

تحديد اتجاه السوق باستخدام التحليل الفني (نظرية الداو- جونز)

- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية-

الدكتور

علي جبران عبد علي الخفاجي

رئيس قسم المحاسبة

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة القادسية

Abstract

In this research, I apply the essentials of technical analysis (Dow-Jones theory) to forecast a trend or direction of stock prices in Iraqi stock exchange (ISE), hoping to find recurrent and predictable patterns in these prices.

By using the monthly bulletin of ISE for four years (2004-2007) and (48) observations I find –in general- that the primary trend is upward, although this trend witnessed some of shrinkages especially in 2006, belike because political and securities events, so I find some evidences consistent with the first hypothesis that primary trend movement for (ISE) is bullish.

المستخلص

طبقت في هذا البحث أساسيات التحليل الفني (نظرية الداو-جونز) للتنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية أملاً بالحصول على أنماط متكررة وقابلة للتوقع بالأسعار . باستخدام النشرة الشهرية للسوق لـ ٤ سنوات (٢٠٠٤-٢٠٠٧) (٤٨ مشاهدة) وجدت أن الاتجاه الأساسي للأسعار هو بشكل عام في حالة صعود بالرغم من إن هذه الأسعار شهدت بعض الانكماشات وخاصة في سنة ٢٠٠٦ ربما بسبب الأحداث السياسية والأمنية ،لذا فهناك بعض الأدلة التي تنسجم مع فرضية البحث الأساسية التي تشير إلى أن الاتجاه الأساسي لحركة السوق هو في صعود .

المقدمة:

أضحت استراتيجية تخصيص الموجودات واستخدام أدوات التحليل المناسبة لتحديد حالة الأسواق المالية أملاً بالحصول على عوائد مالية تفوق المعدلات الاعتيادية (Abnormal return) تستأثر باهتمام المستثمرين فضلاً عن الباحثين والأكاديميين كما عد النجاح في هذا الهدف مقياساً لنجاح الإدارات في شركات الاستثمار المالي في ضوء افتراضات نظرية الوكالة التي تتطلب من المدراء إعادة تركيبة المحافظ الاستثمارية على وفق دورات السوق التي ينبغي التنبؤ بها وتغيير مستويات عائد ومخاطرة الأوراق المالية لضمان التفوق على السوق (Beating the Market)، تأسيساً على هذه المنطلقات الفكرية وتمشياً مع الأهمية المتزايدة لحركة الاستثمار بالأوراق المالية على مستوى العالم يحاول هذا البحث توظيف واحداً من أدوات التحليل الكمي للتنبؤ باتجاهات سوق العراق للأوراق المالية وتحديد ما إذا كانت الحركة الأساسية للسوق هي في حالة صعود أم هبوط ولأن مدخل التحليل الفني أو نظرية (الداو- جونز) هي واحدة من أكثر الطرق شيوعاً لاستقراء حالة السوق واتجاهاته فقد استخدم هذا المدخل لتقديم إضاءات يمكن أن تفيد المستثمر المحلي والأجنبي للتنبؤ بحالة السوق في الفترة الزمنية القادمة وإعادة تخصيص الموجودات المالية تبعاً لذلك، ولتحقيق هذه الغاية قسم البحث إلى (٤) أقسام خصص الأول منها للتعريف بالمنهجية المعتمدة فيما تكفل القسم الثاني بعرض ومناقشة الإطار النظري لمتغيرات البحث كمفهوم حالة السوق وأساليب التنبؤ بها مع التركيز بشكل خاص على الأسلوب الذي تبناه البحث وهو نظرية الداو – جونز كفلسفة وافتراضات واتجاهات حركة ثم أهم الخرائط التي استخدمها خبراء البورصة لتوضيح اتجاه حركة الأسهم، فيما انصرف القسم الثالث إلى الجانب التطبيقي واختص القسم الرابع والأخير بعرض أهم استنتاجات وتوصيات البحث.

القسم الأول : المنهجية

١- أهمية البحث

تساهم استراتيجية تحديد حالة السوق أو (توقيت السوق) في ترشيد القرار الاستثماري للمستثمرين أفراداً أو شركات وبالتالي توقيت قرارات البيع أو الشراء للأوراق المالية وفيما إذا كان من المناسب استخدام استراتيجية الشراء والاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة أطول أملاً بتحقيق عوائد فوق المعدل أو البيع والتخلص من هذه الأوراق وفقاً للتغيرات المتوقعة أو المتنبأ بها في حالة السوق، ويكتسب هذا البحث أهميته من قدرته على الإجابة على هذه التساؤلات فضلاً عن محاولته تطبيق الأسس المعرفية لموضوع فكري طالما تغنت به أدبيات الإدارة المالية على بيئة عراقية تفتقر لمثل هذه الدراسات .

٢- مشكلة البحث

تتمثل بحالة الغموض وعدم وجود دراسات تطبيقية أو مؤشرات كمية يمكن أن تسلط الضوء على اتجاهات حركة سوق العراق للأوراق المالية في الحقبة الزمنية القادمة في ظل انفتاح الاقتصاد العراقي على الاقتصادات الدولية وهو أمر قد يلقي بضلاله على سلوك المستثمرين ويحد من قدرتهم على توقيت السوق (تحديد حالته) وينعكس بالتالي على فعالية وزخم تداول الأوراق المالية المعروضة للتداول .

٣- فرضية الدراسة

إن الاتجاه الأساسي لحركة سوق العراق للأوراق المالية هو في حالة صعود (Upward).

٤- أهداف البحث

- ١- تجسيد الأطر والمفاهيم النظرية لأدبيات الإدارة المالية في مجال الاستثمار بالأوراق المالية في بيئة محلية والتوصل إلى معطيات تدعم المعرفة النظرية والتطبيقية في هذا المجال.
- ٢- التنبؤ باتجاهات حركة سوق العراق للأوراق المالية باستخدام مدخل التحليل الفني وتحديد ما إذا كانت هذه الاتجاهات في حالة صعود أو هبوط.
- ٣- اختبار فرضية البحث وتوفير دليلا تجريبيا للمستثمرين الباحثين عن المعلومات عن اتجاهات حركة السوق المستقبلية.

٥- أدوات البحث

- ١- المتوسطات الشهرية لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة المبحوثة.
- ٢- التحليل الخرائطي.

٦- مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات الخاصة بالمتوسطات الشهرية لأسعار الأسهم لفترة البحث من الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية (www.ISX-iq.net) باستخدام النشرات والتقارير ثم الملحق الإحصائي ← التقارير الشهرية.

٧- مجتمع الدراسة

اطر جميع مفردات مجتمع البحث الأصلي تقريباً (باستثناء قطاع الاستثمارات) وتعامل مع كل أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لتحقيق منافع الحصر الشامل (Census) وهو ممكن - إلى حد كبير - في هذا النوع من الدراسات.

٨- عينة البحث

شملت عينة البحث على وفق التصنيف القطاعي لمؤشرات الداو - جونز (٦) ستة قطاعات أساسية هي (المصارف ، الخدمات ، الصناعة ، الفنادق والسياحة ، التأمين ، الزراعة) من أصل (٧) قطاعات وقد استبعد قطاع الاستثمار لقلة الشركات العاملة فيه بالإضافة إلى تذبذب عددها من شهر لآخر وهو ما قد يؤثر على موثوقية بيانات السلسلة .

٩- مدة البحث

غطت الفترة من كانون الثاني/٢٠٠٤ لغاية كانون الأول/٢٠٠٧ أي (٤٨) مشاهدة إحصائية لحوالي (٥٥) شركة ومؤسسة مالية (مصرف أو شركة تأمين) مسجلة بالسوق خلال مدة البحث.

١- دراسة Henriksson & Merton, 1981

استخدم الباحثان مدخل التنبؤ الجزئي (تحليل الأسهم انفرادياً) ومدخل التنبؤ الكلي أي مقارنة التحركات السعرية لسوق الأسهم مع الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وقد أشارا إلى أن بالإمكان التنبؤ بحالة السوق بمقارنة عائده مع العائد الخالي من المخاطرة (عائد الأوراق المالية ذات الدخل الثابت) فإذا كان عائد السوق في فترة معينة ($R_{m(t)}$) أكبر من العائد الخالي من المخاطرة ($R_{f(t)}$) فإنه سوق صاعد والعكس صحيح ويشير إلى السوق الهابط وبالتالي فإن التنبؤ بحالة السوق يعتمد فقط على ما إذا كان $R_{m(t)} > R_{f(t)}$ ويرمز له بالاحتمال $P_1(t)$ ، أو إن $R_{m(t)} < R_{f(t)}$ ويرمز له بالاحتمال $P_2(t)$ وعلى وفق الصيغة الاحتمالية أدناه:

$$P_1(t) + P_2(t) > 1$$

٢- دراسة Geert Rouwenhorst, 1997

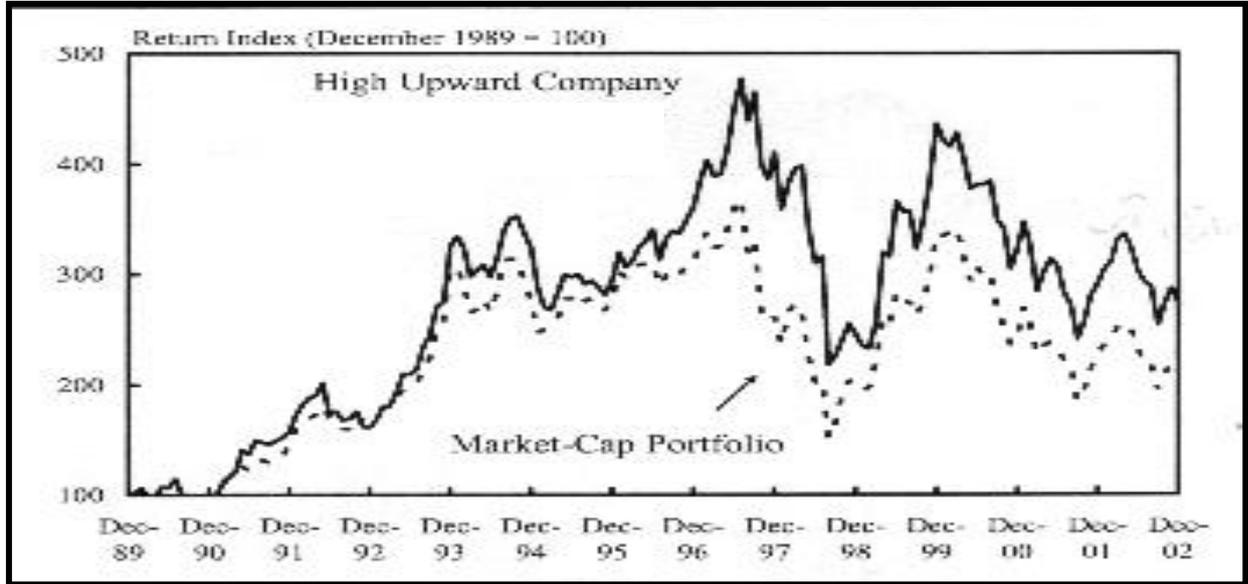
تناولت الدراسة التنبؤ باتجاه حركة الأسهم لعينات مختارة من أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والأسواق الأوروبية والأسواق الناشئة وقد استخدم الباحث معدل دوران الأسهم (Turnover) كمقياس لعدد الأسهم المتداولة خلال الشهر بدلاًً من تغيرات أسعار الأسهم (المتوسطات أو أسعار الإغلاق) وبقسمة عدد الأسهم التي تم تداولها خلال الشهر على مجموع الأسهم المعروضة للتداول في بداية الشهر تابع الباحث اتجاه حركة الأسهم خلال ستة أشهر واستنتج إن الأسهم الرابحة (ذات الاتجاه التصاعدي) هي أسهم الشركات الصغيرة التي كانت تتمتع بمعدلات دوران أعلى بالمقارنة مع أسهم الشركات الكبيرة بالرغم من إن اتجاه السلسلة شهد خطأً تصاعدياً لمعظم الأسهم المفحوصة خلال الفترة.

٣- دراسة Roll, Richard, 2000

اهتمت بدراسة العلاقة بين عائد المحفظة R_p وعائد السوق R_m ومقارنته بمؤشر ستاندرد أند بورز للشركات الصناعية S& P 500 وخلصت الدراسة إلى إن تحديد حالة السوق (توقيتته) لم تكن استراتيجية ناجحة على المدى الطويل بسبب تباين اتجاه حركة الأسهم بين الصعود والهبوط وبالتالي فقد أوصت بالاستثمار باسم ألبينا العالية - في علاقتها الشرطية مع عائد السوق - عندما يكون اتجاه الحركة في حالة (صعود) وأسهم ألبينا المنخفضة عندما لا تتمكن حركة التصحيحات من إعادة السوق إلى حالته الصاعدة.

٤- دراسة Brian G. and Leila , H., 2003

ركزت الدراسة على تعديل التنبؤ بإيرادات الأسهم في ضوء اتجاه حركة السوق وبفحص سلسلة زمنية للفترة من (١٩٨٩ - ٢٠٠٢) تبين للدراسة إن سوق أسهم الأسواق الناشئة كان صاعداً للفترة من ١٩٨٩ ولغاية ١٩٩٦ ولان حركة التصحيحات في اتجاه السوق لم تتجاوز الارتفاعات التي بلغت ذروتها في عام ١٩٩٦ فقد عد السوق هابطاً بعد هذه الفترة كما هو موضح بالشكل الآتي:



٥- دراسة Ramana Ramaswamy, 2004

باستخدام مؤشري (الداو- جونز) و (نازداك) تفحصت الدراسة تحركات أسعار الأسهم الأمريكية وأسهم الأسواق الناشئة للفترة من ١٩٩١ - ٢٠٠١ واستنتجت أن الأسواق الهابطة (أسواق الدب) التي جسدتها حالة مختلف الأسواق خلال مدة البحث ساهمت إلى حد كبير بانكماش (Shrinkage) أحجام التداول وانخفاض الأرباح المحتملة في العديد من الأسواق وقد عزت الدراسة سبب ذلك إلى الانتشار الكبير لبرامج التداول المؤتمت (Automated Trading Platforms) المعروفة باسم شبكات الاتصالات الالكترونية (ECN) التي سلطت ضغوطات كبيرة على قواعد التداول الاعتيادية في أسواق المال بسبب إمكاناتها بمعالجة أحجام كبيرة من المعلومات وبالتالي جاذبية أفضل لاستقطاب البائعين والمشتريين للموجودات المالية بالمقارنة مع البورصات التقليدية.

القسم الثاني : الإطار النظري لمتغيرات البحث

١-٢ مفهوم حالة السوق

يتخذ المستثمر قراره عندما يشعر بان قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة - محسوبة بإطار المبادلة بين العائد والمخاطرة - تزيد عن سعرها السوقي، وتتطلب استراتيجية تخصيص الموجودات (Assets Allocation Strategy) المعرفة التامة بحالة السوق المالي وفيما إذا كان في حالة صعود أم هبوط وتحديد هذه الحالة يطلق عليه أيضا مصطلح توقيت السوق (Market Timing) (Green,1995:5)، ويلجأ المستثمرون إلى التنبؤ بحالة السوق أملاً بالحصول على العوائد الزائدة (Excess Returns) من خلال قيامهم - أو مدراء محافظهم - بمراقبة حركة أسعار الأسهم و محاولة الاستفادة من المساهمة التي يوفرها التوقيت في تحليل و قياس كل سوق (Solnik,2000:621)، فضلا عن ذلك يضيف (Ackermann, et. Al. 1999) بان التنبؤ بحالة السوق يتيح إمكانية اكتشاف أسهم النمو السعري ومبرر ذلك انه يفترض إيجاد سهم النمو والتنبؤ بسلوكه قبل أن ينمو لأن شراء السهم لاحقاً يعني فقدان الفرصة لتحقيق مكاسب مالية بالنظر لاشتراك المحلل أو المستثمر مع غيره في المعلومات ما يعني إن المنفعة التي قد يحصل عليها ستكون قليلة إذا اكتشف سهم النمو واكتشفه الآخرون في نفس الوقت ، وعندما تكون لدى الجميع توقعات كبيرة عن نمو وتوسع الشركات فان أسهمها ستميل لتكون عالية السعر مقارنة بالأرباح الحالية وإذا تحققت التوقعات في المدى المتنبأ به يبقى السعر مستقرا ، أما إذا تحققت التوقعات في مدى اقل من المدى المتنبأ به فسينخفض السعر (Ackermann,et.al,1999:251)، ولان التنبؤ بحالة السوق تتطلب تحليل الأداء التاريخي والحالي لمجموعة الشركات المسجلة به فان (Reilly and Brown، 2000) يعتقدان إن ذلك يمكن أن يوفر للمحللين والمستثمرين قاعدة معلومات على قدر كبير من الأهمية في تحديد حقيقة تسعير أسهم الشركات مقارنة بأدائها إذ إن سهم الشركة ذات الأداء الأفضل (مقاساً بنمو الأرباح والمبيعات) ربما يكون مضخم السعر (Overpricing) أي أن تكون القيمة السوقية لهذا السهم أعلى من قيمته الحقيقية ولذلك قد لا يرغب المستثمر بشراء سهم هذه الشركة الجيدة ، بالمقابل فان سهم الشركة ذات النجاح الأقل استناداً إلى نفس المؤشرات ربما تكون قيمته السوقية أدنى من قيمته الحقيقية (Underpricing) ، وفي هذه الحالة ومع أن الشركة ليست جيدة الأداء فان سهمها سيشكل إضافة جيدة لمحفظه المستثمر (Reilly and Brown,2000:783-784) ، لكن (Bodie,et.al,2005) وفي خضم مشاركتهم بهذا الجدل لا يتفقون مع فرضية الأداء إذ يعتقدون بان السهم الذي يحصل على عائد أعلى أو أدنى من غيره - في ظل تماثل خصائص المخاطرة - مرده في الأساس أن السوق في لحظة زمنية معينة يدني أو يرفع من قيمته مقارنة بالأسهم الأخرى ولأنه هو من يفعل ذلك بسبب توقعات المستثمرين فانه - أي السوق - سيعود ليصحح أسعار الأسهم بسرعة ودقة نسبية ليعكس المعلومات الجديدة وبالتالي فان تحديد حالة السوق في زمن معين وافترض أن الأحداث ستعيد نفسها في المستقبل هي لعبة ليست سهلة

بسبب التغيرية الكبيرة (GREAT Variability) وبيئة اللاتأكد (Uncertainty Surrounding) (Bodie,et al,2005 :640) ، لكن هذه التغيرية لم تؤخذ مأخذ المسلمات من وجه نظر (Corrado and Jordan,2000) إذ يعتقدان أن تحليل السوق يبقى قرار استثمار أساسي يجب أن يتخذه المستثمر في ضوء توقع الاتجاه المستقبلي للسوق ككل وبالتالي يجب تحريك الأموال إلى سوق الأسهم عندما تشير اتجاهات السلسلة الزمنية إنها في حالة صعود وحجبها عندما تكون في حالة هبوط (Corrado and Jordan,2000:51) .

٢-٢ أساليب التنبؤ بحالة السوق

١- مدخل التنبؤ الجزئي

يتضمن التنبؤ الجزئي تحديد الأسهم الفردية (Individual Stocks) التي تكون أقل أو أعلى من قيمتها السوقية قياساً بالتنبؤ الكلي للأوراق المالية ، أي الأسهم التي تكون عوائدها المتوقعة معنوياً أدنى أو أعلى من خط سوق الأوراق المالية وهذا يعني أن التنبؤ يكرس للعوامل غير النظامية التي تؤثر على عائد الورقة المالية الفردية والتي لا يمكن تفسيرها من خلال المخاطرة النظامية المتمثلة بمعامل (بيتا) في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (Jones,et.al ,1996:488)، إن تحليل الأسهم الفردية هي واحدة من إستراتيجيات الإدارة النشطة التي تعمل في إطار السوق غير الكفوء والتي تفترض أن أسعار الأسهم لا تعكس قيمتها الحقيقية وتبعاً لذلك تتوفر في كل وقت فرصة الحصول على أسهم تزيد أسعارها أو تقل عن قيمتها الحقيقية بالاعتماد على معرفة ومهارة وخبرة مدراء الاستثمار أو مدراء المحافظ أو المستثمرين في تحليل الأوراق المالية (Mark and Titman, 1998:90) لكن هذه الاستراتيجية لم تنأى بنفسها عن النقد لأسباب عديدة أهمها :- (Bodie,et.al,2005:988)

١-١ ليس بمكان محلي الأوراق المالية تحليل كل الأوراق المتداولة وبالتالي سيقصر عملهم على تحليل متعمق لعدد محدود منها بافتراض إن الأوراق المالية التي لم يتم تحليلها مسعرة بشكل عادل (Fairly Priced).

٢-١ يحتاج المحللين إلى سلسلة مطولة ومعقدة من الخطوات وهي:-

- حساب معدل العائد المطلوب والمتوقع لكل ورقة .
- حساب العوائد فوق المعدل (Abnormal Return) المتمثلة بـ (الالفا) لكل ورقة مالية.
- إن كلفة التنويع غير التام قد يتسبب بتآكل المنافع التي يمكن الحصول عليها من الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها (Under Priced Security) .
- حساب الوزن المثالي (Optimal Weight) لكل ورقة في محفظة الاستثمار الفعالة.

٢- مدخل التنبؤ الكلي

يتنبأ هذا الأسلوب بالتحركات السعرية لسوق الأسهم عموماً نسبة إلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات) ولأنه يعتمد منظور كلي فإن فلسفته قد تمتد إلى تحليل العديد من المؤشرات الاقتصادية الكلية كحالات الازدهار والتدهور الاقتصادي حيث تشير عدد من الدراسات إلى إن الأسهم وخاصة الدورية منها (cyclical Stock) ترتبط أسعارها ومستوى أرباحها بتغير الحالة الاقتصادية حيث ترتفع أسعارها في حالات الازدهار الاقتصادي وتدهور وتتناقص أرباحها في ظروف الكساد ما يعني وفقاً لافتراضات نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) إن المخاطرة النظامية لها مقياسه بمعامل (بيتا) تكون مرتفعة لذلك يقترح على المستثمرين شرائها في مدة الركود الاقتصادي وبيعها خلال الازدهار (Bodie, et al, 2005:640) (Fischer and Jordan, 1996, 133) ، لكن ولأن النموذج المذكور يعمل في إطار السوق الكفوء ويستخدم نموذج المؤشر الواحد (عائد السوق) ولأن الأرباح العالية تتحقق – غالباً – بسبب عدم كفاءة الأسواق عبر مجموعة متعددة من العوامل يشير عدد من الباحثين أمثال (Van Horn, 2004:93) و (Wayne and Harvey, 1991:50) و (Solnik, 2000:279) إلى ضرورة استخدام نموذج المؤشرات المتعددة أو نظرية التسعير المرجح (Arbitrage Pricing Theory, APT) للتنبؤ بأسعار الأسهم على وفق العلاقة أدناه:-

$$E_{(R)} = R_0 + B_1 RP_1 + B_2 RP_2 + \dots + B_K RP_K$$

إذ إن:

معدل العائد على السهم (i) $E_{(R)}$
معدل العائد على الورقة المالية ذات الدخل الثابت (الخالي من المخاطرة) $R_0 =$
حساسية السهم (i) (البيتا) للعامل الأول من عوامل المخاطرة كالتضخم مثلاً إلى (K) من العوامل $B_1 - B_K =$
علاوة المخاطرة (سعر المخاطرة) المكافئ لمخاطرة العامل الأول إلى (K) من علاوات المخاطرة $RP_1 - RP_2 =$

وتشير هذه العلاقة إلى أن التنبؤ وبالرغم من أنه يقيس التحركات السعرية نسبة إلى الأوراق المالية ذات الدخل الثابت ، أي إن مؤقت السوق (Market Timer) يحاول التنبؤ متى تتفوق الأسهم على السندات بالأداء ، أي متى تكون $R_0 > R_M(t)$ عائد السوق أو العكس $R_0 > R_M(t)$ فإن معدل العائد المتوقع على السهم يجب أن يكون دالة خطية للتعرض لمخاطرة (بيتا) مختلف المؤشرات الاقتصادية أي أن مخاطرة الموجود تحلل إلى مكونات مخاطرة متعددة ترتبط بعوامل عامة مشتركة لها تأثير على عدد كبير من الأسهم وليس على سهم منفرد بذاته. (Grinblatt and Titman, 1998:201).

٣- التنبؤ في ضوء محتوى المعلومات

يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار التفوق على السوق والحصول على عوائد إضافية في ضوء محتوى المعلومات التي يمتلكها ، ويرتبط موضوع التفوق على السوق بفرضية السوق الكفوء (Efficient Market Hypothesis ,EMH) التي تعد من أشهر النظريات المالية التي قدمها بشكلها الأولي كل من (Samuelsson ,1965) و (Fama,1970) (Fama,1970:383) والتي تحدد (٣) أشكال لكفاءة السوق:- (Frank,et al,2002:2-3) (Weston,et.al ,1996:314)

١- **الشكل ضعيف الكفاءة:** يشير إلى إن أسعار الأسهم تعكس حالياً كل المعلومات التي يمكن استنباطها من فحص بيانات تداول السوق السابقة مثل الأسعار ، حجم التداول والفائدة القصيرة ولأن مثل هذه البيانات متوفرة فإنه يمكن استخدامها كإشارات للتنبؤ بالأداء المستقبلي للسوق من قبل المستثمرين والحصول على الأرباح الإضافية (Excess Returns).

٢- **الشكل شبه القوي:** في هذا الشكل تعكس أسعار السوق كل المعلومات العامة والمتاحة أي إن هكذا معلومات تتضمن – بالإضافة إلى الأسعار الماضية – بيانات أساسية عن خط إنتاج الشركة، نوعية الإدارة، تركيب الميزانية العمومية ، الاختراعات التي تمتلكها ، تنبؤات الأرباح والأعراف المحاسبية وبالتالي لا يتيح هذا النوع من الأسواق لأي مستثمر فرصة للتفوق على السوق.

٣- **الشكل القوي:** ينص على إن أسعار الأسهم تعكس كل المعلومات المتعلقة بالشركة بما فيها المعلومات التي يفترض أن تكون متاحة لإدارة الشركة فقط باعتبارها معلومات خاصة (Private information) وهو افتراض متطرف لا يتفق معه البعض الذي يجادل بأن بإمكان إدارة الشركة الوصول إلى المعلومات الخاصة قبل إطلاقها إلى الجمهور بوقت مناسب واستخدام هذه المعلومات لتحقيق الأرباح والتفوق على الآخرين (Outsiders).

الخلاصة هي إن نجاح التنبؤ باتجاهات السوق واختيار الأسهم أو الخروج منه وبيعها ترتبط بقدرة المؤقت بالحصول على المعلومات التي يمكن استخدامها لتحقيق الأرباح الزائدة والتفوق على السوق قياساً بالمستثمرين الآخرين ومن هنا تبرز مهارات المدراء المتفوقين في إدارة الاستثمارات ونوعية المعلومات التي يمتلكونها والتي تمكنهم من إعادة تخصيص موجوداتهم دورياً لتعكس التغييرات في بيئة السوق على وفق استراتيجية تخصيص الموجودات التكتيكية أو الحركية (Dynamic) وما تمثله من استجابة شرطية للمعلومات الجديدة .

٤- استخدام التحليل الفني (Technical Analysis)

١- فلسفة التحليل الفني (مدخل الداو – جونز)

يعد التحليل الفني واحداً من تطبيقات فرضية السوق الكفوء (Bodie,et.al.,2005 : 373) وتستند فلسفته على إمكانية التنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية في ضوء تحركاته التاريخية أي البحث عن أنماط متكررة وقابلة للتوقع في أسعار الأسهم (Bodie,et.al,2002 : 343) وكذلك (Bodie,et.al,2005 : 373) باعتبار إن جميع الظاهر التي تبدو وكأنها عشوائية إنما تحمل في طياتها نظاماً متكرراً للذات ، أي إن الأنظمة التي تنمو إنما تتكرر أنماطها بمقاييس مختلفة وهي تفعل ذلك على خط توازن يجمع بين العشوائية والنظامية ، وبسبب الصفة الأولى (العشوائية) فإن هذه الأنظمة تكون حساسة لأي تغيير في ظروف التوازن ، فالتغيير في أسعار الأسهم قد يعود إلى إشاعة تبث الأمل أو اليأس في نفوس المتعاملين لكن حركة هذه الأسعار – في المحصلة العامة – تحافظ على صورتها المتكررة للذات انطلاقاً من نظامية الظاهرة وهذا ما أكده أيضاً (Mandelbort, 1997) الذي قام بدراسة أسعار القطن على مدى مائة عام ووجد بان الأسعار تتكرر بنفس الهيئة في ظل نظام بديع من التكرار للذات (Mandelbort, 1997:18) ، بخلاف التحليل الأساسي الذي يركز على المعلومات المالية لكل شركة في كشوفاتها المالية (كشف الدخل والميزانية العمومية) فإن التحليل الفني يحاول أن يختزل (Boils Down) الجهود للتنبؤ بالاتجاه المستقبلي لتحركات أسعار الأسهم بالاستناد على أسعارها التاريخية ووجهات نظر أو شعور المستثمرين (Investor's sentiments) اللذين أما أن يكونوا متفائلين بحركة الأسعار ويطلق عليهم (الثيران) (Bulls) مثلما يطلق على سوقهم الصاعد تسمية سوق الثور (Bull Market) أو متشائمين ويسمون (الدببة) (Bears) وسوقهم الهابط بسوق الدب (Bear Market) (Corrado &Jardon,2000 :208).

قدم مدخل التحليل الفني من قبل (Charles Dow) مؤسس شركة (Dow Jones) وصاحب الجريدة التي تحمل اسم (The Wall Street Journal) في بدايات القرن الماضي للحصول على إشارات عن حالة السوق أو مؤشرات (إيجابية أو سلبية) عن أسعار الأسهم أو حركة السوق لذلك سمي باسم نظرية الداو (Dow theory) وبالرغم من انه طور بشكل أساسي للتنبؤ باتجاه أسواق الأسهم فإنه أصبح يستخدم على نطاق واسع في كل أسواق الموجودات المالية والمادية (Roll,1994 :70) ويسمى في بعض الأحيان بالتحليل أَلخراطِي (Charting) ويشار إلى مستخدميه غالباً بتسمية خبراء البورصة (Chartists) لأنهم يدرسون السجلات والرسوم البيانية للأسعار الماضية أملاً في إيجاد أنماط متكررة من السلوك تمكن المستثمرين من تحقيق الأرباح الزائدة (Bodie,et.al., 2002:343) واهم افتراضات نظرية الداو هي: - (Robert and Ray, 1995:33)

- ١-١ أسعار الأسهم تميل إلى التحرك باتجاهات مختلفة يمكن تقديرها بفترات زمنية طويلة.
- ٢-١ تتغير اتجاهات الحركة لأسباب تتعلق بعرض الأسهم والطلب عليها.
- ٣-١ يتأثر العرض والطلب على الأسهم بعوامل عشوائية وأخرى نظامية.

- ٤-١ تتحدد القيمة السوقية للأسهم في ضوء العوامل التي تتحكم بالعرض والطلب.
- ٥-١ يمكن التنبؤ بسلوك السوق وتحديد حالاته باستخدام الرسوم البيانية التي تعكس التقلب في الأسعار للأسهم في المدة الماضية.

٢- اتجاهات حركة السوق على وفق نظرية الداو – جونز

تعتبر نظرية الداو – جونز إن هناك دائماً (٣) قوى تؤثر بشكل متزامن (Simultaneously) على أسعار الأسهم وهي:- (Corrado and Jardon,2000:208) و (Bodie ,et. al,2005:374)

١-٢ الاتجاه الأساسي (Primary Trend)

يمثل الحركات طويلة الأجل للأسعار التي تمتد من عدة أشهر إلى عدة سنوات فإذا كان اتجاه السوق الأساسي في محصلته العامة في حالة صعود (Bullish) يسمى بالسوق الصاعد وإذا كان هذا الاتجاه في حالة هبوط (Bearish) يسمى بالسوق الهابط وبالتالي فإنه يعكس الاتجاه طويل الأجل للسوق.

٢-٢ الاتجاهات الثانوية (Secondary Reactions or Trends)

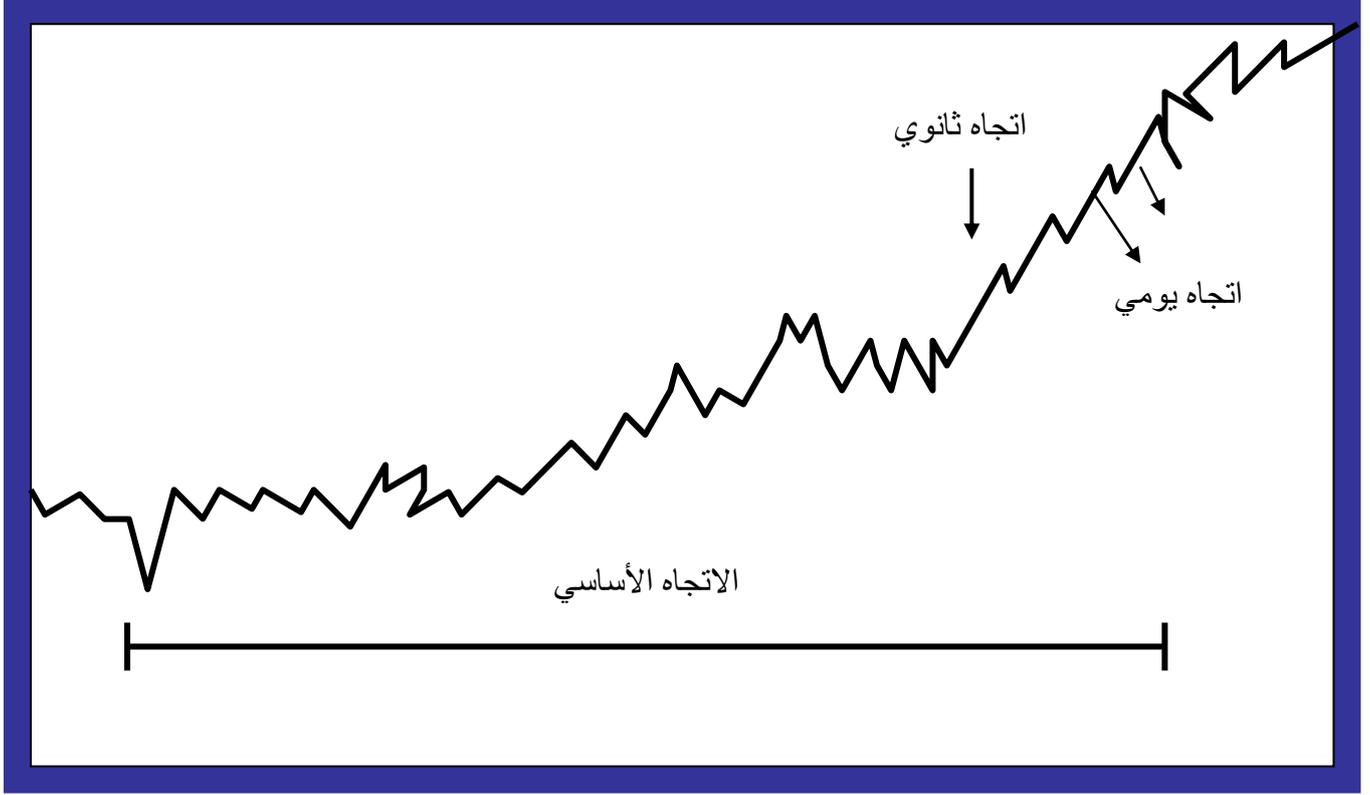
يمكن للسوق في فترات محدودة أن يشهد انحرافات قصيرة الأجل في أسعار الأسهم عن خط اتجاهه الأساسي وهذه الانحرافات تسمى الاتجاهات الثانوية التي قد تدوم لعدة أسابيع أو أشهر وتنتلشى من خلال التصحيحات (Corrections) التي يفرضها السوق والتي تعيد حركته مرة أخرى إلى اتجاهها الأساسي ، أي إن الاتجاهات الثانوية تعبر عن التصحيحات في اتجاه السوق وهي تؤكد حالة صعود السوق عندما تتجاوز التصحيحات الارتفاعات السابقة حيث تشتد طلبات الشراء على الأسهم وبالتالي ارتفاع حجم التداول كمؤشر لقوته مثلما يؤشر انخفاض هذا الحجم حالة هبوط السوق وزيادة طلبات البيع.

٣-٢ التقلبات اليومية (Daily Fluctuations or Tertiary)

تسمى الحركات من الدرجة الثالثة أو الاتجاهات غير المهمة (Minor Trends) وتمثل التقلبات اليومية في أسعار الأسهم ومثل هذه التحركات اقل أهمية ولا يمكن الاعتماد عليها كثيراً في استقراء اتجاهات السوق المستقبلية . ويمثل الشكل (١-٢) توضيحاً للاتجاهات الثلاثة لتحركات أسعار الأسهم على وفق نظرية الداو حيث يبدو جلياً إن الاتجاه الأساسي للسوق في هذا الشكل هو في حالة صعود (Upward) لكن الاتجاهات الثانوية تسببت بانخفاض أسعار أسهم السوق لفترة قصيرة الأجل (Short – lived) امتدت لعدة أسابيع بينما لم تترك التحركات اليومية تأثير طويل الأجل على أسعار الأسهم.

شكل ١-٢

اتجاهات نظرية الداو – جونز



Source: Bodie, et.Al. , 2005:374)

من الجدير بالذكر إلى أن التغيير الأكثر حداثة على نظرية الداو هو نظرية تذبذب أليوت (Elliot Wave Theory) ونظرية تذبذبات كوندراتيف (Theory of Kondratieff Waves) إذ انه وبشكل مماثل لنظرية الداو تعتبر نظرية تذبذبات (اليوت) إن بالإمكان توصيف حركة أسعار الأسهم بمجموعة من دورات التذبذب قصيرة وطويلة الأجل مفروضة وناجئة عن أنماط معقدة من الحركات السعرية ومن خلال تفسير هذه الدورات يمكن التنبؤ – حسب هذه النظرية – بالتحركات السعرية الشاملة ، أما نظرية تذبذبات (كوندراتيف) فقد ظهرت عقب الأزمة الاقتصادية الروسية الأخيرة حيث أكد المحللون الاقتصاديون الروس بان مؤشرات الاقتصاد الكلي – وبالتالي سوق الأسهم – تتحرك ضمن مدى واسع قد يمتد بين (٤٨-٦٠) سنة ، ولكن بسبب طول الفترة فان من الصعوبة بمكان إخضاع هذه النظرية لاختبارات تطبيقية والحصول على قوة تنبؤية لتفسير اتجاه سلوك أسعار الأسهم لأنه المحلل سيكون بحاجة إلى قرن كامل للحصول على بيانات فترتين زمنييتين فقط (Bodie,et.al,2005:374-375).

٣- الأدوات الأخرى لخبراء البورصة (Other Chartist Techniques)

يستخدم خبراء البورصة بالإضافة إلى خارطة اتجاهات نظرية الداو (٤) أنواع من الخرائط البيانية

وهذه الأنواع بإيجاز هي:- (Corrado and Jordan,2000:211)

١- خرائط القوة النسبية Relative Strength Charts

توضح هذه الخرائط أداء شركة معينة أو صناعة أو قطاع أو سوق نسبة إلى آخر من خلال قسمة قيمة الاستثمار في سهم معين أو سوق معين على سهم أو سوق آخر مناظر لهما ثم تُوشر القيم المستخرجة على الخارطة فلو كانت قيمة الاستثمار في سهم الشركة (A) (100) دينار ومثله لسهم الشركة (B) فإن القوة النسبية لشركة (A) قياساً لشركة (B) تساوي واحد ولو بلغ سعر سهم الشركة (A) (88) دينار مقابل (80) دينار لسهم الشركة (B) فإن القوة النسبية للشركة الأولى على الثانية ستساوي (1.10) وهو ما يعني انه - وعلى أساس نسبي - فإن الشركة (A) تفوقت في الأداء على الشركة (B) ويمكن أن ينطبق هذا الأمر على أداء الأسواق المتناظرة.

٢- خرائط المعدل المتحرك (Moving Average Charts)

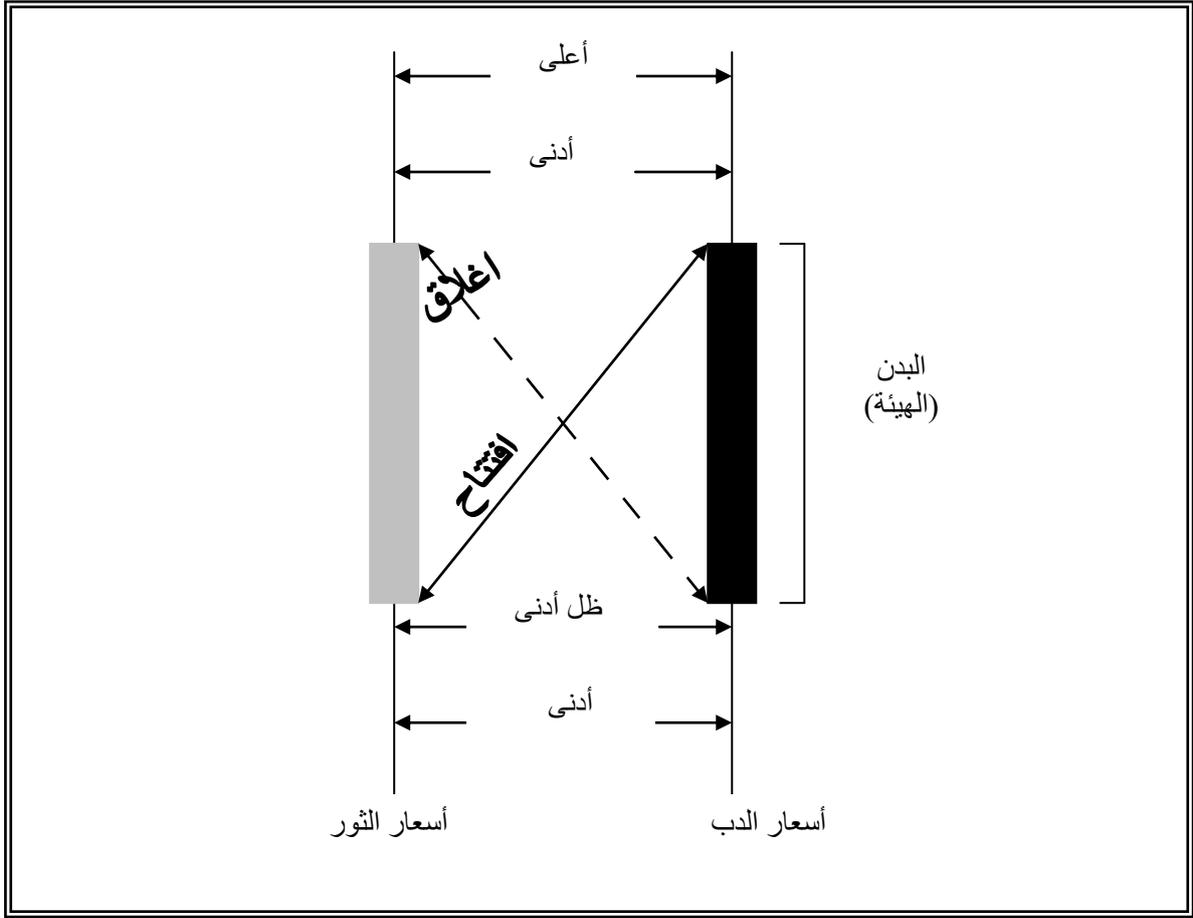
يبدأ محلل الخرائط بمتابعة حركة أسعار الأسهم بشكل يومي ومن الشائع استخدام هذا المعدل لفترات تمتد من (30) يوم لتأشير اتجاه حركة أسعار الأسهم على المدى القصير و(200) يوم لتحديد اتجاه الحركة على المدى الطويل والمعدل المتحرك هو ببساطة جمع الأسعار الأكثر حداثة لكل سهم أو سوق (Most recent prices) وقسمتها على عدد الفترات الخاصة بها ويستفاد منه في توقع اتجاه الأسعار فإذا كانت أسعار الأسهم الحالية أعلى من المعدل المتحرك فإن من المتوقع أن تنخفض أما إذا كانت أسعار الأسهم الحالية أدنى من المعدل المتحرك فإن من المتوقع أن تتقدم تلك الأسعار بشكل متسارع (Break through) لتخترق المعدل المتحرك (Bodie,et.al,2005:375).

٣- خرائط الإغلاق الأعلى - الأدنى والشمعدان Hi-Lo-Close and Candlestick Charts

هي خرائط خطية توضح - على أساس يومي - أسعار الإغلاق الأعلى والأدنى وقد استخدمت أول مرة في اليابان لتأشير تحركات أسعار الرز لعدة قرون ثم أصبحت شائعة الاستخدام في أسواق الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية ، والشمعدان هو نسخة مطورة عن الخرائط الخطية يوضح بيانياً أسعار الإغلاق والافتتاح الأعلى والأدنى خلال فترة معينة كذلك ما إذا كانت أسعار الافتتاح أدنى أو أعلى من أسعار الإغلاق لذلك يسمى أحياناً بخرائط الإغلاق والافتتاح الأعلى - الأدنى (Hi-Lo-Close-Open Charts) واختصاراً (HLCO) وان تسميتها بالشمعدان ناتج من حقيقة إن شكله النهائي يبدو وكأنه شمعدان بنهائيتين ذي ذبالة (Wick) كما هو موضح أدناه:

شكل ٢-٢

خارطة شمعدان



Source: Corrado and Jardon,2000:213

وكما موضح بالشكل يعبر بدن الشمعدان عن أسعار الافتتاح والإغلاق ، فإذا كانت أسعار الإغلاق أعلى من أسعار الافتتاح يكون بدن الشمعدان شفاف (clear) أو ابيض وبعكس ذلك يكون البدن اسود أما الامتدادات أعلى وأسفل البدن فتعبر عن أسعار الظل الأعلى والأدنى ، وبالنسبة لخبراء البورصة يعتبر طول البدن وطول الظل واللون على قدر كبير من الأهمية ،تستخدم خرائط الشمعدان للتنبؤ بمستقبل السوق أو تحركات أسعار الأسهم فمثلاً وجود سلسلة من الشموع البيضاء تعني إشارة لارتفاع الأسعار بينما تعني سلسلة الشموع السوداء إشارة لهبوط الأسعار (Bullish) .

٤- خرائط النقاط الأساسية والأشكال Point – and – Figure Charts

تبين هذه الخرائط التحركات الأساسية اليومية للأسعار واتجاهاتها وتهمل التحركات الثانوية أو الجانبية (Sideways) وهي أفضل تعبيراً عن تحركات واتجاهات الأسعار بالمقارنة مع الشروحات ، ولغرض رسم خارطة يقوم المحلل بمتابعة حركة أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة ويقرر اختيار الحركة الأساسية التي ربما تكون صعود أو هبوط في السعر بمقدار معين وإهمال التحركات التي هي دون ذلك المقدار كما موضح بالخارطة ٣-٢.

الفصل الثالث: الجانب التطبيقي

باستخدام النشرات الشهرية (Monthly Bulletin) لسوق العراق للأوراق المالية وعلى وفق مؤشرات الداو- جونز التي تعتمد التصنيف القطاعي في تجميع الأسهم المتداولة في كل سوق تم اختيار القطاعات الستة الأساسية في سوق العراق للأوراق المالية واستخراج متوسط السعر الحالي (Average Price) لكل قطاع على أساس شهري من خلال جمع متوسطات أسعار مجموعة الشركات أو المؤسسات المالية المدرجة ضمن القطاع وقسمة المجموع على عدد هذه الشركات ولكل سنة على حدة ، أي باستخدام الصيغة الآتية:

$$Dj(x) = \frac{\sum Px}{N}$$

إذ إن :- Dj = مؤشر الداو جونز.

P = متوسط سعر السهم.

x = القطاع المعني (مصرف، صناعي... الخ).

N = عدد شركات القطاع.

مع العلم إن متوسط السعر المالي لكل شركة أو مؤسسة مالية (مصرف أو شركة تأمين) مثبت في

النشرة ومحسوب بقسمة حجم التداول على عدد الأسهم المتداولة (Traded Share) وقد شملت فترة التحليل (٤٨) مشاهدة أي للفترة (٢٠٠٧-٢٠٠٤) وهي فترة مقطعية (Cross-Section) مقبولة إحصائياً.

٣-١ تحليل حالة السوق لسنة ٢٠٠٤

شهدت أسعار الأسهم خلال الأشهر الثلاثة الأولى من السنة زخماً متصاعداً (Momentum) بلغ (٤) نقاط مئوية تقريباً (37.6 - 41.3) في نهاية فصل التداول ولم تشهد هذه الفترة حركات ثانوية ما يؤكد حالة السوق الصاعد لان الحركات اللاحقة تجاوزت الارتفاعات السابقة في الأسعار وهو ما ظهر جلياً في الرسم البياني (شكل ٣-١) الذي أوضح إن الأسعار في نهاية الفصل كانت أعلى مما هي عليه في بدايته لكن هذا الوضع قد تغير في عمليات تداول الأشهر الثلاثة اللاحقة (الفصل الثاني) حيث عانى السوق من سلسلة من الحركات الثانوية تسببت بإعاقة زخم التحرك الأولي وهبطت بالأسعار من (41.3) إلى (٣٥,٨) في نهاية الشهر السادس مجسدة بذلك مفهوم السوق الهابط (سوق الدب) ، أما الفصل الثالث فلم تتمكن فيه حركة التصحيحات من إعادة السوق مرة أخرى إلى اتجاهه الأولي وشهدت هذه الفترة حالة ركود خلال الشهر الثامن حيث بلغت أدنى مستوياتها عند (٣٤,٩) دينار للسهم الواحد لكن هذه الحركة نجحت بإعادة السوق مرة أخرى إلى زخمه المتصاعد حيث ارتفع متوسط سعر السهم من (٣٦,٨) في نهاية الشهر العاشر إلى (٣٩,٥) في شهر تشرين الثاني والى (٣٨,١٠) في شهر كانون الأول ما يؤكد صعود السوق مقارنة ببداية الفصل ، وأخيراً – في ضوء التقلبات- من الصعوبة بمكان تحديد ما إذا كان الاتجاه الأساسي للسوق خلال السنة هو في حالة صعود (سوق الثور) أو هبوط (سوق الدب) كما تفترض الأدبيات النظرية لأنه وقف موقفاً وسطاً بين الحالتين وربما هذه هي واحدة من فوائد البحوث التطبيقية التي قد تكشف إن حساب الحقل قد لا يطابق حساب البيدر بالضرورة.

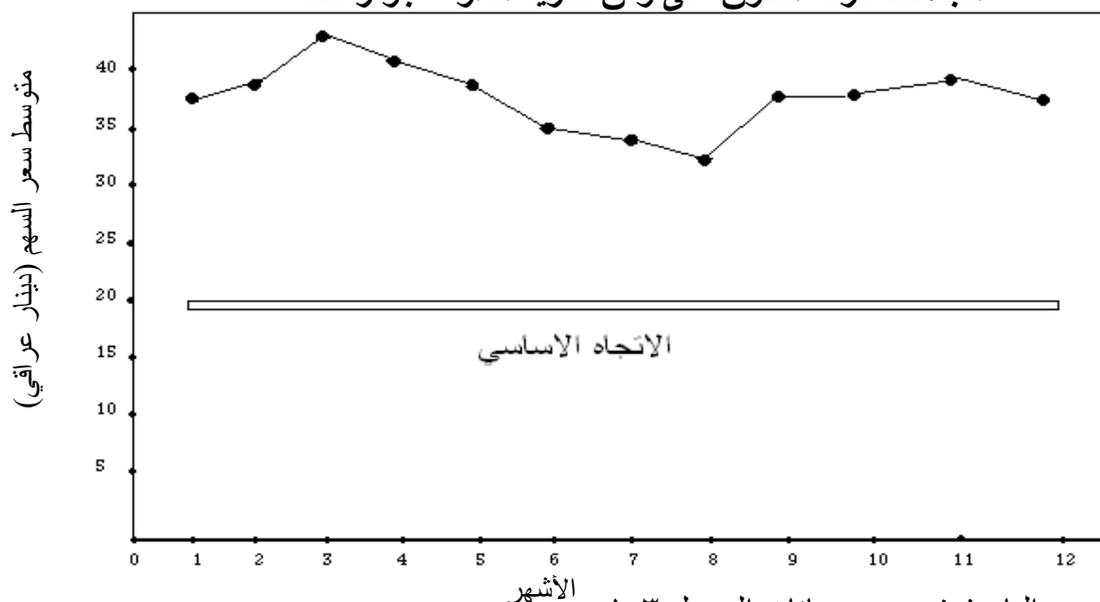
جدول ١-٣

المتوسطات الشهرية لمعدلات أسعار الأسهم القطاعية على وفق مؤشرات الداو – جونز لسنة ٢٠٠٤

الشهر	المصارف	الخدمات	الصناعة	فنادق وسياحة	التأمين	الزراعة	– ×
١	٨,٦٣٤	٦,٧٤٢	١٦,٥٦٢	١٨٨,٦٩	٢,٦٥٠	٢,٧٠٠	٣٧,٦٦٣
٢	٨,٨٠٠	٧,٤٢١	٢١,٣٨	١٩١,١٣٠	٢,٩١٩	٢,٦٢٠	٣٩,٠٤٥
٣	٧,٩٠٠	٥,٤١١	٢٠,٦١	٢٠٨,٤٦	٢,٥٤٤	٣,١١١	٤١,٣٣٩
٤	٦,٢٢٥	٥,٣٣	١٩,١٢	١٩٧,٢	٢,٧٠١	٢,٤٢١	٣٨,٨٢٧
٥	٥,١٠١	٤,٧٢	١٢,٧١١	١٨٩,٦	٢,٥٦٤	٢,٣٠١	٣٦,١٦٦
٦	٧,٢٢٠	٦,٣٣	١٤,٩٩٠	١٨٢,٤٥	١,٩٩٣	٢,١٠١	٣٥,٨٤٧
٧	٩,١٠٠	٥,٦٢١	١٦,٢٠١	١٧٠,٩	٢,٠١٦	٢,٣٠٠	٣٥,٣٥٦
٨	١١,٨٥٠	٤,٩٠	١٢,٣٤١	١٧٧,٤	١,٢٨٠	٢,٠٠	٣٤,٩٦
٩	١٠,٣١٢	٦,٣١١	٧,٨٥٠	١٨٨,٩٨	٢,٦٠	١,٨٢	٣٦,٣١٢
١٠	٦,٩٠٠	٦,٩٢١	١١,٣٣٩	١٩١,٠١٢	٢,٨٢	٢	٣٦,٨٣
١١	٧,٠١٠	٧,٠١١	١٩,٣٤	١٩٨,٧٦	٢,٠١٠	١,٩٩	٣٩,٣٥
١٢	٩,٩٨١	٦,٢٢	١٨,٩٢	١٨٧,٥	٢,٨٢٠	٣,٣	٣٨,١٠

شكل ١-٣

اتجاهات حركة السوق على وفق نظرية الداو – جونز لسنة ٢٠٠٤



المصدر: الباحث في ضوء بيانات الجدول ١-٣

٢-٣ تحليل حالة السوق لسنة ٢٠٠٥

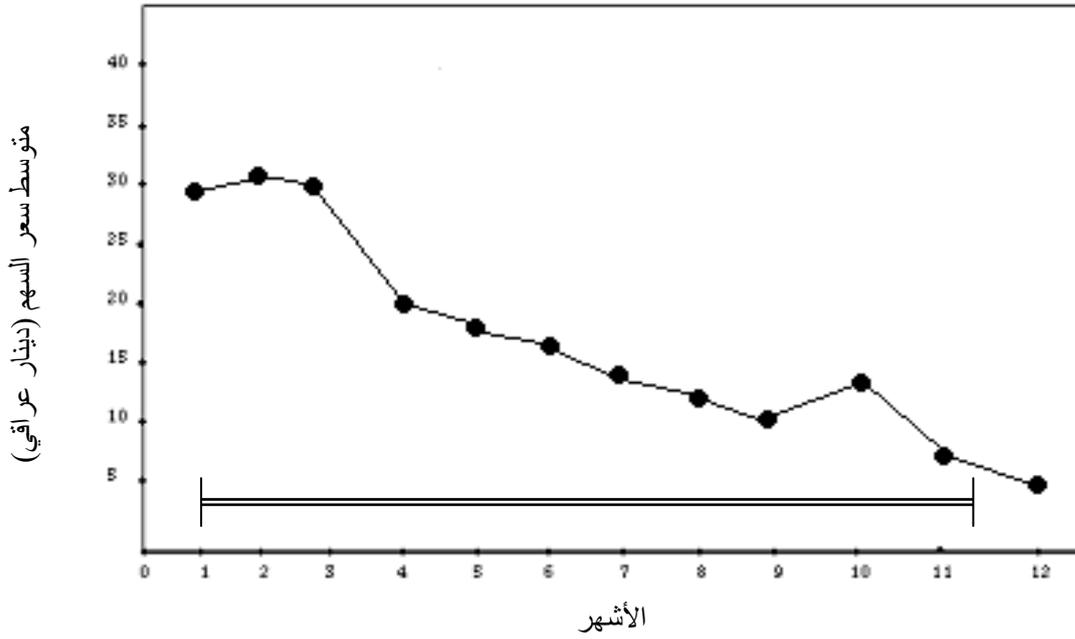
جسد السوق في هذه السنة مفهوم سوق الدب (Bear Market) وبالرغم من انه بدأ نشاطه بمتوسطات سعرية مقاربة لتلك التي أغلق عليها في نهاية السنة السابقة فإنه شهد هبوطاً حاداً في أسعار الأسهم مع بداية شهر نيسان من هذه السنة واستمر في تراجع حتى أغلق على متوسط سعري قدره (١٣,٢٣) أي بفارق كبير مقداره (١٥,١٩) دينار عن متوسط السعر المتداول في بداية العام والملاحظ إن هبوط الأسعار شمل جميع القطاعات الاقتصادية العاملة في السوق لكن قطاع الفنادق والسياحة كان أكثرها تضرراً من هبوط هذه الأسعار حيث انخفض متوسط السعر من (١٢٨,٥) في شهر كانون الثاني إلى (٥٧,١) في شهر كانون الأول من نفس العام وانخفض متوسط سعر سهم فندق بغداد مثلاً من (٤٠٠) دينار في شهر آذار إلى (١٥٢,٠٥) في شهر نيسان والى (٥٨,٤٠٠) في شهر آب وقد يفسر تدهور الأوضاع الأمنية بعد الفصل الأول من هذا العام سبب انكماش الطلب على خدمة الفنادق وتراجع أسعار أسهمها في السوق.

جدول ٢-٣

المتوسطات الشهرية لمعدلات أسعار الأسهم القطاعية على وفق مؤشرات الداو - جونز لسنة ٢٠٠٥

الشهر	المصارف	الخدمات	الصناعة	فنادق وسياحة	التأمين	الزراعة	- ×
١	11.34	6.5	18.3	128.5	2.86	3.06	28.42
٢	11.26	5.9	13.75	143.8	2.6	3.70	30.16
٣	13.01	6.03	12.25	139	2.43	2.75	29.24
٤	11.7	6	9.92	86	3	3.8	20.07
٥	13.53	6.01	14.40	69	3.65	4.23	18.47
٦	15.28	6.02	7.60	66	4.23	4.67	17.30
٧	9.12	6.73	8.16	61.55	4.15	4.47	15.69
٨	7.28	6.94	5.55	58.84	4	3.7	14.38
٩	7.31	5.63	6.40	58.18	4.1	2.9	14.08
١٠	6.49	6.12	7.63	65.01	4.28	3.3	15.47
١١	6.12	6.60	6.59	56.4	3.95	3.21	13.81
١٢	5.59	6.22	5.41	57.1	2.35	2.7	13.23

شكل ٢-٣
اتجاهات حركة السوق وفق نظرية الداو – جونز لسنة ٢٠٠٥



٣-٣ تحليل حالة السوق لسنة ٢٠٠٦

في ما يخص الاتجاه الأساسي مثلت حالة السوق لهذه السنة امتداداً للسنة السابقة حيث استمرت أسعار الأسهم في تراجعها لتعكس بشكل واضح مفهوم سوق الدب حيث انخفض متوسط السعر من (١٣,٥٣) دينار في بداية العام إلى (٤,٣٣) دينار في شهر كانون الأول أي بانخفاض مقداره (٩,٢) دينار، لكن الحركات الثانوية للسوق للفترة من شهر أيار لغاية شهر آب جسدت مفهوم سوق الثور إذ استمر متوسط أسعار الأسهم بالتصاعد النسبي من (٥,٣٦) في شهر أيار إلى (٨,١٨) في شهر آب من العام نفسه والملاحظ على هذه السنة انحسار في أعداد الشركات المدرجة وخاصة في قطاع التأمين حيث تقلص العدد من (٤) شركات في سنة الأساس (٢٠٠٤) إلى شركة واحدة فقط في شهر نيسان وهي دار السلام للتأمين الذي بيع سهمها بمبلغ (٣,٦) دينار عراقي ويمكن أن ينطبق الحال نسبياً على القطاع الصناعي وقطاع الخدمات أيضاً ويعزى سبب ذلك إلى التدهور الأمني الكبير الذي عانى منه البلد عموماً في هذه السنة.

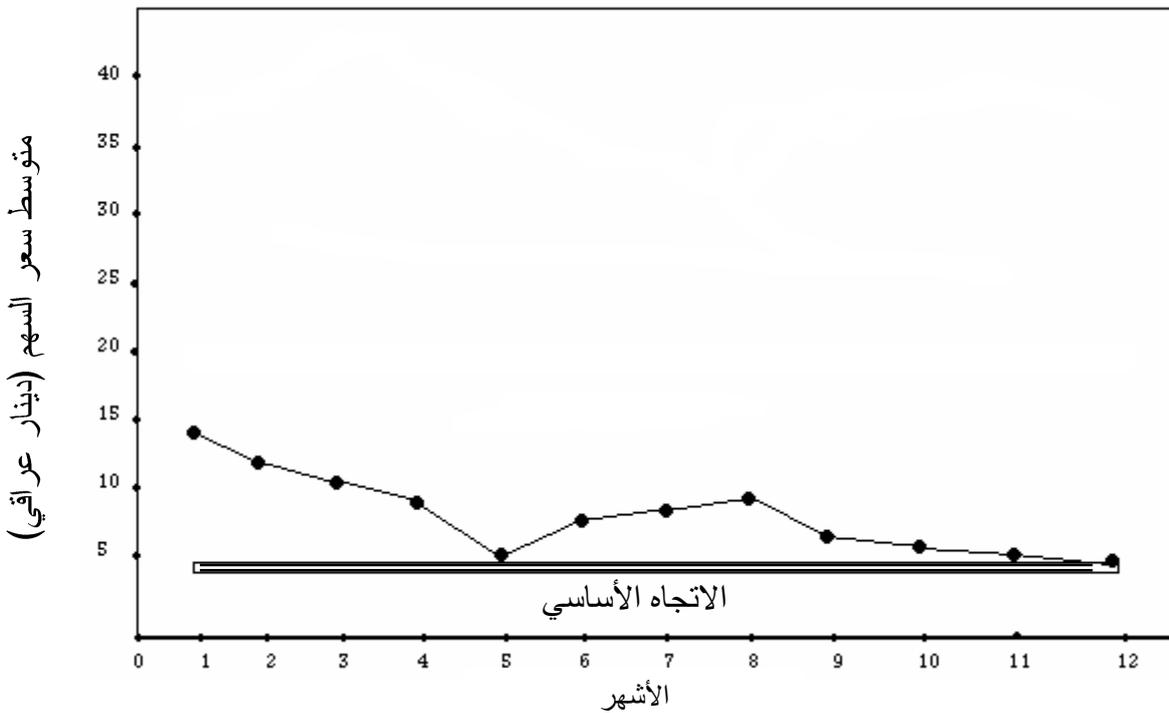
جدول ٣-٣

المتوسطات الشهرية لمعدلات أسعار الأسهم القطاعية على وفق مؤشرات الداو – جونز لسنة ٢٠٠٦

الشهر	المصارف	الخدمات	الصناعة	فنادق وسياحة	التأمين	الزراعة	– ×
١	6.6	5.65	4.9	59.27	3.5	1.26	13.53
٢	5.74	5.23	3.6	55.5	3.7	0.9	12.44
٣	4.93	3.77	3.35	52.2	2.6	1.95	11.46
٤	4.50	4.9	3.21	39.8	3.6	2.19	9.7
٥	4.81	4.55	2.25	20	3	1.58	5.36
٦	4.12	3.8	3.1	28	3.1	2	7.35
٧	3.95	4.1	3.87	31.2	2.9	1.71	7.95
٨	2.19	3.1	1.57	39	2.25	1	8.18
٩	2.22	3.12	3.3	27.8	3.1	0.85	6.73
١٠	3.1	2.45	2.79	25.6	2.93	1.01	6.31
١١	2.79	3.13	1.27	22.6	2	1.09	5.48
١٢	2.2	2.01	2.3	16.2	2.36	95	4.33

شكل ٣-٣

اتجاهات حركة السوق على وفق نظرية الداو – جونز لسنة ٢٠٠٦



٤-٣ تحليل حالة السوق لسنة ٢٠٠٧

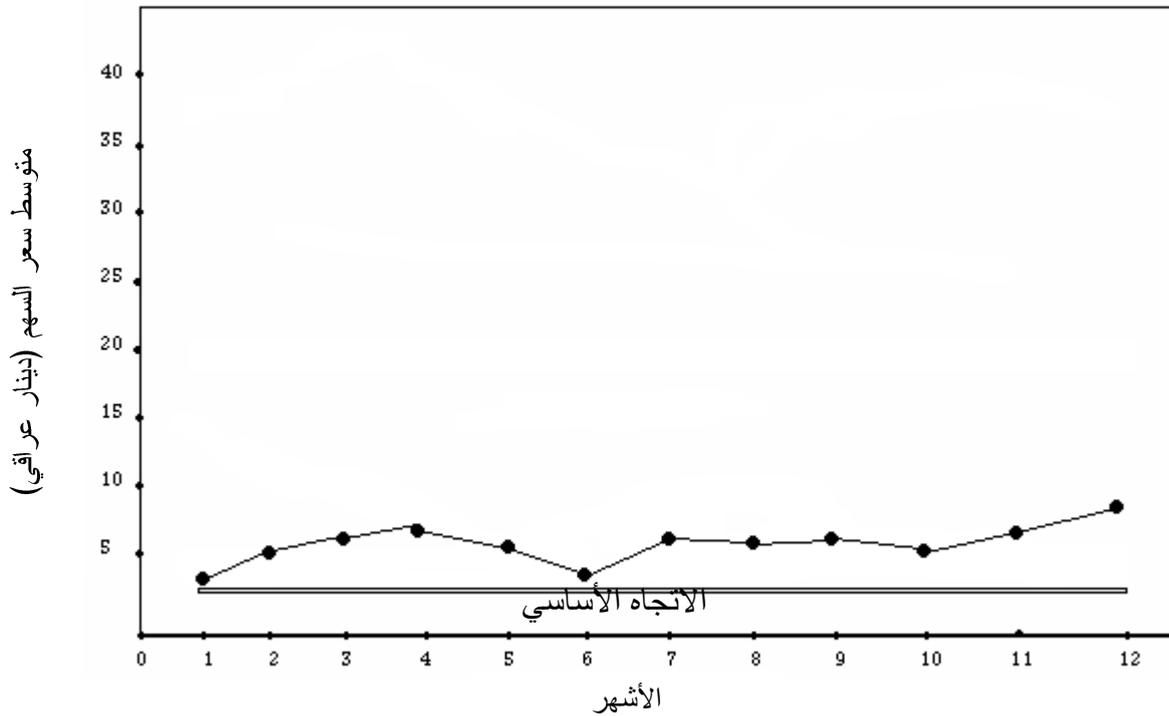
يشير الشكل (٤-٣) إلى إن الاتجاه الأساسي للسوق خلال السنة هو في حالة صعود حيث ابتدأ بمتوسط سعري مقداره (٤,٧٨) في شهر كانون الثاني وانتهى بسعر (٧,٠٧) في شهر كانون الأول من السنة نفسها لكنه شهد بعض الحركات الثانوية التي جسدت مفهوم سوق الدب خاصة في شهر أيار وحزيران (كما هو واضح بالشكل) وقد لوحظ إن تداول الأسهم لم يكن منتظماً خلال هذه السنة حيث يبدو أن بعض المستثمرين يستخدم ستراتيجية الشراء والاحتفاظ (Buy and Hold Strategy) فشركة التعبئة والتغليف (مشن) طرحت (٢٠٠٠) سهم ببيع بمبلغ (١٠٠) دينار للسهم الواحد في شهر نيسان بينما لم تعرض للتداول أسهم هذه الشركة لاحقاً.

شكل ٤-٣

المتوسطات الشهرية لمعدلات أسعار الأسهم القطاعية على وفق مؤشر الداو – جونز لسنة ٢٠٠٧

الشهر	المصارف	الخدمات	الصناعة	فنادق وسياحة	التأمين	الزراعة	— ×
١	2.1	2.15	1.56	18.8	3.25	0.850	4.78
٢	2.4	2.3	1.39	26.2	2.15	١,٠١	5.9
٣	2.6	3.23	1.58	26.25	3	1.15	6.3
٤	2	2.8	7.37	22.25	2.9	2.48	6.63
٥	1.93	3	1.5	18.82	2	1.15	5.68
٦	1.91	3.28	1.35	19.30	1.9	1.7	4.9
٧	2.5	3.27	6.93	25.5	1	2.3	6.91
٨	2.4	3.36	1.84	29	1	2.3	6.65
٩	2.23	2.7	1.63	25.75	—	0.92	6.71
١٠	2.41	2.10	1.68	20	1.6	—	5.55
١١	2	1.96	2.22	26.41	1.1	2.35	6
١٢	2.15	2.64	5.89	23.96	1	—	7.07

شكل ٤-٣
اتجاهات حركة السوق على وفق نظرية الداو – جونز لسنة ٢٠٠٧



جدول ٥-٣
ملخص حالة السوق خلال مدة البحث (٢٠٠٧-٢٠٠٤)

حالة السوق	نسبة التغيير	متوسط السعر في نهاية الفترة	متوسط السعر في بداية الفترة	السنة والفصل
				٢٠٠٤
صاعد	٩,٧	٤١,٣٣	37.66	ف١
هابط	(٧,٦)	٣٥,٨٤	٣٨,٨٢	ف٢
صاعد	٢,٧	٣٦,٣١	٣٥,٣٥	ف٣
صاعد	٣,٤	٣٨,١٠	٣٦,٨٣	ف٤
				٢٠٠٥
صاعد	٢,٨	٢٩,٢٤	٢٨,٤٢	ف١
هابط	(١٣,٨)	١٧,٣٠	٢٠,٠٧	ف٢
هابط	(١٠,٢)	١٤,٠٨	١٥,٦٩	ف٣
هابط	(١٤,٥)	١٣,٢٣	١٥,٤٧	ف٤
				٢٠٠٦
هابط	(١٥,٣)	١١,٤٦	١٣,٥٣	ف١
هابط	(٢٤,٢)	٧,٣٥	٩,٧	ف٢
هابط	(١٥,٣)	٦,٧٣	٧,٩٥	ف٣
هابط	(٣١,٣)	٤,٣٣	٦,٣١	ف٤
				٢٠٠٧
صاعد	٣١,٨	٦,٣٠	٤,٧٨	ف١
هابط	(٢٦)	٤,٩٠	٦,٦٣	ف٢
هابط	(٢,٨)	٦,٧١	٦,٩١	ف٣
صاعد	٢٧,٤	٧,٠٧	٥,٥٥	ف٤

من تحليل الجدول يلاحظ بأن السوق شهد (٦) حالات صعود ربع سنوية بينما سجل (١٠) حالات هبوط خلال الفترة المبحوثة ولأن حركات التصحيح اللاحقة لم تتمكن من إعادة السوق إلى زخم تحركه الأولي (بداية سنة ٢٠٠٤) ولأن متوسط السعر الذي أغلق به في نهاية فترة البحث (٧,٠٧) كان أدنى من متوسط سعر تداول بداية الفترة فأن ذلك يؤشر إن سوق العراق للأوراق المالية هو في حالة هبوط خلال المدة ما يعني رفض فرضية البحث الأساسية وقبول الفرضية البديلة .

القسم الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

١-٤ الاستنتاجات

١-١-٤ الاستنتاجات النظرية

١. إن الهدف من تحليل حالة السوق (توقيت السوق) هو مراقبة حركة الأسعار والتنبؤ باتجاهاتها المستقبلية.
٢. يمكن تحليل حالة السوق والتنبؤ باتجاهاته باستخدام (٤) أساليب كمية يعد التحليل الفني أكثرها شيوعاً.
٣. يمكن لخبراء البورصة الاستعانة بخرائط بديلة لنظرية الداو – جونز في تحليل اتجاهات الحركة.

٢-١-٤ الاستنتاجات التطبيقية

١. وجود تفاوت في أسعار الأسهم (عينة الدراسة) على مستوى القطاعات وقد يعود سبب ذلك إلى حساسية سعرية لطبيعة نشاط تلك القطاعات التي عرض فيها قطاع الفنادق والسياحة أعلى مستوى سعري.
٢. يستخدم بعض المستثمرين ستراتيجية الشراء والاحتفاظ مما يؤدي إلى تفاوت في حجم الأسهم المعروضة للتداول بين الفترات.
٣. عرضت سنة ٢٠٠٤ أعلى مستوى أسعار للأسهم وسجل فيها السوق (٣) حالات صعود مقابل حالة صعود واحدة في سنة ٢٠٠٥ فقط وعدم وجود أي حالة في سنة ٢٠٠٦ وقد يفسر الوضع الأمني المتردي في هاتين السنتين سبب تراجع الأسعار وهبوط السوق لاسيما انه عاد ليحقق بعض الانتعاش في سنة ٢٠٠٧ وسجل فيها حالي صعود مع ارتفاع نسبي في الأسعار في نهاية هذه السنة لوجود تحسن نسبي في الجانب الأمني ما يقدم إشارة لصعود السوق مستقبلاً.

٢-٤ التوصيات

١. من الضروري إجراء دراسة مماثلة لتحديد اتجاه حركة السوق خلال المدة القادمة وبيان مدى استجابة هذه الحركة للتطور الملحوظ في الجانب الأمني .
٢. السماح للوحدات الإدارية الحكومية التي تتوفر لديها فوائض مالية (Savings-Surplus) باستثمار الأموال الفائضة في شراء الأسهم وتنشيط فعاليات التداول في السوق بدلاً من تجميد الأرصة غير المتحركة في الحسابات الجارية لدى المصارف.
٣. تفعيل قانون الاستثمار وإعفاء أرباح المستثمرين في السوق من الضرائب .
٤. تطوير وسائل الاستثمار المالي في السوق وإنشاء صندوق استثماري تتكون موجوداته من أسهم شركات عراقية ناجحة من مختلف القطاعات الاقتصادية (مصارف، صناعة، زراعة، فنادق و سياحة).
٥. الإسراع باستخدام آلية التداول الإلكتروني في السوق بدلاً من اللوحات البدائية المعمول بها حالياً.
٦. العمل على سرعة انضمام العراق إلى اتحاد البورصات العالمي وتزويد مؤسسة (Standard & Boors) بقاعدة بيانات السوق لإدخالها ضمن الإصدار السنوي (Global Stock Markets Factbook).

References

- 1- Ackermann, Carl, McNally, Richard, and David, E. "The performance of hedge Fund: Risk, Return and Incentives" Journal of finance, vol. 54, No. 13, 1999.
- 2- Bodie, Zvi, Kane, Alex and Marcus, Alan "Investment" 5th. Ed, Mc-Graw-Hill Companies, INC, 2002.
- 3- ' ——— "Investment " 6th. Ed, Mc-Graw-Hill, Irwin, 2005.
- 4- Brian, G and Leila H., " Momentum: One-Month Upward Company Revisions Ratio" Brian. gendreau@heckmanglobal.com.
- 5- Corrado, Charles J., and Jordan, Bradford D., "Fundamentals of Investments" International Edition by Mc-Graw-Hill, 2000.
- 6- Fisher, Donald E., and Jordan, Renold J., "Security Analysis and Portfolio Management" New-Delhi, Prentice-Hall of India, 1996.
- 7- Fama, Eugene "Forecasting of Stock Prices and Exchange Rates" Journal of Political Economy, VOL.2 (Jan.Feb.) 1970>
- 8- Frank C., Olsen, R., and Pohlmeier W., "Overview of forecasting Models" Journal of Finance Vol.16, 2002.
- 9- Greet rouwenhorst, "local Return Factors and Turnover :The structure of international stock return and the integration of capital markets" Journal of Empirical Finance, 2, 1997.
- 10- Green , Byron "A matter of Return VS. Risk" Business-Press VOL.8. Issue 13, 1995.
- 11- Ginblatt, Mark and Titman Sheridan "Financial markets and Corporate strategy" Irwin/Mc Graw-Hill, N.Y., 1996.
- 12- Jones, P., Charles, Tuttle, Donald L., and Heaton Cherrill P., "essentials of modern investment" the Ronald press Co., N.Y., 1996.
- 13- Mandelbort, Benoit "Fractal and Scaling Finance: discontinuity in, concentration, Risk, N.Y., spring, 1997.
- 14- Pring, Marten J., "Technical analysis explained" 3rd. ed. Mc-Graw-Hill, 1999.

- 15- Ramana,Ramaswamy "Domstic equity as an alternative source of funding
"world Economic and financial surveys selected topic,IMF,2004.
- 16- Reilly, Frank, and Brow K., "investment Analysis and portfolio
management"6th . Ed. The Dryden press,2000.
- 17- Roll,Rechard"what shouldknow about spesficprogression financial
economics"financial management,vol.28,1994.
- 18- ——"Ambig when performance is measured by the securities markettime"
Journal of finance vol.12.2000.
- 19- Robert Merton and Ray Henrikssan " on market timing and Investment
performance,partII ,statistical procedures for evaluation forecasting
skills,Journal of Business,vol112.no54,1981.
- 20- Solnik,Bruno"international investment"4th ed.,Addisson Wesley
Longman,INC,2000.
- 21- Van Horn, James"financial management and policy"12th ed.,printic-hall of
India,private limited,New-Delhi-2004.
- 22- Wayne,E.and Harvey,compbell"source of pridicttability in portfolio
return,Financial analysis journal.May-June,1991.
- 23- Weston,J.,Fred,Besley, Scott and Brigham Eugene,F.,"essential of
management finance"11th.ed. the Dryden press ,1996.