

التحليل الفني في سوق الكويت للأوراق المالية

د. هشام إبراهيم المجمل*

مايو 2013



المحتويات

الرقم	الموضوع	الصفحة
1	مقدمة	5
2	نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية	10
3	الدراسات السابقة	16
4	مجتمع ومنهجية الدراسة	18
5	نتائج المقابلات	22
1.5	دور التحليل الفني	22
2.5	أساليب أخرى لتقييم أسعار الأسهم	29
3.5	مصادر المعلومات المستخدمة من قبل المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية	33
	الخاتمة	34
	المراجع	36



مُقَدِّمَةٌ

في إطار سعي اتحاد الشركات الاستثمارية ترجمة أهدافه التي أنشئ من أجلها ومن ذلك إصدار المطبوعات الإعلامية لنشر الثقافة الاستثمارية والتجارية في المجتمع ولدى أعضاء الاتحاد. فإن الاتحاد مستمر في تقديم ما هو مفيد للمجتمع .

ويحظى موضوع التحليل الفني بأهمية كبيرة لدى شريحة المستثمرين عند اتخاذ قرارات البيع أو الشراء ، لذا حرص الاتحاد على وضع هذه الدراسة والتي أتت على طرح الجانب النظري بالجانب التطبيقي لسوق الكويت للأوراق المالية ، ونأمل أن تكون دليلاً للعديد من المستثمرين وممن يودون معرفة تداول وتقييم الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية .

بدر ناصر السبيعي
رئيس الاتحاد



ملخص الدراسة

التحليل الفني في سوق الكويت للأوراق المالية

تهدف هذه الدراسة الى معرفة أساليب التحليل الفني بإستخدام الرسوم البيانية من قبل المستثمرين والمحللين عند تقييم أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية. وتسعى هذه الدراسة بالتحديد لمعرفة مدى وكيفية إستخدام التحليل الفني بين شريحة المستثمرين عند إتخاذ قرارات الشراء أو البيع. كما تقوم هذه الدراسة بمناقشة المؤشرات الفنية ومصادر المعلومات المستخدمة، بالإضافة إلى مقارنة طرق التقييم ومصادر تلك المعلومات من قبل المستثمرين الكويتيين مع نظرائهم في البلدان المتقدمة والأسواق الناشئة. استخلصت نتائج هذه الدراسة من عدة مقابلات تمت مع ثمانية مستثمرين مؤسسين و ستة محللين فنيين وإثنان من المحللين الماليين.

توصلت هذه الدراسة إلى أن أساليب التحليل الفني شائع الإستخدام بين شريحة المتداولين في سوق الكويت للأوراق المالية. بالتحديد يستخدم التحليل الفني كأداة رئيسية عند إتخاذ قرارات الشراء أو البيع (الدخول والخروج من السهم). كما توصلت النتائج إلى أن المستثمرين يقومون بدراسة حركة السهم من صعود ونزول، بالإضافة إلى مقارنة أشكال حركة السهم والتذبذب مع الرسوم والأشكال البيانية المتعارف عليها في التحليل الفني. وقد تبين أن طريقة التداول بإستخدام المتوسطات المتحركة لأسعار الأسهم شائعة الإستخدام بين شريحة المستثمرين، بينما التداول بإستخدام نسب الصعود والنزول لحركة السهم (Filter Rule) غير مستخدمة إطلاقاً في الكويت. كما توصلت الدراسة الى أن جميع المعلومات ذات الصلة

بالشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية غير متاحة للمستثمرين في الوقت المناسب الذي يمكنهم من إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

إضافة إلى ذلك تين أيضا أن المستثمرين في الكويت يتصرفون بطريقة ماثلة لنظرائه في أسواق المال في البلدان المتقدمة و الناشئة، حيث يعتبر التحليل الأساسي هو المصدر الأولي عند تقييم أسعار الأسهم، يليه في الترتيب التحليل الفني ثم تحليل المخاطر. كما يعتبر التحليل الفني أكثر إستخداما في الكويت بين شريحة المستثمرين والمحللين بالمقارنة مع نظرائهم في الدول المتقدمة. المحلل الفني في الكويت يختلف مع نظرائه في الدول المتقدمة من حيث قيامه بدراسة المعلومات المحاسبية للشركة أولا قبل إستخدام الرسومات البيانية عند إتخاذ قرارات الشراء أو البيع. مستخدموا الرسوم البيانية يقومون بمراقبة تداول المستثمر المؤسسي وكبار المستثمرين وذلك بهدف اقتناص الفرص لتحقيق أرباح رأسمالية.

بالرغم من أن هناك الكثير من الدراسات التي أعدت في أسواق المال في الدول المتقدمة إلا أن هذه الدراسة تعتبر الأولى من نوعها في منطقة الخليج والشرق الأوسط من حيث عرض وجهة نظر المستثمرين والمحللين الفنيين والماليين. لذلك تعد هذه الدراسة دليل للعديد من المستثمرين المحليين والأجانب بخاصة الذين يرغبون في معرفة كيفية تداول و تقييم الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، حيث يعتبر سوق الكويت للأوراق المالية سوق جاذب لهؤلاء المستثمرين لأنه لا توجد ضريبة على تداول الأسهم.

1. مقدمة

شهد سوق الكويت للأوراق المالية في العقد الماضي تغييرات كبيرة من حيث الأنظمة وعمليات السوق وعدد الشركات المدرجة. فما بين عامي 2002 و 2008، ارتفع عدد الشركات المدرجة بسوق الكويت من 89 إلى 214 شركة (نشرات سوق الكويت للأوراق المالية، 2008). علاوة على ذلك، شهد مؤشر أسعار وقيم الأسهم المتداولة السنوية في سوق الكويت للأوراق المالية لنمو مذهل خلال السبعة عشر عام المنتهية في عام 2008 (نشرات البنك المركزي الكويت، 2009). أيضا خلال العقدين الماضيين، شهد السوق تفعيل برنامج الخصخصة وإدخال أنظمة جديدة لنظام التداول بالإضافة إلى السماح للأجانب بتملك ما يصل إلى 100 في المائة من بعض الشركات المدرجة في السوق.⁽¹⁾

سوق الكويت للأوراق المالية لديه مبنى رئيسي للتداول في مدينة الكويت مع بعض قاعات التداول التي توفرها مكاتب الوساطة الـ 14 لعملائها في بعض المحافظات الأخرى. على النقيض من ذلك، فإن المستثمرين في أسواق الأسهم في البلدان المتقدمة مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة هي موزعة جغرافيا وتتعامل مع عدد كبير من شركات الوساطة التي لا تعمل في موقع واحد. وبالتالي، يمكن للمرء تخيل بيئة الاتصال والاستثمار بين جموع المتداولين في بورصة الكويت بمعنى أنهم سوف يستخدمون أساليب وتقنيات مختلفة عن نظرائهم في الأسواق الغربية عند اتخاذ قرارات الشراء أو البيع حيث أن جميع أو أغلب مرافق السوق هي في منطقة جغرافية واحدة وهناك اتصالات غير رسمية بين المتداولين بالإضافة إلى انتشار الشائعات بين جموع المستثمرين متوقع في السوق (Almujamed, 2011). وبالإضافة إلى ذلك فإن التداخل العائلي في المجتمع الكويتي ربما يكون أقوى مما هو عليه في البلدان المتقدمة التي تدعم الرأي

(1) القانون رقم 20 لسنة 2000 سمح لغير الكويتيين بتملك الأسهم في الشركات المساهمة الكويتية

القائل بأن المستثمرين في أسواق الأسهم في الدول النامية سوف يعطون أكثر أهمية للمعلومات الداخلية وتسريبات الأخبار بدلاً من التركيز على التقارير المالية السنوية ومصادر الأخبار حول الشركات في الصحافة الاقتصادية (الشمالي، 1989).

وتهدف هذه الدراسة لمعرفة أساليب التحليل الفني باستخدام الرسوم البيانية من قبل المستثمرين والمحللين عند تقييم أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، وتسعى هذه الدراسة تحديداً لمعرفة مدى وكيفية استخدام التحليل الفني بين شريحة المستثمرين عند اتخاذ قرارات الشراء أو البيع. كما تقوم الدراسة بمناقشة المؤشرات الفنية ومصادر المعلومات المستخدمة، بالإضافة إلى مقارنة طرق التقييم المختلفة (الفني والأساسي والمخاطر) ومصادر تلك المعلومات من قبل المستثمرين الكويتيين مع نظرائهم في البلدان المتقدمة والأسواق الناشئة.

وتتمحور تقسيمات هذه الدراسة على النحو التالي. القسم التالي يعطي لمحة عامة عن سوق الكويت للأوراق المالية بينما يعرض القسم 3 الدراسات السابقة لموضوع الدراسة. القسم 4 يعرض تفاصيل العينة الإستطلاعية ونتائج المقابلات في القسم 5. النتائج الرئيسية والخاتمة لهذه الدراسة في القسم 6.

2. نظرة عامة على سوق الكويت للأوراق المالية :

ذكر الياقوت (2006) أن أول سوق رسمي للأوراق المالية في دولة الكويت أسس في عام 1977. غير أن تداول الأسهم بدأ قبل ذلك وقبل إنشاء السوق الرسمي حيث ذكر أنه بدأ في بداية الخمسينات من القرن الماضي وذلك بعد طرح الأولي للإكتتاب لأسهم بنك الكويت الوطني. تبعه بعد ذلك طرح شركة السينما الوطنية الكويتية في عام 1954 و عدد من شركات

الخدمات المالية و شركات الإستثمار التي إنضمت إلى السوق غير الرسمي في الستينات من القرن الماضي، من بينهم كان بنك الخليج و البنك التجاري الكويتي و الشركة الكويتية للتأمين (الشمالي 1989، الياقوت 2006، نشرات سوق الكويت للأوراق المالية 2008). مع امتلاك أسهم تلك الشركات من قبل جموع المستثمرين في السوق، إستلزم إنشاء آليات تسهل عملية نقل ملكية هذه الأوراق المالية بين المستثمرين الكويتيين. ولذلك، تم ولادة شبه أول سوق للأوراق المالية في دولة الكويت ولكن بشكل غير رسمي يدار من قبل وزارة التجارة.

يتميز المناخ الإقتصادي للكويت و نشاط سوق الأسهم بأنه غالبا ما يتأثر بشكل غير رسمي بأسعار النفط، حيث أشارت العديد من الدراسات السابقة مثل الياقوت (2006) و أبو مصطفي (2007) إلى أن ارتفاع إيرادات دولة الكويت الناتج عن زيادة أسعار النفط، غالبا ما يصحبه زيادة السيولة في الأسواق المحلية وبالتالي ينتج عنه زيادة في عمليات تداول الأوراق المالية بين جموع المستثمرين. وما لا شك فيه أن هناك ارتباط قوي بين التغير في أسعار النفط و التذبذب في معدل الناتج المحلي الإجمالي و سوق الأوراق المالية. وقد أشار محمود (1986) ان معدلات السيولة المحلية ارتفعت خلال العامين 1975-1976 من 24 إلى 37 في المائة بسبب زيادة الإنفاق الحكومي آن ذاك. وقد ساهمت هذه الزيادة بالضغط على أسعار الأسهم مما أدى إلى ارتفاعها بشكل كبير مما تسبب في إنهيار السوق في نهاية عام 1976. حيث أدى ذلك إلى أن كمية الأسهم المتداولة في السوق قد إنخفضت في بداية 1977 بنسبة 66 في المائة. وأدى هذا الإنخفاض إلى هبوط القيمة السوقية للسوق من 936 مليون دينار كويتي إلى 346 مليون دينار كويتي، أي بمعدل 64 في المائة (محمود، 1986). تبع هذا الإنهيار أحد أشهر حالات الكساد الإقتصادي تأثيراً في تاريخ دولة الكويت (أزمة عام 1976). تلى ذلك أن تعافى الإقتصاد المحلي و عاد تداول الأسهم إلى مستوياته الطبيعية قبل حدوث أزمة سوق المناخ في اغسطس

1982 (الشمالي، 1989).

أشار الياقوت (2006) أنه ما بين عام 1977 و 1982 كانت هناك بعض الأسهم تتداول بشكل غير رسمي في سوق المناخ حتى أن بعضها تشتري وتباع قبل أن تخصص الأسهم لحاملها في عمليات الاكتتاب العامة، بالإضافة إلى أن غالبية التعاملات كانت تتم بشيكات مؤجله والذي بدوره أدى إلى تضخيم أسعار الأسهم إلى ما يقارب أكثر من عشرة أضعاف قيمتها الاسمية في بعض الأسهم وذلك لغياب الإطار القانوني والرقابه. وبالتالي كان لابد من تصحيح في أسعار الأسهم حيث إنهارت أسعار الأسهم من عام 1982 في شهر اغسطس. النتيجة وقد كانت أن أغلب المستثمرين تكبدوا خسائر ضخمة، حيث أشار سلام (2002) أن أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية إنخفضت بمعدل 20 إلى 40 في المائة خلال أزمة المناخ، بينما عانت أسهم الشركات الخليجية من هبوط أكبر، حيث أن بعضها خسرت 80 في المائة من قيمتها. كما علق 1992 (Butler and Malaikah) أن :

«في سبتمبر من عام 1982، طلبت الحكومة من المستثمرين في كلا السوقين (بورصة الكويت وسوق المناخ) أن يُبلغوا عن العقود الآجلة حتى ذلك التاريخ. في تلك الأيام بلغت قيمة الشيكات المؤجله والمصدرة بتواريخ لاحقة في كلا السوقين 93 مليار دولار (17 مليار في السوق الرسمي و 76 مليار في السوق غير الرسمي) بتواريخ إستحقاق تصل إلى 3 سنوات.» (ص. 198).

وبعد أزمة المناخ صدر المرسوم الأميري الخاص بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية تلاه إفتتاح مبنى السوق في سبتمبر من عام 1984. وقد كانت تلك الفترة هي ولادة لسوق الكويت للأوراق المالية الحديث كمؤسسة مالية مستقلة مدارة من قبل لجنة تنفيذية (لجنة السوق). بعد ذلك أعقبه تأسيس الشركة الكويت للمقاصة في عام 1986.

من خلال الدراسات السابقة يتبين أن سوق الكويت للأوراق المالية يتخذ سلوكاً مغايراً عن الأسواق في الدول المتقدمة حيث أن التغير في أسعار الأسهم غالباً ما يكون نتيجة العلاقات والاتصال بين الأهل والأصدقاء والإشاعات بالإضافة إلى المنافسة بين مجموعات الأعمال والعوائل التجارية والمخاطر السياسية المحتملة في منطقة الخليج العربي و حجم وتوزيع الإنفاق الحكومي (Al-Loughani, 1995; Al-Loughani and Moosa, 1999; Al-Yaqout, 2006; Abumustafa, 2007; Almujaled, 2011). هذا النمط كان واضح من خلال سلوك سوق الكويت للأوراق المالية خلال العقدين الماضيين. فعلى سبيل المثال، لوحظ انتعاش كبير في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ما بين عام 1985 و 2008 (بإستثناء فترة الغزو عام 1990) حيث تبين أن القيمة المتداولة للسوق ارتفعت من 115.7 مليون دينار كويتي في عام 1985 إلى 35.74 مليار دينار كويتي في 2008 (نشرات البنك المركزي الكويتي، 2009)، ومؤشر السوق السعري سجل أعلى معدل في تاريخه في عام 2007، حيث ارتفع من 1365 نقطة في عام 1995 إلى 12558 نقطة في عام 2007. إلا أن المؤشر في عام 2008 انخفض بنسبة 38 في المائة نتيجةً للانخفاض الحاد في كثير من بورصات العالم تزامناً مع أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية (نشرات سوق الكويت للأوراق المالية، 2008).

وتعتبر الهيئة العامة للإستثمار ممثلاً لحكومة دولة الكويت في سوق الكويت للأوراق المالية وبدورها قادت عملية الخصخصة التي حدثت ما بين عامي 1994 و 1999، حيث تم بيع 2,499 مليون سهم في 30 شركة إلى عموم المستثمرين بقيمة 901.6 مليون دينار كويتي (Abul, 2005). وفي سعي سوق الكويت

للأوراق المالية للتطوير فقد تم إقرار لوائح جديدة للإسهام في رفع مستوى الإفصاح والشفافية

وأيضا حماية حقوق المساهمين⁽¹⁾. بالإضافة إلى ذلك، تم السماح للمستثمرين الأجانب بامتلاك حصص في ملكيات الشركات قد تصل إلى 100 في المائة في بعض الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية (نشرات سوق الكويت للأوراق المالية، (2008). إضافةً على هذا، فإن الأرباح التي يحققها المستثمرون الأجانب من العمليات في سوق الأوراق المالية سواءً كانت من خلال بيع و شراء الأسهم مباشرة أو غير مباشرة من خلال المحافظ أو صناديق استثمارية فهي غير خاضعة للضرائب كما هو الحال في أغلب الأسواق الأخرى (كويت اليوم، 2008). كما أنه تم مؤخراً إستحداث نظام التداول الجديد (X-Stream) والذي صمم بواسطة شركة نازداك أوام اكس كما تم إعادة تصنيف قطاعات السوق إلى 15 قطاع و ابتكار مؤشر جديد ”كويت 15“ (سلامة و آخرون، 2013).

بالإضافة على أنه بخلاف معظم الدول فإن عمولة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية تعتبر منخفضة جدا حيث يفرض السوق عمولة وساطة منخفضة جدا وذلك لتشجيع المستثمر المحلي و الأجنبي على الإستثمار في السوق. لذلك، فإن فئة المضاربين سواءا مدراء المحافظ أوالصناديق في السوق أو الذين يستخدمون التحليل الفني لا يبالون بعمولة الوسطاء عند التداول في سوق الكويت.

جذب سوق الكويت للأوراق المالية انتباه الكثير من المستثمرين العالميين (Mobius, 2008). فمثلاً، مارك موبوس، مؤسس صندوق تمبلتون للأسواق الناشئة، صرح أن الإقتصاد الكويتي لديه فرصة للنمو بمعدلات متنامية بعد 2007 (Mobius, 2008).

(1) ألزم سوق الكويت للأوراق المالية جميع الشركات المدرجة لنشر قوائمها المالية بشكل ربع سنوي وألزم الشركات بعدد اجتماعهم السنوي العام (AGM) في غضون 45 يوما من تاريخ المصادقة على تقريرها السنوي من قبل السوق كما أيضاً ألزم الشركات بتوزيع أرباح الأسهم خلال عشرة أيام من تاريخ المصادقة عليه من قبل الجمعية العمومية (KSE 2008: لجنة السوق، القرار رقم (4) لسنة 2004)

إضافةً إلى ذلك، مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال اعادة دراسة تصنيف سوق الكويت للأوراق المالية من مجموعة الأسواق ذات معدلات التداول المنخفضة إلى مجموعة الأسواق الناشئة النشطة الذي بدوره يؤدي إلى جذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية إلى سوق الكويت للأوراق المالية من فئة المستثمرين الذين يستهدفون تلك النوعية من الأسواق النشطة (MSCI, 2008).

هذه الدراسة سوف تضيفي إلى الدراسات السابقة عموماً و المكتبة العربية بخاصة عن طرق الإستثمار و مصادرالمعلومات المستخدمة عند إتخاذ القرارات الإستثمارية في أسواق المال. ولقراءات الباحث، يعد هذا البحث الأول من نوعه في الكويت الذي يقيس بشكل خاص إلى أي مدى يستخدم التحليل الفني في دولة الكويت. بالإضافة إلى ما سبق فإنه أيضاً يستكشف الآراء حول كيفية إستخدام التحليل الفني وطرق التقييم الأخرى عند إتخاذ قرارات شراء أو بيع الأسهم بين جموع المستثمرين. أيضاً هذا البحث يقوم بمناقشة مصادر المعلومات المستخدمة من قبل مجموعات مختلفه من أصحاب المصالح (من ملاك و مقرضين و مدراء... إلخ).

وتوفر هذه الدراسة للقارئ معلومات عن التحليل الفني بالإضافة إلى انها تسمح بالمقارنة مع نتائج دراسات مشابهه في دول ناشئة و متقدمة أخرى. وأيضاً تعتبر هذه الدراسة مرجع لعموم المحللين الفنيين في دولة الكويت حيث ان الدراسات قليل جدا في هذا المجال في أسواق المال عموماً و خصوصاً في الدول النامية والتي منها دولة الكويت.

3. الدراسات السابقة:

التحليل الفني هو أحد أهم أساليب إتخاذ القرار عند تحديد أسعار الأسهم العادله في أسواق المال في الدول المتقدمه والناشئة، حيث غالبا ما يحتل هذا النوع من التحليلات المرتبه الثانية بعد التحليل الأساسي في الدراسات التي تقوم بمسح آراء المستثمرين عن أساليب تقييم أسعار الأسهم

(Arnold and Moizer, 1984; Arnold et al., 1984; Pike et al., 1993; Al-Abdulqader et al., 2007; Wang et al., 2007; and Tijjani, 2008).

أشارت دراسة (Arnold et al., 1984) انه "في بعض الأحيان" يستخدم التحليل الفني من قبل 41.5 في المائة من المحللين الماليين في الولايات المتحدة و المملكة المتحدة، في حين يستخدم 92.0 في المائة التحليل الأساسي من شريحة الدراسة ككل. ولكن، معدل إستخدام التحليل الفني ليس ثابتاً بين أسواق المال في الدول المتقدمة. حيث أظهرت دراسة (Pike et al., 1993) أن المحللين الألمان أبدوا اهتماماً أكبر بالتحليل الفني بالمقارنة مع المحللين في المملكة المتحدة، حيث إحتل التحليل الفني المرتبه الثانية في ألمانيا بينما هو في الترتيب الخامس في المملكة المتحدة من بين أساليب التقييم الأخرى بعد مضاعف السعر إلى الربحية وصافي الأصول، و معدل نمو توزيعات الأرباح و التدفقات النقدية المخصومة. بالإضافة وجدت دراسة (Lease et al. 1974) أن كل من التحليلين الفني و الأساسي متساوين في الشعبية عند المشاركين في الولايات المتحدة (بنسبة 25.0 في المائة)، إلا أن فريق البحث يرى أن شعبية التحليل الفني يأتي بعد التحليل الأساسي لأنهم وجدوا أن 4.0 في المائة فقط من المحللين يستخدمون التحليل الفني كأسلوب وحيد عند تقييم أسعار الأسهم.

كما وجدت الدراسات السابقة أن التحليل الفني يستخدم أكثر في الدول النامية بالمقارنة
بمثيلاتها في الدول المتقدمة

(Lovell-Green et al., 1986; Al-Abdulqader et al., 2007; Wang et al., 2007; and Tijjani, 2008; Almujaed et al., 2012).

طبق (Lovell-Green et al. 1986) نفس دراسة (Arnold et al. 1984) على مجموعة من المحللين الماليين في جنوب أفريقيا حيث تبين لهم أن التحليل الفني يستخدم أكثر في جنوب أفريقيا بالمقارنة بمثيلاتها في الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة (55.4 في المائة مقابل 41.5 في المائة). أيضا (Al-Abdulqader et al., 2007) وجدوا نتائج مشابهة في المملكة العربية السعودية (67.0 في المائة مقابل 41.5 في المائة)، (Wang et al., 2007) في الصين (44.0 في المائة مقابل 41.5 في المائة)؛ (Tijjani, 2008) في نيجيريا (77.8 في المائة مقابل 41.5 في المائة) وأخيرا (Almujaed et al., 2012). في دراسة أعدت في الكويت عن أساليب طرق تقييم أسعار الأسهم

(80.1 في المائة مقابل 41.5 في المائة). بالإضافة لما سبق إتفقت جميع تلك الدراسات أن التحليل الفني يعتبر اسلوباً فعالاً ومفيداً لتقييم أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة.

يرى (Al-Abdulqader et al., 2007) أن الرسومات البيانية قد تساعد المستثمرين في الأسواق الناشئة لإتخاذ قرارات الشراء والبيع وذلك لتدني مستويات الإفصاح و الشفافية في تلك الدول. لذلك، يتجه الكثير من المستثمرين في تلك الدول لدراسة الرسومات البيانية للأسعار وقيم التداول للأسهم وذلك لتوافر هذه البيانات بمتناول الجميع بالإضافة إلى إمكانية الوثوق بها أكثر من البيانات المالية المنشورة في التقارير السنوية. كما أشارت دراسة (Arnold and Moizer, 1984) إلى أن التحليل الفني هو مكمل أساسي للتحليل

الأساسي حيث يرى الباحثون أن التحليل الفني يساعد في تحديد التوقيت المناسب لشراء تلك الأسهم. بينما يرى (Lovell-Green et al. 1986) أن فرضية عدم كفاءة أسواق المال في الدول النامية والناشئة تفسر شعبية التحليل الفني كونه وسيلة مناسبة لتقييم فعاله في تلك الأسواق.

في دراسة أعدت على شريحة من المستثمرين في نيجيريا الذين يستخدمون التحليل الفني تبين أن أغلبية المشاركين (69.0 في المائة) يقومون بالإطلاع على أسعار الأسهم التاريخية لمدة تزيد عن خمس سنوات بينما هناك عدد قليل منهم (10.0 في المائة) فقط يركز على الأسعار التاريخية لمدة أقل من سنة عند تقييم أسعار الأسهم (Tijjani, 2008). كما بينت تلك الدراسة أن المستثمرين يقومون بالإطلاع على المؤشرات التالية عند استخدامهم التحليل الفني: (i) أعلى وأدنى سعر وصل إليه أسعار الأسهم. (ii) مدى تذبذب الأسعار السابقة و (iii) الاتجاهات التاريخية لأسعار السهم.

4. مجتمع ومنهجية الدراسة :

استخدمت هذه الدراسة أسلوب المقابلات الشخصية بناء على أسئلة معدة سلفا مكونه من 34 سؤال مستخلصة من قراءات في الدراسات السابقة وبيئة الإستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية. هذه الأسئلة تتكون من الآتي: (i) تفاصيل أساسية حول المشاركين في الدراسة. (ii) معلومات عن مدى إستخدام التحليل الفني في سوق الكويت للأوراق المالية و أساليب التقييم الأخرى المستخدمة من قبل الأشخاص الذين تتم مقابلتهم. (iii) أسئلة بخصوص مصادر المعلومات المستخدمة عند تقييم أسعار الأسهم.

تم تسجيل جميع المقابلات بعد أخذ الموافقة بذلك، ثم تم تحويل تلك المقابلات إلى مادة

مكتوبة وذلك بهدف تحليل تلك المقابلات تمهيدا للوصول للنتائج. تم عمل مقابلة مع ستة عشر شخص خلال الفترة ما بين شهر مايو و يوليو من عام 2008 في مدينة الكويت. تم إختيار مدينة الكويت لأنها عاصمة الدولة و مقر أغلب البنوك و الشركات الإستثمارية و شركات التأمين و شركات العقار و شركات الوساطة المالية بالإضافة إلى شركات أخرى مدرجة. تم إختيار الأشخاص الذي تم مقابلتهم من خلال معرفه شخصية و من خلال الأصدقاء وذلك بسبب عدم وجود قاعدة بيانات بأسماء المحللين و عناوينهم. يمتلك هؤلاء الأشخاص الخبرة الوافيه في هذا المجال كما أنهم على مستوى عالي من التعليم ولديهم الدراية الكافية في بيئة الإستثمار و أساليب تقييم أسعار الأسهم المستخدمة في سوق الكويت للأوراق المالية. كانت الأسئلة مرنه بطبيعتها لإيتاح المجال للمشاركين في التحدث عن المواضيع الجاري تقييمها بحريه أكثر (McCluskey et al., 2010). وقد استخدمت نفس الأسئلة لسؤال كل مشارك من غير أي مقاطعة من قبل معد المقابلة ولكن اختلف ترتيب اجابات الأسئلة المطروحه بين المقابلات وذلك بناء على أولويات المقابلين و توجيه المقابلات.

أعطي كل المشاركين رموز للحفاظ على خصوصيتهم. أديرت المقابلات بواسطة الباحث وجميع المقابلات دامت ما يقارب الساعة الواحدة. تم إجراء معظم المقابلات مع الأشخاص بعد اغلاق سوق الكويت للأوراق المالية وذلك لتكمينهم من النقاش بعيدا عن أي ضغوط في السوق. جميع المشاركين أبدوا سعادتهم بإجراء المقابلة والتحدث أيضا عن تطورات سوق المال الكويتي كما أن بعضهم أطلعوا الباحث على بعض البرامج المستخدمه في التحليل الفني بينما ناقش البعض الآخر العمليات التي يستخدمونها في تقييم أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

تم مقابلة مجموعتين من المشاركين في هذه الدراسة حيث شملت هذه الدراسة ثمانية

مستثمرين مؤسسيين و ثمانية مستثمرين أفراد. من المستثمرين المؤسسيين، ثلاثة هم محللين ماليين وخمسة مدراء محافظ إستثمارية. كل هؤلاء كانوا يحملون شهادة البكالوريوس في التمويل، ثلاثة منهم حاصل على شهادة الماجستير. ثلاثة منهم تخرجوا من جامعات بريطانية وواحد منهم حصل على ماجستير إدارة الأعمال من هولندا. بالإضافة إلى ذلك، حصل معظمهم على شهادات مهنية، اثنان منهم حصل على شهادة المحلل المالي المعتمد (CFA) و أحدهم كان محلل استثمار معتمد (CMA) و مدير محفظة معتمد. و الآخر كان محلل مخاطر معتمد (CRA) و آخر حاصل على شهادة في التحليل الفني (CFT) بالإضافة إلى دبلوم من إستراليا في التحليل الفني (ATAD). يحظى المشاركين في الدراسة بخبرة واسعة في أسواق المال. مشاركتهم في السوق كان من سنتين إلى اثني عشر سنة. أربعة منهم كانوا أصغر من 30 عام، وأحدهم كان أكبر من 40 عاماً.

سنة من الثمانية المستثمرين الأفراد الذين شاركوا بالدراسة كانوا محللين فنيين بينما إثنان منهم كانوا يصفون أنفسهم بأنهم محللين استثمار. من هؤلاء، واحد فقط كان لديه شهادة ماجستير و خمسة كانوا حاصلين على شهادة البكالوريوس و إثنان كانوا حاصلين على شهادة الدبلوم. أربعة منهم كانت دراستهم في مجال إدارة الأعمال. من هؤلاء الأربعة، إثنان حاصلين على شهادة المحاسبة من جامعة الكويت بينما اثنان حاصلين على شهادة إدارة أعمال و اقتصاد من المملكة المتحدة. محلي الإستثمار عملاً كمدرء في مراكز استشارات إقتصادية ومالية معروفه على مستوى دولة الكويت و عملاً لمدة 22 سنة في هذا المجال. أحد محلي الإستثمار حاصل على شهادة محاسب قانوني (CPA). بشكل عام، التحليل الفني نال نصيباً كبيراً في سوق المال الكويتي و الأسواق العالمية، بعض المشاركين تداول في اسواق أخرى مثل دول الخليج و الأسواق الأمريكية و في سوق العملات. خبرة المحللين الفنيين تتراوح في ما بين 5 إلى 13 عاماً

التحليل الفني في سوق الكويت للأوراق المالية

ما يدل على أن لديهم دراية كاملة في طرق تقييم أسعار الأسهم ومصادر المعلومات المستخدمة لدى جموع المستثمرين في الكويت، انظر الجدول التالي:

المشاركين	العمر	مستوى التعليم	التخصص	مكان التعليم	الشهادة المهنية	الخبرة	الوظيفة
المجموعة الأولى: مستثمر مؤسسي							
INS1	31-40	بكالوريوس	تسويق	الكويت	CMA/ CPM	9	مدير محفظه
INS2	21-30	ماجستير	إدارة	هولاندا	CFA	2	محلل مالي
INS3	21-30	بكالوريوس	تمويل	الكويت	N/A	3	مدير محفظه
INS4	21-30	ماجستير	تمويل	المملكة المتحدة	CFA	2	مدير محفظه
INS5	41-50	بكالوريوس	محاسبة	المملكة المتحدة	N/A	12	محلل مالي
INS6	31-40	بكالوريوس	تمويل	الكويت	N/A	12	مدير محفظه
INS7	21-30	بكالوريوس	تمويل	الكويت	CRA	7	مدير محفظه
INS8	31-40	ماجستير	تمويل	المملكة المتحدة	CFT/ ATAD	12	محلل مالي
المجموعة الثانية: فئة محلل فني أو استثمار							
TA1	31-40	بكالوريوس	علم نفس	الكويت	N/A	5	محلل فني
TA2	41-50	بكالوريوس	محاسبة	الكويت	N/A	13	محلل فني
TA3	41-50	دبلوم	مهندس	الكويت	N/A	7	محلل فني
TA4	41-50	ماجستير	ضابط	المملكة المتحدة	CFT	9	محلل فني
TA5	41-50	بكالوريوس	إدارة	المملكة المتحدة	N/A	10	محلل فني
TA6	31-40	دبلوم	كيمياء	الكويت	N/A	12	محلل فني
IA7	41-50	بكالوريوس	محاسبة	الكويت	CPA	22	مدير مركز إستشارات مالية وإقتصادية
IA8	أكثر من 50	بكالوريوس	إقتصاد	المملكة المتحدة	N/A	32	مدير مركز إستشارات مالية وإقتصادية

5. نتائج المقابلات

1.5. دور التحليل الفني

تبين من خلال التحليل أن التحليل الفني شائع الإستخدام بين المشاركين في الدراسة. جميع المشاركين أخذوا بعين الإعتبار بعض أساليب التحليل الفني عند إتخاذ قراراتهم الإستثماري، ولكن لم يكن التحليل الفني هو الأسلوب الأساسي في تقييم أسعار الأسهم حيث أقر غالبية المشاركين أن التحليل الفني يأتي ثانياً بعد التحليل الأساسي.

أ) استخدام الرسوم البيانية

يستخدم جميع المشاركين في الدراسة الرسوم البيانية عند التحليل و إتخاذ القرارات الإستثمارية. كما أن أن هذه الرسوم تساعد في التعرف على أسعار الأسهم التاريخية، و معرفة أعلى وأدنى أسعار وصلت إليه تلك الأسهم وتحديد كميات التداول المختلفة بالإضافة إلى تحديد أشكال وأنماط أسعار للأسهم. أشارت دراسة (Roscoe and Howorth, 2009) أن معظم المشاركين في دراستهم يعتقدون بأن مستخدمي الرسوم البيانية يرونها أداة منطقية تعطي صورة بيانية للمتداولين عن قراراتهم الإستثمارية. ويعتقد معظم من شارك بالدراسة أن الرسوم البيانية تساعد على إنتقاء الأسهم لأنهم يرون أن مستوى الإفصاح و الشفافيه في سوق الكويت للأوراق المالية دون المستوى المطلوب. وجدت دراسة (Al-Abdulqader et al., 2007) نتائج مشابهة لذلك في المملكة العربية السعودية عند سؤال المستثمرين عن أسباب إستخدام التحليل الفني. كما توصلت الدراسة الحالية أن بعض المشاركين يستخدم الرسوم البيانية لتحديد نقاط الدخول و الخروج لإستثماراتهم. البعض الآخر يعتقد أن الرسوم البيانية تساعد على فهم سلوكيات المتداولين في السوق و فهم مبررات حركة السهم بإتجاه معين.

فعلى سبيل المثال ذكر المشارك INS1:

«نحن نقرأ الرسومات البيانية لفهم سلوك المتداول العادي و كبار المستثمرين. وكذلك، تقودنا هذه الرسومات البيانية إلى فهم التغيرات في أسعار الأسهم. فعلى سبيل المثال، اذا كان ملاك سهم (أ) أيضاً يملكون سهم (ب)، (ج)، و (د)، فإن سلوك أسعار تلك الأسهم سيكون واحداً. بمعنى آخر، دراسة الرسم البياني لأسعار السهم (أ) سيقودني لفهم تحركات أسعار أسهم المجموعة.»

يعتمد المشاركون في البحث على (الشارت) كأداة تساعدهم على فهم سلوك المستثمرين بالإضافة إلى توقع مستويات السيولة في السوق. لذلك، فهم يعتقدون أنهم بمقدورهم تطوير استراتيجيات تمكنهم من تحقيق أرباح. ذكر المشارك INS6 أنه دائماً يدرس الرسومات البيانية لأسعار الأسهم كل على حده وكذلك المؤشرات العامة للسوق لمعرفة نقاط الدخول والخروج لمحفظة الإستثمارية بينما المشارك TA2 يستخدم أشكال الرسومات البيانية لمؤشرات للسوق لمعرفة التوجه العام السوق وتحديد ما إذا كان هناك تصحيح متوقع ام لا، فإذا تبين له أنه هناك تصحيح قادم فإنه يفضل أن يكون خارج السوق لتفادي الخسائر المتوقعة.

جميع المشاركين في الدراسة يبحثون عن أنماط وأشكال لأسعار الأسهم يابنوا وذلك لأنهم يعتقدون أنه يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال الأسعار التاريخية. لذلك، فإنهم يبحثون عن فرص إستثمارية لتحقيق أعلى عوائد ممكنة. وقد ذكر المشاركون أن هناك عدة أنماط وأشكال معروفة لدى شريحة المحللين الفنيين تتشكل من خلال التغير في أسعار الأسهم مثل «الدعم والمقاومة»، «الرأس و الكتفين»، «دبل توب»، «دبل بوتم»، «الإتجاه الصاعد والهابطة»، «المثلثات الصاعدة والهابطة»، «الكوب و العروة»، «الفجوات و الأعلام»، حيث ذكروا أن هذه الأشكال تتكرر بشكل دوري. دراسة

(Roscoe and Howorth, 2009) لاحظوا أن «الباحثين عن تلك الأنماط والأشكال» يبحثون في السوق بشكل عشوائي أو عبر استخدام برامج متخصصة لتحديد تلك الأشكال وذلك لإتخاذ قراراتهم الإستثمارية بناءً على تلك التوقعات من تلك الأشكال. جميع المشاركين في دراسته يقوموا بدراسة تلك الأشكال من واقع الرسوم البيانية السابقة لمساعدتهم على توقع أسعار الأسهم لأنهم يعتقدون أن تلك الأشكال تكرر نفسها بشكل دوري. لذلك، يسعى مستخدمي الرسوم البيانية إلى التنبؤ بالتغيرات المستقبلية في أسعار الأسهم بناءً على توقعات من التحركات السابقة للأسعار. فعلى سبيل المثال المشارك TA5 قال:

«أنا دائماً أدرس الرسوم البيانية لأسعار الأسهم في نهاية آخر يوم تداول في الأسبوع. فأنا أبحث عن أي فرص استثمار في سوق الكويت للأوراق المالية للأسبوع القادم باستخدام هذا الأسلوب. أنا أبحث في (الشارت) لكل سهم على حدة. أنا استخدم خبرتي لتحديد أشكال الرسوم البيانية مثل الاتجاه الصاعد، دبل يتم أو أي كسر لمستويات المقاومة أو الدعم.»

معظم المشاركين في الدراسة يقومون بتحليل الرسوم البيانية لأسعار الأسهم على مدى السنوات الخمس الماضية لأيمانهم بأنه كلما زادت الفترات الزمنية للبيانات كلما أعطت عمق أكثر في التحليل. كما أشاروا أنهم يقومون بالإطلاع على أسعار الأسهم التاريخية لأقصى فترة بهدف التنبؤ بأسعار الأسهم على المدى القصير (غالباً فتره لا تتجاوز ثلاث شهور) وليس التداول لفترات طويلة. فمثلاً، قال TA3: «انه لا يستخدم التحليل الفني في تداول الأسهم لفترة تتجاوز عن ثلاث شهور أو المضاربة اليومية وإنما يستخدمه للمضاربة لفترة مابين ثلاث أيام إلى ثلاثة أشهر بحد أقصى». من خلال التحليل تبين أن تحليل الشموع اليابانية حاز على شعبية بين المشاركين في المقابلات مقارنة بباقي انواع الرسومات البيانية حيث ان أشكال الشموع تبين

للمتداول أعلى و أدنى سعر بالإضافة إلى أسعار الإفتتاح والإقفال للأسهم المختارة في جدول زمني محدد. كما أشار المشاركون أنهم يستخدمون برامج كمبيوتر خاصة لرسم هذه الرسوم البيانية فبعض يستخدم برنامج ميتاستوك (Metastock) بينما يستخدم آخرون تكرشارت (Tickerchart) والبعض الآخر يستخدم مواقع على الشبكة العنقودية توفر خدمات ورسومات بيانية بأشكال مختلفة للمتداولين.

ب) المؤشرات الأخرى المستخدمة

معظم المشاركين في المقابلات يطلع على إحصائيات السوق عموماً عند تقييم أسعار الأسهم، فمثلاً يستخدم موجات نظرية الدوا الشهيرة في التحليل الفني للتنبؤ بإتجاه مؤشرات السوق (Brown et al., 1998).

يعتقد الكثير أن لمؤشر السوق تأثيراً مباشراً على أسعار الأسهم سواءً على المدى القصير أو الطويل. كما أشارت نتائج البحث غالبية المشاركين يرون أن الإشاعات لا تأخذ بعين الاعتبار عند الإستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية حيث أنهم يرون أن التحليل الفني يكشف أي حركة على السهم قبل أن ينتشر الخبر بوسائل الإعلام الرسمية. آخرون يتابعون الإشاعات لأغراض المضاربة فعلى سبيل المثال، قال INS4:

«أنا أخذ الإشاعات بعين الاعتبار، لأن صغار المستثمرين في الكويت يشترون الأسهم بناءً على الإشاعات. حيث أنه هناك مقولة شهيرة في الكويت تقول «اشتر بناءً على الإشاعة بيع على الخبر.»

وقد ذكر جميع المشاركين أنهم يقومون بالإطلاع على أعلى و أدنى أسعار وصلت إليه الأسهم عند إتخاذهم قرار الشراء أو البيع، حيث ذكروا أن وصول السهم لمستويات سعرية جديد مرتفعة،

فإن ذلك يرسل إشارة إيجابية في حين أن وصول السهم لمستويات سعرية دنيا فإن ذلك يشير إلى التشاؤم. فعلى سبيل المثال ذكر المشارك (INS4) أنه عندما يصل سعر السهم إلى مستوى منخفض أدنى متوسط 52 إسبوع سابقه فإنه يصبح قلقاً من ذلك، لأن ذلك يشير في العادة إلى أخبار سيئة متوقعة أو توقعات لخسائر ضخمة للشركة.

كما أظهرت الدراسة أن الكميات المتداولة للسهم عامل أساسي من عوامل التحليل الفني. حيث ذكر جميع المشاركين إلى أن كميات التداول تعكس معلومات عن السيولة. فمثلاً المشارك INS4 دائماً يطلع على حجم التداول لأي سهم قبل إتخاذ أي قرار إستثماري. حيث يرى أن المستثمر الذي يقوم بشراء أسهم ذات متوسط كميات متداولة منخفض نسبياً قد يواجه صعوبة في بيع تلك الأسهم في المستقبل. وآخرون يرون أن حجم التداول يشير في العادة إلى أن السعر سيتغير قريباً بفعل العرض والطلب. حيث ذكر TA1:

«أنا استخدم حجم التداول كمؤشر لتأكيد ما إذا كان إرتفاع أو انخفاض سعر السهم جوهري أو غير جوهري حيث أن حجم التداول هو الوقود الذي يدفع الأسعار للتغير. عدا ذلك، فإن أي تغير في سعر السهم قد يكون عشوائياً.»

ذكر المشاركين IA7 و TA1 أن التحليل الفني أكثر مصداقية فقط عند الأسهم ذات التداول العالي في السوق. أي أن المؤشرات الفنية تعمل بشكل صحيح فقط في الأسهم التي تتميز بتداول عالي كما أنه عندما تكون مستويات التداول متدنية لا يأخذ بالتغير على أنه تغير موثوق به.

ج) الأساليب المتبعة في التحليل الفني

أكدت ردود المقابلات أن المشاركين في الدراسة يستخدمون المتوسطات المتحركة بشكل

دوري في جميع قراراتهم الإستثمارية وذلك لإعتقادهم بأنه من خلال المتوسطات المتحركة يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم بسوق الكويت للأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك، فقد ذكروا أن هذه الطريقة ناجحة ومربحة في سوق الكويت للأوراق المالية. هذه النتائج متماشية مع توصيات الدراسات السابقة مثل

(Brock et al., 1992; Fifield et al., 2005, 2008; Abdulqader et al., 2007; Xu, 2010).

إن كل المحللين الفنيين و محلي الإستثمار يستخدمون المتوسطات في قراراتهم، بينما فقط نصف المستثمرين المؤسسين (أربعة من ثمانية) يستخدم ذلك. يستخدم المشاركون في المقابلات تشكيله مختلفة من المتوسطات المتحركة وبأرقام متوسطات مختلفة. وأغلبية المشاركين يشتري الأسهم عند نقطة إلتقاء المتوسط المتحرك قصير المدى مع المتوسط المتحرك طويل المدى من الأسفل (INS1, INS2, INS3, INS8, TA3, TA4, TA6)، آخرون يشتروا الأسهم عندما يصبح السعر الحالي للسهم أعلى من المتوسط المتحرك للأسعار السابقة (TA1, IA7, IA8) فعلى سبيل المثال، المشاركون TA1 ذكر أنه يشتري السهم عندما يتجاوز سعره مستوى المتوسطات المتحركة للفترة 5.9 و 20 يوم، وذكر بأن هذه الإستراتيجية هي الأكثر ربحاً في سوق الكويت للأوراق المالية. تحليل المقابلات بين أن كل المشاركين الذين استخدموا المتوسط المتحرك يشترون (يبيعون) الأسهم بناءً على توقعات مرثيه للرسومات البيانية، كذلك إن الإستدلال بالشارت عند الشراء أو البيع يكون باستخدام معايير أخرى مثل كمية التداول، مؤشر ماكدي (MACD)، مؤشر القوة النسبية (RSI)، ومؤشر ستوكاستيك المذبذب (Stochastic Oscillator). يرى المحللون أن إستخدام هذه المؤشرات يضيف مصداقية لإشارات المتوسطات المتحركة. على عكس ما هو متوقع توصلت هذه الدراسة إلى

أن المشاركين بالدراسة لم يستخدم أي منهم إستراتيجية التداول بنسب الصعود والهبوط (Filter Rules) على الرغم من أن هذه الإستراتيجية مستخدمة كثيرا في أسواق الدول المتطورة والناشئة كما أشارت إليها بشكل في الدراسات السابقة

(Alexander, 1964; Fama and Blume, 1966; Fifield et al., 2005; Alshamali, 1989; Al-Abdulqader et al., 2007; Tijjani, 2008; Xu, 2010).

ولكن، قد تكون هذه النتيجة مقتصرة على الشريحة المشاركة بهذه الدراسة فقط .

إن مستويات الدعم و المقاومة لأسعار الأسهم شائع الإستخدام بين جموع المحللين حيث ذكروا أن بعض أسعار الأسهم تتحرك بين مستويات الدعم و المقاومة السابقة وفقا لأسعار الأسهم التاريخية، لذا فإنهم يرون أن المستثمر قد يحقق أرباحا نتيجة متابعة تلك التذبذبات. فمثلاً، معظم المشاركين في الدراسة (13 من 16) ذكروا أنهم يحددون مستويات الدعم و المقاومة مسبقا لكل سهم. فمثلا ذكر المشارك TA2:

«أنا أستخدم أسهل إستراتيجية مثل تلك القائمة على مستويات الدعم و المقاومة لأني من خلال الشارات أستطيع أن أحدد مستويات الدعم و المقاومة، وبعد ذلك أقوم بالشراء أو (البيع) بعد أول أو ثاني تدبذب من مستويات الدعم (المقاومة) لعمليات الشراء (البيع).»

إن إستراتيجية الإختراقات لمستويات المقاومة (Break-out Strategy) شائعة الإستخدام بين جموع المتداولين حيث ذكر أكثر من نصف المشاركين أنهم يستخدمونها بشكل دوري خاصة عند وجود كسر لمستويات المقاومة أو الدعم. فمثلا ذكر المشارك TA5 أنه يشتري الأسهم عند إختراقها لمستويات المقاومة أو عند بنائها لمستويات سعرية جديد فوق مستويات

المقاومة بحيث تصبح تلك الأسعار مستويات دعم جديدة للسهم، إلا أنه شدد أن تكون هذه التغيرات في الأسعار مصحوبة بمستويات تداول عالي حتى لا تصبح تغيرات غير حقيقية حيث يرى الكثير من المتداولين أن كميات التداول هي الوقود لتحريك أسعار الأسهم.

2.5. أساليب أخرى لتقييم أسعار الأسهم

بينما يستخدم التحليل الفني للقرارات قصيرة المدى بشكل أساسي، يؤخذ بعين الاعتبار عوامل أخرى للقرارات المتوسطة أو تلك الطويلة المدى. يرى الكثير من المشاركين بهذه الدراسة أن دور مجلس الإدارة و أعضاء و نوعية الملاك للسهم يؤثر كثيرا على القرارات الإستثمارية في سوق الكويت للأوراق المالية. وقد ذكر أغلب المشاركين بالدراسة أن سمعة مجلس الإدارة و أعضائه و مكانة ملاك الشركة يعتبر عاملاً مهماً عند إتخاذ قرارات الشراء أو البيع، حيث تبين من خلال التحليل أن المستثمرين المؤسسين يهتمون كثيرا بمن يدير الشركة و ملاكها الرئيسيين بينما ذلك يعتبر أقل أهمية بالنسبة لفئة المحللين الفنيين. كما أن مدراء المحافظ و المحللين الماليين يهتمون بسمعة أعضاء مجلس الإدارة كجزء أساسي عند التوصية أو إتخاذ القرارات الإستثمارية في المدى المتوسطة و طويل الأجل بينما هذا التحليل ليس له أهمية على المدى القصير حيث يتم التركيز على المؤشرات الفنية من تحليل فني. يعتقد المشاركون بهذه الدراسة أن بعض ملاك الشركات لهم سجل غير نظيف في تداول الأسهم حيث يقوم أولئك المتداولين بتضخيم أسعار الأسهم و المضاربة عليها. لدى فإن معظم المستثمرين يتفادون الإستثمار في تلك الأسهم. بالمقابل، فإن هناك ملاك آخرون يزيدون من ثقة المستثمر لإستثمار اموالهم، حيث ذكر INS5:

”ننظر بالبداية إلى مجلس الإدارة و كبار ملاكها و سمعتهم في السوق عند تقييم أسعار الأسهم. نحن نشعر بالثقة اذا كان بين المساهمين في الشركة أحد المستثمرين الكبار

المعروفين ذوي التاريخ النظيف في السوق. نحن لا نستثمر أبداً في الشركات التي تتضمن المساهمين ذوي السمعة السيئة.“

وغالبا ما يقوم مدراء المحافظ والمحللين الماليين بالتنبؤ بأسعار الأسهم بسوق الكويت للأوراق المالية لفترة تبدأ من ثلاثة أيام إلى خمس سنوات مستقبلية. لذلك، فإنهم يستخدمون التحليل الأساسي في فترات طويلة الأجل بينما يستخدم التحليل الفني للفترات القصيرة التي تصل إلى ثلاث أشهر أو أقل. توقعاتهم تكون بناء للتوجه العام للأرباح المستقبلية و إستثماراتهم في المشاريع الحالية والمستقبلية والتدفقات النقدية المتوقعة و أخبار الشركة و معلومات من داخل الشركة والشارت.

وقد أشاروا أن مدراء المحافظ والمحللين الماليين يقومون بتحليل القوائم المالية للشركات التي ينوون الإستثمار فيها أو تلك التي يطلب منهم رأي بها، وإنه نادراً ما يقوم المحلل الفني بإستخدام التحليل المالي أو الإطلاع على البيانات المالية السنوية عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية. ويقوم مدراء المحافظ والمحللين الماليين بتحليل القوائم المالية بعمق بينما يقوم قليل من المحللين الفنيين بإلقاء نظرة عليها فقط. يعطي المحللين الماليين ومدراء المحافظ أوزاناً مختلفة للقوائم المالية في تحليلاتهم. فمعظم المشاركين بالدراسة يرون أن قائمة الدخل و قائمة المركز المالي تأتي بالترتيب أول و ثاني أهم مصادر معلومات عموماً يليه في المركز الثالث قائمة التدفقات المالية من حيث الأهمية. ومن خلال التحليل، تبين أن 15 من 16 مشارك يحلل قائمة الدخل، بينما 13 يهتم بقائمة المركز المالي و 12 من 16 مشارك يقوم بتحليل قائمة التدفقات المالية. من خلال التحليل أيضا تبين أن أغلب المحللين الفنيين لا يقومون بالإطلاع على القوائم المالية بتاتا، بينما أقر أغلبهم أنه يقوم فقط بالإطلاع على ربحية السهم ربع السنوية و بيانات الأرباح المحققة و الغير محققة والتوزيعات.

الغالبية العظمى من المشاركين في الدراسة يقومون بتحليل بعض النسب المالية. حيث ذكر جميع المستثمرين المؤسسيين و المحللين الماليين أنهم يقومون بتحليل القوائم المالية للشركات عن طريق دراسة عدد من النسب المالية، بينما ركز أغلب المحللين الفنيين اهتمامه على كل من مضاعف السعر للربحية ومضاعف القيمة الدفترية. وتعتبر نسب الربحية و السيولة و نسب الديون للأصول السائلة من أهم المؤشرات عند تحليل القوائم المالية. ولكن، إعطاء أوزان لمجموعات النسب يختلف بين جموع المستثمرين. فالتحليل الأساسي يعد أساس التحليل بالنسبة للمستثمر المؤسسي و المحلل المالي أكثر منه عند مستخدمي الشارت من فئة المحللين الفنيين. حيث يركز المستثمر المؤسسي والمحلل المالي على معدلات الربحية والأصول و حقوق الملكية و التدفقات المالية. كما أنهم يميزون بين الأرباح التشغيلية و غير التشغيلية وهامش الربح و السيولة و نسب الديون للأصول السائلة وكذلك العائد على حقوق المساهمين. كما يقومون بالتنبؤ بالتدفقات الداخلة والخارجة للشركة. بالإضافة الى ذلك ينظرون الى مقدرة الشركة على دفع إلتزاماتها عند حلول آجالها.

على خلاف المحللين الفنيين في الأسواق المالية المتقدمه، يعاين بعض مستخدمي الشارت في الكويت بعض المؤشرات المالية مثل الأرباح المحققة و الغير محققة، جودة الأرباح، مضاعف السعر للربحية للسهم حيث ذكر المشاركون TA4 أنه دائماً ينظر لأرباح الشركة قبل إتخاذ أي قرار إستثماري. كذلك تبين من خلال التحليل أن المحللين الفنيين دائماً يدعمون التحليلات الفنية بيانات و أرقام محاسبية عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية. على خلاف ذلك، ذكر المشاركون TA5 انه لا ينظر لأي بيانات مالية عند تقييم أسعار الأسهم و أنما يعتمد فقد على الرسومات البيانية و المتوسطات المتحركة لأسعار الأسهم.

وذكر المشاركون من فئة المستثمر المؤسسي و المحللين الماليين إلى أنهم يناقشون المدراء

التنفيذيين للشركات عن بياناتهم المالية وعملياتهم وتوقعاتهم لمشاريعهم الحالية و المستقبلية. وجد (Pike et al. (1993) and Arnold and Moizer (1984 نتائج ماثلة لدراسة في المملكة المتحدة. في المقابل، لا يقوم بذلك المحللين الفنيين بإستثناء TA6، الذي أكد أنه يقوم بمقابلة مدراء الشركات في بعض الأحيان متى ما أمكن ذلك في الحالات التي يكون لديه معرفة شخصية بالمسؤولين بتلك الشركات. كما بينت هذه الدراسة أن معظم المشاركين من فئة المستثمر المؤسسي يقومون بزيارة الشركات التي استثمروا فيها و يناقشون بعض المواضيع المالية والخطط الحالية و المستقبلية عند الرغبة بزيادة حصصهم فيها.

بينما يعتبر كل من التحليل الفني و التحليل الأساسي مهم ويتمتع بشعبية كبيرة في أسواق المال، يظل أقلية من المقابلين (3 من 16) يأخذون بالإعتبار إدارة المخاطر بشكل دوري. دراسات كثيرة سابقة وجدت نتائج مشابهه كما في نيجيريا (Tijjani, et al., 2009) و المملكة العربية السعودية (Al-Abdulqader et al., 2007).

إن القليل من المشاركين (INS2, INS8, IA7) يقومون بالتنبؤ وحساب مستويات المخاطر لأسعار الأسهم مثل مؤشر بيتا والانحراف المعياري، ومعدلات حساب الخطأ وكذلك مؤشر شارب كجزء من سياساتهم الإستثمارية (INS8 و INS2) بينما المشاركون IA7 يقوم بحاسب مؤشر بيتا للسهم فقط. بخلاف أولئك أشار جميع المشاركين في الدراسة أن غالبية مدراء المحافظ والصناديق الإستثمارية في سوق الكويت للأوراق المالية لا يأخذون بعين الإعتبار إدارة المخاطر عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

3.5. مصادر المعلومات المستخدمة من قبل المستثمرين في سوق الكويت للأوراق المالية

يعتقد معظم المشاركين بالبحث (11 من 16) بأن المعلومات التي يحتاجونها لتقييم أسعار الأسهم بالنسبة للشركات الكويتية المدرجة غير متوفرة في الوقت المناسب التي تمكنهم من تحليل تلك الأسهم. حيث ذكروا أن مستوى الإفصاح و الشفافية ضعيف في الشركات المدرجة حيث أن الشركات لا تفصح إلا حين إذا كان هناك إلزام قانوني بذلك. و كذلك تبين من خلال آراء المشاركين أن مستوى الإفصاح لم يكن موحداً عند جميع الشركات المدرجة. فهناك شفافية وإفصاح جيد عند الشركات الجيدة مثل البنوك، شركة الصناعات الوطنية القابضة و شركة زين للاتصالات. كذلك يتفاوت مستوى الإفصاح عند القطاعات المختلفة. حيث ذكروا أن قطاع الاستثمار أقل إفصاحاً بالمقارنة مع قطاع البنوك. عموماً يوصي المشاركون بهذه الدراسة أنه يجب أن تؤخذ التدابير لزيادة مستويات الإفصاح و الشفافية والرقابة على الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

ويعتمد معظم المستثمرون المؤسسيون في قراراتهم الإستثمارية على معلومات من خلال زياراتهم لهذه الشركات (14 من 16). في المقابل، العكس عند المحللون الفنيون فهم يعتمدون في تداولاتهم على الشارت و المؤشرات الفنية الأخرى للتحليل الفني. مع ذلك فإن جميع المحللين الفنيين ذكروا بأنهم يتبعوا حركة تداول كبار المستثمرين في السوق حيث ذكروا أن الشارت أحياناً يكشف دخول هؤلاء المستثمرين إن كان مصحوباً بتداول عالي. ذكر جميع المشاركين في البحث أن أخبار الشركات المدرجة ضرورية ومهمه للتحليل الأساسي و الفني. كل منهم يتابع أخبار الشركات عند إتخاذ القرارات الإستثمارية. فعلى سبيل المثال، ذكر IA7

أنه يبحث في أرشيف الجرائد عن معلومات عند تحليل الشركات.

لقد تبين أن أغلب المشاركين بهذه الدراسة يستقصي كل المعلومات المنشورة وغير المنشورة بما فيها المعلومات الداخلية عند اتخاذ القرارات الإستثمارية. نوه INS1 أنه أستخدم كل المعلومات المتاحة لتقييم أسعار الأسهم مثل التقارير المالية، الأخبار، الرسومات البيانية، معلومات من داخل الشركة، بالإضافة إلى المناقشات مع المدراء التنفيذيين في الشركات.

الخاتمة:

خلصت نتائج الدراسة إلى أن طرق التحليل الفني شائع الإستخدام بين جموع المستثمرين وهي أكثر شيوعاً بالمقارنة مع نظرائهم في الأسواق المالية المتطورة، كما تبين أن المستثمرين غالباً ما يعتمدون على أساليب التحليل الفني في قراراتهم الإستثمارية قصيرة المدى، و على وجه الخصوص عند تحديد نقاط الدخول و الخروج من السهم، أساليب التحليل الفني المستخدمة يتضمن البحث عن أنماط و أشكال ورسومات بيانية متعارف عليها بين جموع المحللين الفنيين. إستخدام المتوسطات المتحركة تعد من أكثر و أشهر أدوات التحليل الفني المستخدمة بينما التحليل بإستخدام نسب الصعود والنزول (Filter Rules) فهو غير مستخدم بتاتا.

بينت الدراسة أنه هناك بعض التشابه و الاختلاف بين آراء المشاركين بالبحث و نتائج الدراسات السابقة. هناك تشابه بين المستثمر في الكويت مع المستثمر في الدول المتقدمة و النامية حيث وأنه على الرغم من أن المشاركون في البحث غالباً ما يستخدمون التحليل الفني إلا أنه اتضح أن التحليل الأساسي يأتي في المرتبة الأولى يليه في الترتيب التحليل الفني ثم تحليل المخاطر في المرتبة الثالثة. مع ذلك، يختلف التحليل الفني المستخدم في الكويت عن مثيله في أسواق المال المتقدمة، حيث أن بعض المحللين الفنيين يقومون بمعاينة ربحية الأسهم قبل

تحليل الرسوم البيانية لأسعار الأسهم. إضافةً على ذلك، تبين أن المحللين الفنيين يتبعون حركة التداول لكبار المستثمرين من خلال الشارت في سوق الكويت للأوراق المالية.

كما تبين من خلال البحث أن هناك عدة إختلافات في آراء المستثمرين المؤسسيين و المحللين. إعتاد المستثمرين المؤسسيين و المحللين الماليين إلى معاينة أداء و ربحية السهم لخمس سنوات تاريخية، بينما يقوم المحللين الفنيين بالإطلاع على أقصى ما يمكن من أسعار تاريخية وذلك للتنبؤ بالأسعار المستقبلية. إتضح أيضاً أن المستثمرين المؤسسيين و المحللين الماليين يقومون بتحليل ودراسة المعلومات الحاسبية و مشاريع الشركة الحالية و المستقبلية مع المدراء التنفيذيين بينما هذا غير مرجح عند المحللين الفنيين. إضافةً إلى ذلك، بينت الدراسة أن المعلومات الداخلية من الشركات على الرغم من عدم قانونيتها أسلوب شائع الإستخدام من قبل المستثمرين المؤسسيين متى ما توفرت المعلومة، في حين لا يعتمد أي من المحللين الماليين أو الفنيين على ذلك في إتخاذ القرارات الإستثمارية.

أن هذه الدراسة تقدم معلومات عن موضوعات مثل «التحليل الفني» خصوصاً التي لم تناقش من قبل في بعض الأسواق الناشئة كما هو الحال في دولة الكويت حيث يغلب على تلك الأسواق أنها لا تتميز بكفاءة في أسعار الأسهم بالمقارنة بغيرها في الأسواق المتقدمة. وقد عرف عن الأسواق النامية و الناشئة أنه يمكن التنبؤ بأسعار الأسهم التاريخية وأن إستخدام التحليل الفني في تلك الأسواق قد يكون مريح. ونوصي من خلال هذه الدراسة المشرعين وجهات الرقابة عموماً في تلك الأسواق وخصوصاً سوق الكويت للأوراق المالية بتطوير وتحسين كفاءة السوق وذلك عن طريق إلزام الشركات المدرجة بزيادة مستويات الإفصاح والشفافية والتطبيق السليم لمعايير المحاسبة ومعايير الإبلاغ المالي الدولية في سوق الكويت للأوراق المالية.

المراجع

بنك الكويت المركزي، 2009، مجموعة من النشرات الإقتصادية ربع السنوية من عام 1995 حتى 2009، متوفرة على الرابط التالي :

<http://www.cbk.gov.kw/cbkweb/servlet/cbkmain?Action=qtbl&archive=20090103&tbl=RQ34>

سوق الكويت للأوراق المالية، 2008، مجموعة من النشرات الصادرة من سوق الكويت للأوراق المالية، متوفرة على الرابط التالي :

<http://kuwaitse.com/PORTAL/A/KSE/Downloads.aspx>:

د. محمد محمود سلامة وآخرون، محاسبة الشركات، الكويت، دار العلم، 2013.

Abul, B. (2005), "Volatility in Kuwait Stock Exchange", Unpublished Master Thesis, Maastricht School of Management, Maastricht.

Abumustafa, N. (2007), >>A Review of Regulation, Opportunity and Risk in Gulf Cooperation Council Stock Markets the Case of Kuwait<>, International Research Journal of Finance and Economics, Issue 8, pp. 134-146.

Al-Abdulqader, K.A., Hannah, G. and Power, D.M. (2007), "The Appraisal of Ordinary Shares by Saudi investors", Research in International Business and Finance, Vol. 21 No. 1, pp. 69-86.

Alexander, S.S. (1964), "Price Movements in Speculative Markets: Trends on Random Walks", Industrial Management Review, Vol. 2, Spring, pp. 24-46.

Al-Loughani, N. E., (1995), "Random Walk in Thinly Traded Stock Markets: The Case of Kuwait", Arab Journal of Administrative Sciences,

Vol. XXXIV, pp. 25-47.

Al-Loughani, N. E., Moosa I., (1999), "Testing the Efficiency of an Emerging Stock Market Using Trading Rules: The Case of Kuwait", Journal of the Gulf and Arabian Peninsula studies, Vol. 95, pp. 217-237.

Almujaed H. (2011), "Technical Analysis in The Kuwait Stock Exchange", Unpublished PhD Thesis, University of Dundee, Dundee.

Almujaed, H Fifiield, S., Power, D., (2012) "Share Valuation Methods and Data Sources based Accounting In Emerging Stock Market: The Case of the Kuwaiti Stock Market", International Business and Economic Research, Vol. 11, No. 7, pp. 713-730.

Alshamali, M. (1989), "Weak Form Efficiency and Factors Leading to Market Efficiency in the Kuwait Stock Market", Unpublished PhD Thesis, University of Loughborough, Loughborough.

Al-Yaqout, A. (2006), "The Usefulness of Quarterly Financial Reports", Unpublished PhD Thesis, University of Loughborough, Loughborough.

Arnold, J. and Moizer, P. (1984), "A Survey of the Methods Used by UK Investment Analysts to Appraise Investment in Ordinary Shares", Accounting and Business Research, Summer, pp. 195-207.

Arnold, J., Moizer, P. and Noreen, E. (1984), "Investment Appraisal Methods of Financial Analysts: A Comparative Study of UK and US Practices", International Journal of Accounting, Spring, pp. 1-18.

Brock, W., Lakonishok, J. and Lebaron, B. (1992), "Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns", Journal of Finance, Vol. 47 No. 5, pp. 1731-1764..

Brown, S. J., N., W. and Goetzmann, A. K. (1998), "The Dow Theory: William Peter Hamilton's Track Record Reconsidered", Journal of Finance, Vol. 53 No. 4, pp. 1311-1333.

Butler, K. C. and Malaikah, S. J. (1992), "Efficiency and Inefficiency in Thinly Traded Stock Markets: Kuwait and Saudi Arabia", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 16 No.1, pp.197-210.

Fama, E. F. and Blume, M. E. (1966), "Filter Rules and Stock-Market Trading", *Journal of Business*, Vol. 39 No. 1, pp. 226-241.

Fifield, S., Power, D. and Sinclair, D. (2005), "An Analysis of Trading Strategies in Eleven European Stock Markets", *The European Journal of Finance*, Vol. 11 No. 6, pp. 531-548.

Fifield, S., Power, D. and Sinclair, D. (2008), "The Performance of Moving Average Rules in Emerging Stock Markets", *Applied Financial Economics*, Vol. 18 No. 19, pp. 1515-1532

Hussey, J. and Hussey, R. (1997), *Business Research: A Practical Guide for Undergraduate and Postgraduate Students*, Palgrave Macmillan, London.

Kuwait Stock Exchange (2000), 'Law No. 20 for the Approval of Non Kuwaitis to Own Shares in the Kuwaiti Shareholding Companies', available at: <http://www.kuwaitse.com/PORTAL/A/KSE/ministerialresolution1.aspx> (accessed 24 December 2008).

Kuwait Al-Youm Magazine (2008), 'Law No. 2 of 2008 on Amending Some Provisions of Kuwait Income Tax Decree No. (3) of 1955', No. 856, February.

Lease, R.C., Lewellen, W.G., Schlarbaum, G.G. (1974), «The Individual Investor: Attributes and Attitudes», *Journal of Finance*, Vol. 29 No.2, pp.413-38.

Lovell-Green, N. J., Affleck-Graves, J. F. and Money, A.H. (1986), "A Survey of Investment Appraisal Methods Used by Financial Analysts in South Africa", *The Investment Analysts Journal*, Vol. November, pp. 7-19.

Mahmoud, A.S. (1986), "National Burden of the Crisis of the Stock Market

in Kuwait”, Social Sciences Journal, Vol. 14 No. 1, pp. 13-34.

McCluskey, T., Broderick, A., Boyle, A., Burton, B. and Power, D. (2010), “Evidence on Irish Financial Analysts’ and Fund Managers’ Views about Dividends”, Qualitative Research in Financial Markets, Vol. 2, No. 2, pp.80 – 99.

Mobius, M., (2008), “Emerging Economies Have Not Lost Their Appeal: English”, Financial Times, 21/10/2008.

MSCI (2008), “Morgan Stanley Capital International Barra Announces its Conclusions from its Recent Market Classification Study”, Available: http://www.msicbarra.com/news/pressreleases/archive/20080618_pr.pdf, [Accessed 2/11/2009].

Pike, R., Meerjanseen, J. and Chadwick, L. (1993),”The Appraisal of Ordinary Shares by Investment Analysts in the UK and Germany”, Accounting and Business Research, Vol. 23, pp. 489-499.

Roscoe, P. and Howorth, C. (2009),”Identification Through Technical Analysis: A Study of Charting and UK Non-Professional Investors”, Accounting, Organizations and Society, Vol. 34 No. 2, pp. 206-221.

Salam, E. (2002), Crisis Management in Stock Exchanges, Abu Dhabi Press, Abu Dhabi.

Tijjani, B. (2008), “An Empirical Investigation of the Equity Investment and Share Valuation Process in Nigeria”, Unpublished PhD Thesis, University of Dundee, Dundee.

