سوف يخسر بعد حدوث التخفيض، لأن قيمة أصوله المستثمرة مقومة بالدولار سوف تنخفض، وحينما ساد هذا الشعور بدرجة قوية بين المستثمرين الأجانب والمصارف الأجنبية وتجار العملة، وظهرت إشاعة قوية بأن السلطة النقدية في تايلاند سوف تتخلى عن تثبيت البات اتجاه الدولار، تزايدت موجات بيع الأصول المالية منذ الربع الأول من ذات العام، وقام البائعون بشراء الدولار من السوق المحلي والخروج به من تايلاند، ومنذ ذلك الوقت بدأ سعر صرف البات يتعرض لضغط وحاول بنك تايلاند المركزي مواجهة هذا الضغط من خلال ضخ المزيد من الدولارات، مستخدماً في ذلك احتياطاته الدولية، وخسر البنك المركزي في أسبوع واحد 20 مليار دولار بعد أن تعرض البات لحركة محمومة من المضاربات من تجار العملة.

وفي 2 يوليو بيعت كميات هائلة من الأوراق المالية ومن حصيلة بيعها ثم شراء مقادير كبيرة من الدولار الأمريكي من سوق الصرف المحلي، ولم تفلح جهود البنك المركزي التايلندي في وقف التدهور في سعر صرف البات رغم ضخ كميات هائلة من الدولار في السوق، فقام بنك تايلاند المركزي بالتخلي عن ربط البات بالدولار وقرر تعويم سعر الصرف في ذلك اليوم، مما أدى إلى المزيد من التدهور لدرجة أن سعر صرف البات في هذا اليوم وحده تدهور بنسبة 20% واستمر التدهور بعد ذلك ليصل سعر صرف الدولار إلى 36.30 باتاً في 22 سبتمبر عام 1997م بعد أن كان

24.65 باتاً في 30 يونيو عام 1997م وهو ما يعكس تدهوراً بنسبة 47.3% في غضون هذه الفترة القصيرة.

وزاد من خطورة الأمر، أن هذا الانخفاض الذي حدث في سعر الصرف قد اقترن أيضاً بتدهور شديد في حجم الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي التايلاندي، مما أدى إلى مزيد من إضعاف الثقة في البات، وأضعف بالتالي من الجدارة الائتمانية للاقتصاد التايلاندي في الأسواق الدولية.

وسرعان ما انتشرت الأزمة في باقي دول النمر الآسيوية بسبب الطبيعة المتشابهة والمتنافسة لاقتصادياتها، فإن أي تخفيض يطرأ على قيمة عملة أي دولة من دول النمر الآسيوية ربما يؤدي إلى تحسين صادراتها، ولكن سرعان ما يؤثر ذلك في باقي الدول الأخرى مما يدفعها أيضاً إلى التخفيض، وهذا ما حدث فعلاً في كل ماليزيا وإندونيسيا والفلبين وكوريا الجنوبية، وانتقلت العدوى بدرجات متفاوتة إلى كل من هونج كونج وسنغافورة، فتهاوى سعر الينغيت الماليزي بنسبة 24% خلال الفترة ما بين 30 يونيو 22 سبتمبر 1997م، وسعر الروبية الإندونيسية بنسبة 25%، والبيزو الفلبيني بنسبة 26% خلال نفس الفترة، وفي أوائل فبراير 1998م كانت نسب تدهور هذه العملات مقارنة مع أسعار يوليو 1997م كما يلي:

جدول يوضح نسبة التدهور في العملات الآسيوية في أوائل فبراير 1998م مقارنة بأسعار يوليو 1997م

العملة	نسبة التدهور مقارنة بأسعار يوليو
الينغيت الماليزي	34.46%
الروبية الإندونيسية	74.4%
البات التايلاندي	45.12%
البيزو الفلبيني	33.58%
دولار سنغافورة	13.38%
دولار تايوان	15.82%
ون كوريا الجنوبية	45.89%

وصاحب ذلك هبوط حاد في أسعار الأوراق المالية أصاب المتعاملون بها خسائر رأسمالية فادحة، وخلال الفترة من يوليو إلى أكتوبر 1997م هبطت أسعار الأسهم بنسبة تقدر بحوالي 65% في ماليزيا وإندونيسيا وتايوان والفلبين، وأعلن الأمين العام لمنظمة آسيان أنه منذ يوليو 1997م وحتى أوائل يناير 1998م بلغ حجم خسائر النمر الآسيوية 700 مليار دولار، بالإضافة إلى حركة الخروج الهائلة التي حدثت لرؤوس الأموال الساخنة لخارج البلاد.

ومما زاد الأمور سوءاً أن المصارف التجارية المحلية والشركات الكبيرة كانت قد تورطت في الاقتراض الخارجي قصير الأجل، حيث كانت تقترض من أسواق النقد الدولية، ثم تقوم بتحويل قروضها التي حصلت عليها بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة المحلي إلى العملة المحلية وإعادة إقراضها أو استخدامها في عمليات المضاربة وبالذات في مجال الأراضي والعقارات، ولهذا فإنه حينما تدهور سعر صرف العملة المحلية في صيف 1997م تعرضت هذه المصارف والشركات لمخاطر كبيرة، لأنه أصبح عليها أن تشتري الدولار بأسعار متزايدة مقوماً بالعملة المحلية لكي تدفع ديونها الخارجية قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية الأمر الذي ألحق بها خسائر فادحة.

كما زاد الموقف سوءاً أن المصارف التجارية لجأت إلى استخدام خصوم قصيرة الأجل في استثمارات طويلة الأجل، مما عرض الكثير منها لحالات العسر المالي، بل ولحالات عدم المقدرة على الدفع (الإفلاس) وفوق ذلك ما قامت به بعض المصارف من إفراط في زيادة الائتمان المصرفي بمعدل يفوق حدود الأمان المصرفي المتعارف عليه، وذلك للمضاربة في البورصات وفي سوق الأراضي والعقارات، مما أوقعها في مشكلات كبيرة فيما بعد.

وكان من الطبيعي في هذه الحالة أن لا تتمكن هذه الدول من دفع أعباء ديونها الخارجية في هذا العام، بالإضافة ما أحدثه الخروج الهائل لرؤوس الأموال إلى الخارج من تزايد في العجز في موازين مدفوعاتها، وهو الأمر الذي تطلب مزيداً من الاقتراض الخارجي لكن المقترضين كانوا قد أحجموا عن توفير القروض التي طلبتها هذه الدول بسبب التدهور الذي حدث في سمعة جدارتها الائتمانية في أسواق النقد الدولية، مما دفع الحكومات في هذه الدول إلى طلب التوقف عن سداد الديون الخارجية والدخول في مفاوضات إعادة الجدولة وطلب مساعدة صندوق النقد الدولي الذي أخذ يوجه الانتقادات والتهامات لهذه الدول وللسياسة التي اتبعتها، وبالرغم من أنه قبل فترة قصيرة من وقوع الأزمة كان يشيد بتجربة هذه البلدان، واشترط صندوق النقد الدولي على هذه الدول الامتثال لبرنامج صارم للتثبيت الاقتصادي، وهو برنامج نمطي يفرضه خبراء الصندوق على الدول التي تقع في مأزق استدانته الخارجية مهما كانت ظروفها الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، وقد استجابت النور الآسيوية لشروط البرنامج باستثناء ماليزيا.

ومن الإجراءات التي طلبها صندوق النقد الدولي من هذه الدول خفض الإنفاق الحكومي، وزيادة الضرائب وأسعار الخدمات العامة، وزيادة أسعار الفائدة، وتقييد الائتمان المصرفي.

إن رفع سعر الفائدة بهدف رفع قيمة العملة هي محاولة منها لتشجيع المستثمرين لشراء العملة ولزيادة الطلب على عملتها، ومع ارتفاع سعر الفائدة في بعض أسواق هذه الدول إلى 200% عن السعر السابق، وفي المقابل انخفاض العائد من الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، بداء المستثمرين يتحولون من الاستثمار في سوق الأوراق المالية ذات العائد المنخفض والمخاطرة المرتفعة، ويتخلصون مما في حوزتهم من أوراق مالية لإيداع قيمتها في المصارف والاستفادة من سعر الفائدة المرتفع والمخاطرة المنخفضة، وكان نتيجة ذلك زيادة المعروض من الأوراق المالية في سوق المال الآسيوي في الوقت الذي لم تكن فيه طلبات شراء، مما أدى إلى زيادة الانخفاض في أسعار الأوراق المالية، وزادت نسبة الانخفاض ما بين 25% إلى 50% عن الأسعار السائدة في الأسواق.

ولقد أدى ارتفاع سعر الفائدة على النحو الذي أوصى به الصندوق بالإضافة إلى سياسة تقييد الانتماء المصرفي إلى أن تصبح معظم الشركات المحلية على شفا الإفلاس والتصفية والبيع، وتمكن المستثمرون الأجانب من شرائها بأسعار زهيدة، وقد أدى ذلك إلى زيادة عدد العاطلين عن العمل، وعزز هذه الزيادة إصرار الصندوق على خصخصة الشركات العامة، وتسريح عشرات الآلاف من عمالها، كما أصر الصندوق على أن تتخذ هذه الدول المزيد من السياسات التي من شأنها فتح اقتصادياتها مثل تحرير التجارة الخارجية من خلال تخفيض التعريفات الجمركية، وإلغاء الحماية المحلية للصناعات الوطنية، وإلغاء القيود على ملكية الأجانب للشركات والمصارف المحلية..... إلخ، وهذه السياسات مكنت الدائنين والمستثمرين الأجانب من زيادة سيطرتهم على اقتصاد هذه الدول وتزايد نصيبهم في ملكية الثروة القومية والدخل القومي، كما أدت إلى إفقار شديد لنسب عريضة من السكان، فارتفعت نسبة من يقعون تحت خط الفقر المطلق تحت تأثير تفاقم البطالة، وإلغاء الدعم، وارتفاع أسعار ضروريات الحياة، وخفض برامج المساعدات الحكومية، وحدث انتكاسة في اتجاهات التنمية البشرية التي كانت قد تحسنت كثيراً، وكان من الطبيعي في هذه الحالة أن تتوتر الأوضاع الاجتماعية والسياسة والأمنية في هذه الدول.

الأمر الجدير بالملاحظة أن أزمة الديون الخارجية التي وقعت فيها هذه الدول والتي جعلتها عاجزة عن دفع أعباء ديونها الخارجية، لم تكن نتيجة للاقتراض الحكومي أو بسبب القروض التي حصل عليها القطاع العام، بل راجعة كلياً إلى نشاط القطاع الخاص الذي سمح له أن يقترض من الخارج بدون رقابة، ومثال ذلك كوريا الجنوبية، ففي الوقت الذي بلغت فيه الديون الخارجية على هذه الدولة عام 1997م حوالي 153

مليار دولار، كان يقع على عاتق المصارف الكورية مبلغ 99 مليار دولار، بالإضافة إلى مبلغ 43 مليار دولار مستحق على الشركات الكبرى.

- أسباب الأزمة من وجهة نظر المحللين الماليين:

يمكن بلورة أهم أسباب الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا، والتي بدأت مع لجوء تايلاند لفك ارتباط عملتها بالدولار الأمريكي في الثاني من يوليو عام 1997م بما يلي:

1- الأوضاع الاقتصادية المتردية وتفاقم العجز المالي والخارجي خصوصاً بالنسبة لوضع ميزان المعاملات الجارية في ظل ثبات سعر الصرف، الأمر الذي أدى إلى زيادة التوقعات بتخفيض قيمة العملات الوطنية.

2- رفع سعر الفائدة ترتب عليه ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي ارتفاع الأسعار وانخفاض الصادرات وانخفاض أرباح الشركات، كما ترتب عليه انتقال المدخرات من سوق الأوراق المالية ذات المخاطرة المرتفعة إلى إيداع المدخرات في المصارف ذات المخاطرة المنخفضة.

3- انخفاض درجة تنافسية صادرات دول جنوب شرق آسيا مع بروز الصين كقوة اقتصادية كبرى خصوصاً بعد عودة هونج كونج لها.

4- تحقيق عجز في الميزان التجاري نتيجة لتراجع صادرات دول جنوب شرق آسيا خلال عام 1996م والذي مثل أحد أسباب اتساع عجز ميزان المدفوعات، مما تسبب في انخفاض سعر العملة الوطنية.

5- التوسع في تمويل عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال الاقتراض من الخارج بصورة تدفقات رأسمالية قصيرة الأجل، إذ كان الجانب الأعظم من تلك التدفقات يمثل بالدرجة الأولى أموالاً ساخنة، حيث تأتي هذه الأموال في لحظات الراج والازدهار، وتخرج على وجه السرعة عندما تلوح بادرة أول أزمة مالية، وهذا ما حدث في معظم البلدان الآسيوية التي تعرضت للأزمة.

6- زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى داخل هذه البلدان في ذات الوقت الذي كانت فيه الأجهزة المصرفية في هذه البلدان غير مؤهلة من حيث درجة سلامتها المالية سواء كنتيجة لتزايد حجم الديون المتعثرة أو لعدم توفر الرقابة الكافية على أعمال المصارف.

7- ضعف هيكل المصارف في بعض الدول الآسيوية فقد توسعت بعض المصارف في الاقتراض من الخارج والاقراض لشركات ضعيفة لا يتوافر لديها الضمانات الكافية، فعلى سبيل المثال لم تطبق المصارف الإندونيسية وكذلك المصارف الكورية القواعد المالية المتعارف عليها مثل وضع حد أدنى لمتطلبات رأس المال (نسبة رأس المال إلى الأصول) ووضع حد على القروض المقدمة لأي مقترض وغيرها من الشروط المطلوبة، ولذلك فقد كانت الأنظمة الرقابية في هذه المصارف ضعيفة جداً، مما ساهم في زيادة حجم الديون المتعثرة المستحقة لها، هذا وتقدر الديون المعدومة من مصارف جنوب شرق آسيا في بداية عام 1998م بحوالي 37 بليون دولار، مما خلق أزمة مالية كبيرة أدت إلى إفلاس عدد كبير من الشركات.

8- زيادة حجم الاقراض المحلي وخاصة الاقراض بالعملات الحرة، مما شجع المقترضين على المضاربة في أسواق العملات والأسهم والسندات خاصة العقارية.

9- ارتفاع حجم الديون الخارجية والاقتراض من شركات القطاع الخاص في الخارج خلال الفترة من عام 1990م وحتى عام 1997م وتم استخدام معظم قيمة الدين الخارجي في تمويل شراء العقارات والأوراق المالية، مما أدى إلى انتعاش سوق العقارات وتشبعه وحدوث فائض غير مستغل في العقارات.

4- الأزمة المالية العالمية:

بدأت الأزمة المالية العالمية في سبتمبر 2008م ولقد كانت تداعيات هذه الأزمة ناجمة عن أزمة الرهون العقارية التي ظهرت في بداية عام 2007م بسبب فشل المقترضين لشراء مساكن وعقارات في الولايات المتحدة في تسديد ديونهم للمصارف، وأدى ذلك إلى حدث هزة قوية للاقتصاد الأمريكي، ووصلت تبعاتها إلى اقتصاديات أوروبا وآسيا مطيحه في طريقها بعدد كبير من المصارف الكبرى، والمؤسسات المالية العالمية.

كما أثرت الأزمة المالية العالمية كذلك على اقتصاديات الدول العربية بشكل عام، وكان المتأثر الأكبر الدول الخليجية والعراق بسبب هبوط أسعار النفط من 147 دولاراً للبرميل إلى 70-80 دولاراً للبرميل.

وظهرت الأزمة نتيجة تقديم القروض لمحدودي الدخل بشروط تبدو ميسرة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل فقد كانت في مجملها التفاف على قوانين الدولة والحد الائتماني، حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، وذلك عند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط 3 أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداه، فضلاً عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تغييرها فيما يسمى بالرهن العقاري ذو الفائدة القابلة للتغير، ومع ارتفاع أسعار العقارات حفز الكثير على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة.

وفي ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات أخذ الكثير من المواطنين في الاقتراض بضمان قيمتها، وكان الاعتماد في هذه القروض بشكل أساسي على قيمة العقارات التي تتزايد باستمرار في السوق كضمان، وبعد فترة بدأت أسعار الفائدة في الارتفاع على غير المتوقع، مما أدى إلى تزايد التزامات محدودي الدخل نتيجة ارتفاع أعباء قروض العقارات التي التزموا بها.

امتنع الكثير عن تسديد القروض التي تشكل قيمة العقارات ضماناً لها، وذلك بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، وبدأت أسعار العقارات تهوى للأسفل، ولاحقاً ذلك الوضع قامت المصارف وشركات العقارات ببيع ديون المواطنين في شكل سندات لمستثمرين عالمين بضمان العقارات، والذين لجأوا بدورهم لشركات التأمين التي أوجدت من الأزمة فرصة للربح بضمان العقار في لو امتنع محدودي الدخل عن السداد، فقامت بتصنيف سندات الديون إلى قسمين (أ) قابلة للسداد (ب) لا يمكن سداها، وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء

المستثمرين، وفي ظل تلك الظروف قام البنك الاحتياطي الفدرالي بخفض أسعار الفائدة.

ولدى تفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، واضطرت الشركات والمصارف لمحاولة بيع العقارات محل النزاع، والتي رفض ساكنوها الخروج منها، فعجزت قيمة العقار عن تغطية التزامات أي من المصارف، أو شركات العقار، أو التأمين، مما أثر على السندات فطالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم (A I G) عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه 64 مليون عميل تقريباً، مما دفع الحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 79.9% من أسماؤها، ولحق بها الكثير من المؤسسات المالية الأمريكية مثل مورجان ستانلي وجولدمان ساكس وفي سبتمبر 2008م أعلن مصرف Lehman Brothers إفلاسه، ولقد أدت الأزمة إلى إفلاس أو إيجاد أوضاع صعبة جداً لأكثر من 50 مصرفاً وشركة تأمين أمريكية، وحصل تباطؤ في الاقتصاد الأمريكي فزادت معدلات البطالة بسبب التوقف والإفلاس والتصفية لبعض المؤسسات المالية والشركات، ومع تسريح آلاف العمال في الولايات المتحدة الأمريكية، وأوروبا، وارتفاع معدلات التضخم، والبطالة، وانخفاض معدلات الاستهلاك، والإنفاق، والادخار، والاستثمار، مما أدى إلى مزيداً من الكساد، والبطالة، والتصفية والإفلاس، وازدياد معدلات الطلب على الإعانات الاجتماعية.

- أسباب الأزمة من وجهة نظر المحللين:

هناك جملة من العوامل وراء عالمية الأزمة، وتأثرت أسواق معظم الدول التي لها ارتباط اقتصادي بالولايات المتحدة:

1- ظهور الكساد الاقتصادي في الولايات المتحدة، الأمر الذي انعكس على صادرات البلدان الأخرى، وعلى أسواقها المالية فالولايات المتحدة أكبر مستورد في العالم، حيث بلغت وارداتها في عام 2006م ما قيمته 1919 مليار دولار أي 15.5% من الواردات العالمية، وبالتالي فإن الأزمة الاقتصادية، وظهور بؤابر الكساد الاقتصادي في أمريكا انعكس على صادرات دول العالم الأخرى.

2- تراجع سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية، والبنك الاحتياطي الفدرالي يلجأ في كل مرة إلى تخفيض سعر الفائدة، وهذا التراجع يعني خسارة نقدية للاستثمارات المقومة بالدولار سواء بالولايات المتحدة أم خارجها، وتحدث هذه الخسارة أيضاً وبنفس النسبة في البلدان التي تعتمد عملاتها المحلية على سعر صرف ثابت أمام الدولار.

3- الخوف من تقلبات سعر صرف الدولار السلبية مقابل العملات الرئيسية تعد من أبرز العوامل التي جعلت من الأزمة الأمريكية أزمة عالمية، حيث إن هذه التقلبات تعني اقتصادياً حدوث خسارة في الاستثمارات المقومة بعملة الدولار، سواء كانت في الولايات المتحدة نفسها، أو خارجها خاصةً في الدول التي تعتمد على سعر صرف ثابت للدولار، وخالصة الحديث فإن حدوث أزمة مالية عالمية في أمريكا سوف يقود إلى سحب الاستثمارات من الدولة المرتبطة بالدولار (سعر صرف ثابت) لاستثمارها في دولة أخرى ذات عملات معومة.

4- عولمة أسواق المال والهيمنة السياسية والاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية.

5- تعاني الولايات المتحدة من مشاكل اقتصادية عديدة منها العجز التجاري، حيث منذ عام 1971م لم يسجل الميزان التجاري أي فائض، وتعاني كذلك من عجز في الميزانية، فلا يزال العجز المالي مرتفعاً حيث قدر في ميزانية عام 2007م بمبلغ 410 مليار دولار، وارتفاع الديون الحكومية من 4.3 تريليون دولار في عام 1990م إلى 8.4 تريليون دولار في عام 2003م وإلى 8.9 تريليون دولار في عام 2007م .

6- السياسة النقدية المتساهلة التي اتبعتها البنك الاحتياطي الفدرالي حيث خفض نسبة الفوائد، وتبنى سهولة في منح القروض العقارية، وخلال عام 2007م - 2008م تراجعت السوق العقارية، وتضاعفت حالات العجز عن التسديد وصعب على المصارف إعادة بيع الوحدات السكنية المحجوزة، ولإعادة تمويل نفسها قامت بتحويل أصول هذه القروض إلى سندات تعيد بيعها في الأسواق المالية، وفي ظل العولمة وإزالة الحواجز بين الأسواق المالية العالمية تم تداول سندات القرض العقاري الأمريكي فأغرقت الأسواق المالية الدولية بسندات مجهولة القيمة والقوة، وبانفجار أزمة قطاع العقار فقدت السندات قيمتها، وانتاب الخوف والهلع للمصارف فكانت النتيجة انهيار الأسواق المالية، وتوسعت الأزمة في كافة الأسواق والمصارف العالمية.

7- ضعف هيئات الرقابة المالية والمعلومات والغموض وانعدام الشفافية وفضيحة كبرى شركات المراقبة، وتخلف أساليب الرقابة التقليدية المتعلقة بالبيروقراطية عن مواكبة ما يبتدعه المضاربون باستمرار من وسائل وأساليب مبتكرة لتحقيق أغراضهم.

8- توجه المستثمرون للاستثمار المالي والابتعاد عن الاستثمار الحقيقي، وخاصة بعد ظهور ما يعرف بالمشتقات المالية المحاطة بالغموض، والسرية، وقائمة على الرهان (القمار) انخفض تبعاً لذلك الإنتاج، وبالتالي المبيعات والأرباح، مما انعكس بالسلب على الأسواق المالية.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

المراجع

قائمة مراجع الجزء الثاني

أولاً: الكتب

- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية، دار زهران، عمان، 2010.
- خضر عباس، التقلبات الاقتصادية بين السياسة المالية والنقدية، عمادة شؤون المكتبات، جامعة الرياض، الرياض، 1981.
- رمزي زكي، الأزمة الاقتصادية في جنوب شرق آسيا، ندوة الأزمات الاقتصادية الراهنة في العالم، المملكة الأردنية الهاشمية، أيلول 1998.
- محمود عبد الفضيل، العرب والتجربة الآسيوية الدروس المستفادة، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2000.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، عمان، 2008.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، عمان، 2010.
- عبد الغفار حنفي، البورصات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- عبد المنعم مبارك، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، الدار الجامعية، بيروت، 1985.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2008.
- غازي فلاح المؤمني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2002.
- فاخر عبدالستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002.
- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل، عمان.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، عمان.
- مروان عوض، دراسات تطبيقية وعملية في التعامل بالعملة الأجنبية وعمليات الاستثمار، مطبعة الصفدي، عمان، 1985.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000.
- ناجي التوني، الأزمات المالية، المعهد العربي للتخطيط، السنة الثالثة، العدد التاسع والعشرون، الكويت، مايو 2004.
- نصر علي طاحون، شركات إدارة محافظ الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2003.
- نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، الجندي للطباعة والنشر، حلب، 2006.
- نديم الحق، الأزمة الآسيوية، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، جمهورية مصر العربية، 1998.
- وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، بيروت، 2003.
- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، 2009.
- يوسف أحمد أبو فارة، إدارة الأزمات، الإثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

ثانياً: الدوريات

- السعيد محمد لبد، قدرة مؤشر سوق المال المصري على التنبؤ بالحالة الاقتصادية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، 1996، ص 287-311.
- راشد محمد سلامة، العلاقة بين تغير المستوى العام للأسعار وتغير أسعار الأسهم في الأردن، مجلة البلقاء، المجلد 5، العدد 1، 1997، ص 66-88.

- صباح صالح البدري ورتاب سالم الخوري، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، مجلة دراسات للعلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 24، العدد 1، 1997، ص 214.
- علي كنعان، الأزمات المالية في الاقتصاد العالمي، الأسباب وإمكانيات المعالجة، الدروس المستفادة منها، مجلة الاقتصادية، سوريا العدد 45، 2002.
- فوزي الخطيب ومنذر الشرع، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية، دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك، المجلد 10، العدد 3، 1994، ص 375.
- محمد كامل مروان، فعالية السياسة النقدية والائتمانية وبرنامج الإصلاح الاقتصادي، دراسة تطبيقية لتقييم أثر السياسة النقدية على بنوك الاستثمار والأعمال، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة جامعة عين شمس، 1994، ص 651.
- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم المصرية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، الجزء الثاني، العدد الثاني، 2007، ص 431-515.
- نبيل عبد السلام شاكر، تحديد طبيعة العلاقة بين المؤشر العام لسوق المال المصري وبين متغيرات الاقتصاد القومي داخل إطار نظرية التسعير بالمراجعة، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، 1997، ص 1-85.

