تسيير المحافظ المالية بين التحليل الكمي والكيفي
دراسة مقارنة

Financial portfolios management between quantitative and qualitative analysis
A Comparative study

قاسمي شاكر

أستاذ محاضر قسم –أ-

جامعة الشاذلي بن جديد ـ الطارف ـ الجزائر

Chaker2204@hotmail.com

تاريخ التقديم للنشر: 28/06/2020

تاريخ القبول للنشر: 22/11/2020

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على آليات تسيير المحافظ المالية والتي تندرج تحت أحد نوعين أساسيين من التحليل الكمي أو الكيفي، وتدور إشكالية البحث حول فكرة أساسية مفادها عدم إمكانية الاعتماد على التحليل الكمي في الرفع من المردودية المتراكمة للمحافظ المالية على المدى القصير، ما يستدعي الاستعانة بتقنيات أخرى غير التقنيات الكمية وهو ما يوفره التحليل الكيفي.

وقد خلص البحث إلى أن تعظيم المردودية المتراكمة للمحافظ المالية على المديين القصير والطويل لا يتأتى إلا من خلال الدمج بين تقنيات التحليل الكمي من جهة والتقنيات الكيفية من جهة ثانية، ولكن ذلك يتطلب نموذجا بعينه يتبعه مسير المحفظة المالية وهو ما تم تقديمه في نهاية البحث.

- **الكلمات المفتاحية:** المحافظ، المالية، التحليل، الكمي، الكيفي، المردودية.

Abstract:

This research aims to highlighting the different technics in the field of the portfolio analysis, which are involved in tow kinds of technics quantitative ones and qualitative ones. The problem of the paper turn around the incapacity of the quantitative technics to increase the profitability of the portfolio in the short term, which led to use the qualitative technics to achieve that purpose.

The research concluded that maximizing the accumulated profitability of the financial portfolios in the short and long term is only possible through the combination of quantitative and qualitative analysis techniques, but that requires

a specific model which should be followed by the investor of the financial portfolio, and that is what was presented at the end of the search.

Keywords : Portfolio, Financial, Analysis, quantitative, qualitative, profitability.

مقدمة.

يعتبر تسيير المحافظ المالية أحد الشعب الحديثة في مجال النظرية المالية، وقد تسارعت الأبحاث و الدراسات في هذا المجال بفعل الابتكارات المتتالية في مجال الأسواق المالية، و بالنظر للأهمية القصوى التي تلعبها هذه الأسواق في مجال توفير التمويل اللازم لنشاط المؤسسات الاقتصادية من جهة و إتاحة فرص استثمارية متنوعة لأصحاب الفوائض المالية من جهة ثانية أصبح من الضروري المضي قدما في مجال بعث و تطوير تقنيات و آليات متقدمة تساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الملائمة إزاء الأمواج المتلاطمة من المعلومات و الخيارات الاستثمارية، ومن بين ما تم تطويره نوعان أساسيان من التحليل في مجال تسيير المحافظ المالية و هما التحليل الكمي و التحليل الكيفي "الفني".

وقد اختلف المختصون حول مدى أهمية أحد التحليلين مقارنة بالآخر، وعليه فقد ارتأينا إعداد هذه الورقة البحثية والتي ترتكز على الإشكالية التالية:

ما الذي يرفع من فعالية تسيير المحافظ المالية، أ هو التحليل الكمي أم الكيفي؟

- **فرضيات البحث:**

- الفرضية الأولى: يؤدي الاعتماد الجيد على التحليل الكمي إلى الرفع من فعالية عملية تسيير المحفظة المالية على المدى الطويل؟

-الفرضية الثانية: يمكن التحليل الكيفي من التحرك بفعالية على المدى القصير؟

- الفرضية الثالثة: يؤدي دمج كل من التحليل الكمي والكيفي إلى ضمان تسيير فعال للمحفظة المالية عبر الزمن؟

- **أهمية الموضوع:**

تتأتى أهمية الموضوع من كونه يقدم طرحا متميزا يرتكز على نقطتين أساسيتين هما:

- كونه يعالج إشكالية البحث في أسباب فعالية عملية تسيير المحافظ المالية، متسائلا حول مكانة كل من التحليلين الكمي والكيفي.
- يدفع بفكرة أساسية مفادها نجاعة كل تحليل على مدى مساحة زمنية معينة (المدى القصير، المتوسط والطويل)، مما يتطلب دمجا مدروسا لكلا النوعين من التحليل في مجال تسيير المحافظ المالية.

- **أهداف البحث:**

يهدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على أربع نقاط أساسية مفادها:

- توضيح بعض أهم التقنيات الكمية والكيفية المستخدمة في مجال تسيير المحافظ المالية.
- تبيان أوجه الاختلاف والشبه الرئيسية بين نمطي التحليل (الكمي والكيفي).
- إبراز فعالية التحليل الكمي على المدى الطويل.
- توضيح أهمية التحليل الكيفي في التحرك على المدى القصير.
- وضع نموذج يدمج التحليلين بشكل مدروس يرفع من فعالية استخدامهما في مجال تسيير المحافظ المالية بشكل متواصل.
- **منهج البحث:**

تم إتباع المنهج الوصفي والتحليلي لتبيان أبعاد الموضوع وللربط بشكل واضح بين متغيراته الأساسية والمتمثلة في التحليل الكمي، التحليل الكيفي، تسيير المحافظ المالية، وهو ما مكننا من مقاربة الإشكالية بشكل دقيق وموضوعي.

ـ الدراسات السابقة:

أجريت العديد من الدراسات السابقة حول استخدام التحليلين الكمي و الكيفي في مجال تسيير المحافظ المالية إلا أن القليل منها تناول إشكالية محدودية فعالية كل منهما عبر مدة زمنية معينة، وما يميز دراستنا هذه هو تناولها لهذه العلاقة التي تربط بين فعالية أحد التحليلين بمدى زمني معين، فالقول بفعالية التحليل الكمي على المدى الطويل دون القصير و ارتباط فعالية التحليل الكيفي بالمدى القصير و بالتحركات الاستراتيجية والمناورات داخل الأسواق يعد تميزا وتوضيحا بالغ الأهمية في مجال تسير المحافظ المالية انفردت به دراستنا هذه، ضف إلى ذلك فالدفع بالفكرة الأساسية التي مفادها ضرورة الدمج بين التحليلين لتعظيم عوائد المحافظ المالية على المديين القصير و الطويل يعتبر أيضا تميزا معتبرا في هذا البحث.

١ـ التحليل الكيفي:

قبل التعرض للتحليل الكمي الذي يشكل الركن الأساس في مجال تسيير المحافظ المالية، سنعكف في هذا العنصر على تبيان بعض آليات التحليل الكيفي والذي ستتبين أهميته الكبرى عبر ثنايا هذا البحث، إذ أن تحرك المستثمرين داخل الأسواق المالية لا ينفك مرتبطا بجمع البيانات التاريخية والمعلومات الخفية الحالية والمستقبلية والتي في الكثير من الأحيان تمكن المستثمر من التحرك بشكل استراتيجي لتفادي خطر ما أو اقتناص فرصة معينة.

ولما كان من الضروري التحكم في وسائل وتقنيات تسيير المحافظ المالية بشكل كمي بحثا عن مردودية قصوى في ضل مخاطر متنوعة، كان أيضا من الضروري التحكم في جملة من التقنيات الكيفية التي تمكن من إعطاء قراءات دقيقة لتحركات الأسواق المالية وكيفية التعامل مع المحافظ المالية المستثمرة فيها، وفيما يلي سنحاول تقديم بعضا من أهم تلك التقنيات الكيفية والتي سيتم مقارنة فعاليتها مع تقنيات التحليل الكمي لاحقا.

١ـ١ـ خطوط الاتجاه العام:

تعتبر خطوط الاتجاه العام أحد التقنيات الأساسية في تتبع و استقراء تطور المؤشرات و الأسعار داخل الأسواق المالية، إذ انه مهما اختلفت التقنيات الكمية التي ستستخدم للمفاضلة بين المحافظ المالية أو بين الأوراق المالية لابد من المرور أولا بتقنية خطوط الاتجاه العام و التي تعطي لمحة شبه مؤكدة في الكثير من الأحيان عن تطور المعطيات السوقية "كميات، أسعار، أرباح....الخ"، كما ان الخوض في تتبع الخطر أو البحث عن المردودية أو الموازنة بينهما دون الارتكاز أولا على هذه التقنية يعد في حقيقة الامر خرقا للقواعد الصارمة التي يفترض أن تسير بها المحافظ المالية عموما(David SENNHAUSER, 2008,P :12)[١].

وحسب المختص François BARON يمكن التعبير عن خط الاتجاه العام بما يلي:

« il s'agit d'un mouvement sur les cours assez régulier et soutenu dans un sens déterminé, sur une certaine période de temps. Il peut être soit à la hausse, on parlerade tendance haussière, soit à la baisse pour une tendance baissière»(BARON, François, 2008, P :490)[i].

ومنه يعتبر تحرك الأسعار لفترة معين بشكل مطرد باتجاه معين دليلا على احتمالية تواصل الحركة دون انقطاع لفترة معتبرة مستقبلا.

الشكل التالي يسمح لنا بتتبع تسعير أسهم 'IBM' يوميا في بورصة باريس، فإذا نظرنا إلى المنحنى المرسوم باللون الأخضر فقط، نجد أنه يعكس نمو مطردا على الأشهر الأخيرة 'أكتوبر، نوفمبر، ديسمبر'، إلا أن القراءة بهذا الشكل تعتبر قاصرة، فإذا عمقنا التحليل حسب القواعد المطورة في هذا المجال نجد جملة من النقاط التي يجب أخذها بعين الاعتبار أثناء إجراء أي تحليل لحركية السوق.

أـ خط المقاومة "A"[٢](Saxo BANQUE, 2014, P :03):

الخط المستقيم باللون الأحمر 'A' لابد أن يأخذ بالحسبان إذ أن القاعدة تقول أن أي قطعة مستقيمة يمكن أن تلامس ثلاث قمم على الأقل تصبح معنوية الدلالة، بعبارة أخرى جملة القيم المسجلة لأسعار اسهم هذه الشركة لم تتمكن من تجاوز القطعة 'A'لمدة سنة كاملة تقريبا و هو ما يمنح هذه القطعة المستقيمة دلالة كبيرة، هذه الأخيرة يطلق عليها في إطار التحليل الكيفي "الفني" مصطلح "خط المقاومة - Ligne de résistance-".

[١] David SENNHAUSER. (2008). « Application de l'analyse technique financière à l'analyse de traces d'exécution de programmes », Hôte école de gestion de GENEVE, P :12.

[٢] Saxo BANQUE. (2014). « Les bases de l'Analyse technique », Rapport, Aout, P :3.

شكل رقم (١): خطوط الاتجاه العام، خط المقاومة وخط الدعم.

المصدر:

https://www.cmcmarkets.com/fr-fr/formation-trading-forex/analyse-de-tendance

من خلال التركيز على خط المقاومة يعطي المحللون والخبراء خلاصتين أساسيتين:

- الأولى: تتمثل في كون الاقتراب من خط المقاومة يؤدي إلى تراجع وتقهقر في أسعار الأسهم على مدى فترة تتراوح حسب المثال المقدم بين شهر ونصف إلى شهرين قبل التعافي والانطلاق من جديد، وهو ما يوجب على المستثمرين الحذر عند الاقتراب من هذا الخط، وبالتالي تعديل مكونات محافظهم المالية بما يعظم مردوديتهم أو عليهم الاستسلام إلى مدة زمنية من الركود في انتظار التعافي والرجوع إلى مستويات أعلى من السابق

.(Dominique POINCELOT, 2015, P :28)

- الثانية: تتمثل في أن أسعار الأسهم إذ ما تمكنت من تجاوز خط المقاومة فذلك يعني أنها اكتسبت متانة وقوة سوقية بفعل عوامل متعددة قد يكون هناك ما يرتبط منها بالمؤسسة وقد يكون منها ما يرتبط بالقطاع أو السوق أو حالة الاقتصاد عموما، حيث تصبح تلك الأسهم ذات قبول ورواج يرفعان من أسعارها السوقية إلى مستويات أعلى.

فإذا تكونت فوق خط المقاومة قمم جديدة تتجاوز الثلاث أصبح بالإمكان التكلم عن مجال تطور جديد لأسعار الأوراق المالية و إلا فإمكانية السقوط و التراجع إلى ما تحت خط المقاومة السابق يبقى أمرا واردا .[١](Dominique POINCELOT, 2015, P :28)

[١] Idem.

ب- خط الدعم"B"[1](Saxo BANQUE, 2014, P :03):

بالعودة إلى الشكل السابق نلاحظ وجود خط مستقيم 'B' يحد المنحنى البياني الأخضر المبين لأسعار الأسهم من الأسفل، يطلق على هذا الخط مصطلح "خط الدعم"، فإذا كان هذا الخط ملامسا لثلاث قمم مقلوبة على الأقل اعتبر أرضية دنيا لأسعار الأسهم، وهو يعكس حدودا قصوى لتدني الأسعار يمكن أن تساعد المستثمرين في رسم استراتيجياتهم المتعلقة بالبيع أو الشراء آجلا أو عاجلا. من المنحنى البياني رقم (١) نلاحظ أن خط الدعم يلامس خمس قمم سفلى وهو ما يجعله ذو دلالة معنوية كبيرة، كما يلاحظ أن أسعار أسهم شركة 'IBM' قد اخترقت الخط في شهر اكتوبر من سنة ١٩٩٨ ولكنها ما لبثت أن صعدت فوق الخط من جديد وهو ما يبين القوة التفسيرية لخط الدعم المبين على الشكل رقم (١).

يشير الخبراء إلى أن إمكانية اختراق خط دعم مماثل (ملامس لخمس قمم) ليست بالأمر السهل حيث يتطلب الأمر أكثر من تعثر للشركة الأم، و في الحالة المبينة أعلاه يرجع المحللون عملية الاختراق إلى التهاوي الكبير الذي عرفته الأسواق في تلك الفترة حيث تراجع مؤشر CAC40 من مستوى ٤٠٠٠ نقطة إلى ٣٠٠٠ نقطة و بالتالي يبقى تراجع الأسواق بهذه القوة هو المسوغ الوحيد و المبرر الأساسي لعملية اختراق خط الدعم القوي.

ج-خط الوسط 'C':

من الشكل السابق يتضح أيضا وجود خط "الوسط" وهو يعكس متوسط القيم القصوى وينصح الخبراء بوضع هذا الخط بشكل مواز لخط المقاومة أو خط الدعم بشكل يتوسط القمم العليا والسفلى، يفيد هذا الخط المستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار خاصة على المدى القصير.

د-خط الأرضية 'D':

من خلال الشكل السابق يمكن أن نلاحظ أنه قبل منتصف شهر أبريل كان الخط 'D' يلعب دور "خط المقاومة" لعدة مرات اختراق خلال الأشهر التي سبقت ثم ابتداء من النصف الثاني من شهر أبريل بدأ هذا الخط يأخذ دور "خط الدعم"، ومنه يمكن أن يستشف أنه من غير المتوقع أن تنخفض أسعار أسهم شركة 'IBM' تحت هذا الحد مرة أخرى، وهو ما يعطي للمستثمرين فكرة عن كيفية الاستثمار على المدى الطويل.

تعتبر تقنية خطوط الاتجاه العام الوسيلة الأساسية في التحليل الكيفي 'الفني' إذ أنها تستخدم كقاعدة لتقنيات تحليلية مساعدة أخرى.

١-٢- المعدلات المتحركة:

تعد المعدلات المتحركة أحد أهم الأدوات المستخدمة من طرف الخبراء والفنيين في مجال التحليل الفني الداعم لتسيير المحافظ المالية، حيث تعكس هذه المعدلات المتحركة حجم القوى التي تخضع لها

[1] Saxo BANQUE. (2014). Op-cit, P :3.

الأوراق المالية داخل الأسواق، ويتطلب استخدام هذه التقنية تمرسا كبيرا من أجل استخراج وتفسير ما تحمله من دلالات. الشكل التالي يبين تموضع هذه التقنية داخل المنحنيات البيانية، حيث نلاحظ وجود المنحنى 'MM20' والذي يبين الخط الرابط بين جميع المعدلات المتحركة، إذ تقضي هذه التقنية بجمع الأسعار اليومية لمدة معينة ثم تقسيمها على عدد الأيام "في مثالنا هذا تم استخدام الأسعار اليومية لـ ٢٠ يوما"، حيث نتوصل في النهاية إلى الحصول على المعدلات المقابلة لكل عشرين يوما لمدة سنة كاملة أو ستة أشهر مثلا.

شكل رقم (٢): خطوط المعدلات المتحركة.

المصدر:

Benjamin ABBOU. (2012). « Développement et optimisation de stratégies de trading, fondées sur des méthodes de l'Analyse technique », Université sorbonne, P :14.

من الشكل أعلاه نلاحظ أن خط المعدلات المتحركة يعكس وضعية وسطية لتطور الأسعار مقارنة بالقيم القصوى، وهو يعكس تطورا عرضيا وسطيا بدل التطور الوسطي للقيم القصوى والدنيا على مدى فترات معينة، وهو ما يمكن المحللين والخبراء من تتبع تطور القيم السوقية بشكل أكثر موضوعية ودقة (Benjamin ABBOU, 2012, P : 14)[١].

من الشكل السابق رقم (٢) نلاحظ وجود منحنى أزرق 'MM50' وهو يعكس المعدلات المتحركة لكل خمسين يوما (٥٠)، وما يميز هذا المنحنى هو أنه أكثر تفلطحا ويتضح عليه بشكل أوضح ميل الأسعار عموما إلى الصعود، في شهر أكتوبر مثلا يتضح أن هناك اتجاها عاما واضحا للمعدلات المتحركة نحو الصعود، وهو ما يعطي أفضلية للمستثمرين للتموقع سوقيا من أجل الاستفادة من سلسلة الارتفاعات

[١] Benjamin ABBOU. (2012). « Développement et optimisation de stratégies de trading, fondées sur des méthodes de l'Analyse technique », Université sorbonne, P :14.

السوقية إلى غاية الاصطدام بخط المقاومة، وهو ما قد يدر أرباحا معتبرة خاصة إذا ما طالت الفترة بين بداية الصعود وخط المقاومة.

من الشكل رقم (٢) يمكن أن نلاحظ تقاطع المنحنيين البيانيين MM20 و MM50 حيث أن بعد التقاطع ترتفع المعدلات و الأسعار السوقية و تواصل ارتفاعها بشكل مطرد باتجاه خط المقاومة، و لذلك يستخدم الخبراء هذه التقنية لتحديد وقت التحرك الاستراتيجي لعمليات الشراء عموما ثم البيع عند مستويات اعلى مستقبلا مادامت الأسعار في ارتفاع و دون سقف السوق (خط المقاومة). و في السياق نفسه نلاحظ أن المنحنيين البيانيين شهدا تقاطعين أساسيين الأول في بداية شهر أبريل و الثاني مع بداية شهر أكتوبر[١](Philippe CAHEN, 1997, P:12).

تعد طريقة المعدلات المتحركة أحد التقنيات الأساسية لتحديد توقيت التحركات الاستراتيجية خاصة فيما يتعلق بعمليات الشراء، كما أنها قد تستخدم في تحديد عمليات الانسحاب 'البيع'، إلا أن المحدد الرئيسي لفعالية هذه التقنية يعتمد على معرفة وضعية السوق بين وضعية ركود لا يمكن فيها توقع تحسن كبير أو نشاط متزايد وبين وضعية مضاربة مخالفة للقواعد والنظم ووضعية عادية تشهد نشاط معتدلا بين عمليات بيع وشراء وهي الوضعية التي يمكن أن تستخدم فيها بنجاح تقنية المعدلات المتحركة.

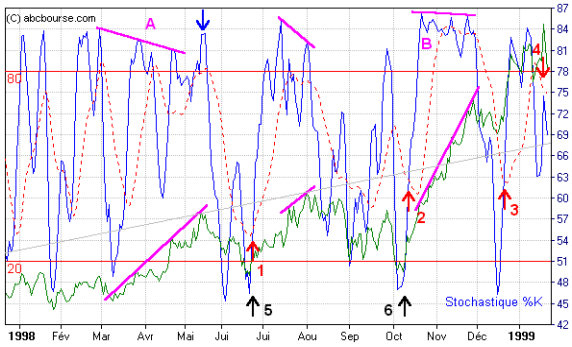
١-٣- تقنية الـ "ستوكاستيك":

تعتبر تقنية الـ " stochastique" أحد التقنيات المبتكرة في مجال التحليل الفني 'الكيفي'، حيث أنها تبين الوضعية النسبية لسعر ورقة مالية معينة مقارنة بالقيم التاريخية للورقة، إذ تعتمد أساسا على سعر الإغلاق من جهة وعلى فارق السعر اليومي.

الشكل المبين أدناه رقم (٣) يبين وجود منحنى باللون الأخضر و هو منحنى السعر السوقي للسهم، و منحنى أخر باللون الأزرق يمثل -الستوكاستيك-، و الذي يستخدم فترة تاريخية للمقارنة مقدرة بـ ١٤ يوما، كما نلاحظ و جود قطعتين مستقيمتين أحدهما تحدد مستوى ٨٠% من قيمة الستوكاستيك و الثانية تحدد مستوى ٢٠% من قيمة الستوكاستيك[ii](Benjamin ABBOU, 2012, P :15).

١. Philippe CAHEN. (1997). « Spéculer avec l'Analyse technique dynamique », ECONOMICA, P :12.

شكل رقم (٣): منحنى الستوكاستيك -اللون الأزرق-.



المصدر:

https://admiralmarkets.com/fr/formation/articles/indicateurs-forex/indicateur-stochastique-forex

ـ القاعدة الأولى: تنص على أنه إذا مر المنحنى الأزرق تحت مستوى ٢٠% يرى الخبراء أن سعر السهم عندها في أدنى مستوياته مقارنة بالقيم التاريخية للسعر على فترة ١٤ يوم، وهو ما يعنى أن التحرك الاستراتيجي في هذه الحالة يقضي بشراء مزيد من الأسهم في انتظار ارتفاع الأسعار من جديد.

كما يضيف الخبراء أنه في هذه الحالة لا يمكن للمستثمر أن يتأكد من ارتفاع سعر السهم من جديد، و أن هذا الأخير لن يواصل الانخفاض أكثر فأكثر، و عليه ينصح المختصون بأخذ قرار الشراء عندما يقطع المنحنى الأزرق -منحنى الستوكاستيك -عتبة الـ ٢٠% متجها نحو الأعلى، و السهمان (٥) و (٦) يبينان بوضوح مكان التدخل المفترض في هذه الحالة(Thierry [١]CLEMENT, 2006, P :130) .

ـ القاعدة الثانية: تفيد بأنه إذا مر المنحنى الأزرق فوق عتبة ٨٠% نجد أنه في أعلى مستويات التسعير، و عليه فلابد من التفكير في اتخاذ قرار البيع و تحقيق المزيد من الفوارق السعرية، إلا أنه لا شيء يضمن تواصل الارتفاع أو استمرار تواجد منحنى الستوكاستيك فوق سقف الـ ٨٠% لوقت طويل فبمجرد أن يقطع المنحنى الأزرق سقف السعر السوقي لابد أن يدرك المستثمر أن السهم قد دخل مرحلة أصبح سعره من أعلى ما سجل مقارنة بقيمه التاريخية خلال الـ ١٤ يوما السابقة (Thierry CLEMENT, 2006, P :130)[٢].

ـ القاعدة الثالثة: تقول بضرورة إجراء مقارنة بين منحى الأسعار السوقية وبين منحنى الستوكاستيك، حيث أنه بالتركيز على القطع المستقيمة الثلاثة المبينة على الشكل رقم (٣) نلاحظ أنها متجهة نحو الأعلى في حين أن القطع المستقيمة الثلاثة المرسومة على قمم الـ الستوكاستيك تنذر بتغير وشيك في اتجاه أسعار الأسهم، وهو ما يعني ضرورة اتخاذ قرار استراتيجي من طرف المستثمر يقضي بتغيير وضعيته بين "بيع وشراء.

[١] Thierry CLEMENT. (2006). « Guide complet de l'Analyse technique pour la gestion de vos portefeuilles Boursiers », MAXIMA, 3e édition, P :130.

[٢] Idem.

.(Thierry CLEMENT, 2006")

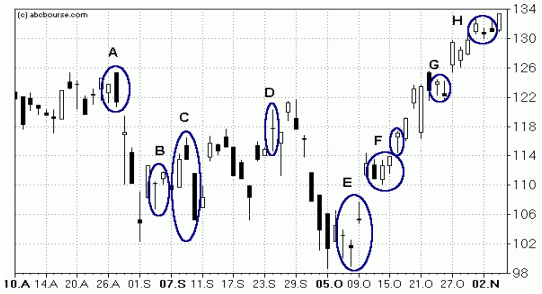
تعتبر منحنيات الـ الستوكاستيك أحد أقوى التقنيات المستخدمة في توقع تغيرات التي قد تطرأ على أسعار الأوراق المالية.

١ـ٤ـ تقنية الشموع اليابانية:

يرجع تطوير هذه التقنية وتعميمها إلى الاختصاصي في مجال تسيير المحافظ المالية " Steve Nisson"، وترتكز هذه التقنية على أسعار الافتتاح والإغلاق لفترة معينة عادة ما تقدر بيوم واحد، و تكون القيم المجتمعة ذات دلالة على مدى أسبوع كامل أو شهر على أقصى تقدير .(Mohammed Soufiane ATTIGUI, 2014)[١]

الشكل التالي رقم (٤) يبين مجموعة الشموع التابعة لسهم شركة معينة منذ شهر أوت إلى غاية شهر أكتوبر، و تبدوا الشموع في شكل قطع ملونة بالأسود بشكل كامل "الدائرة A,C,F".

شكل رقم (٤): مخطط الشموع اليابانية.



المصدر:

https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/7-analyse-technique/28-chandeliers-japonais

فيما يلي سنبين كيفية استخدام تقنية الشموع اليابانية في تحديد المراحل الحرجة المتعلقة بارتداد السوق أو بمنحى تطور أسعار الأوراق المالية، من الشكل أدناه يتبين لنا وجود نوعين من الشموع، الأول في حالة الارتفاع 'باللون الأسود' و الثانية في حالة الانخفاض "باللون الأبيض"، و يمثل الشكل المستطيل المجال الزمني بين سعري الافتتاح و الاغلاق في يوم واحد، فغذا كان اللون أبيضا فالسهم قد سجل ارتفاعا خلال اليوم و إلا فالعكس صحيح(Thierry CLEMENT, 2006, P :96) .[٢]

[١] Mohammed Soufiane ATTIGUI. (2014). "L'impact de la définition de la tendance, la durée de maintien de position et de la stratégie de clôture sur la profitabilité des chandeliers japonais », HEC, Liège.

[٢] Thierry CLEMENT. (2006). Op-cit. P :96

شكل رقم (٥): الأشكال المختلفة للشموع اليابانية.

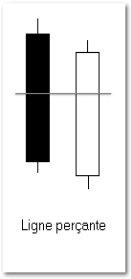
المصدر:

https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/7-analyse-technique/28-chandeliers-japonais

يفيد الخبراء بوجود وضعيتين أساسيتين للتقلبات التي يمكن أن تفسر من خلال الشموع اليابانية:

- الوضعية الأولى[١](François BARON, 2004, PP :55-74): يطلق عليها مسمى "الخط الثاقب" وهي الوضعية التي تظهر فيها شمعة سوداء مشيرة للانخفاض متبوعة بشمعة بيضاء مشيرة للارتفاع، و يلاحظ ان الخط المنطلق من منتصف الشمعة السوداء يمر أيضا عبر الشمعة البيضاء و هذا هو الشرط الأول، أم الشرط الثاني فيتمثل في كون شمعة الارتفاع 'البيضاء' لابد أن تفتح تحت سعر الإغلاق لشمعة الانخفاض و أن تغلق فوق الخط الثاقب (شكل رقم : ٦)، و هذا يعني حسب المختصين أن سعر السهم سيعرف ارتفاع بشكل محتمل جدا، إذ أنه من المنطقي جدا أن تتجه الأسهم للارتفاع بعد تسجيل تراجع في اليوم الأول و تسجيل افتتاح في اليوم الثاني دون سعر الإغلاق في اليوم الأول (أنظر النقطة 'F' في الشكل رقم ٤).

شكل رقم (٦): مخطط الخط الثاقب



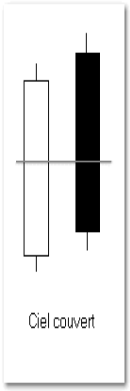
المصدر:

https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/7-analyse-technique/28-chandeliers-japonais

١ François BARON. (2004). « Chandeliers japonais- figures d'indécision et de continuation », Collection Analyse technique, Editions d'Organisation, PP :55-74.

- الوضعية الثانية(François BARON, 2004)[1] : يطلق عليها مسمى "السماء المغشاة" وهي الوضعية التي تظهر فيها شمعة سوداء مشيرة للانخفاض متبوعة بشمعة بيضاء مشيرة للارتفاع، في هذه الحالة نجد أن الشمعة السوداء تشير إلى افتتاح أعلى من سعر الإغلاق 'الشمعة البيضاء' كما أن سعر الإغلاق أدنى من الخط الذي يتوسط الشمعة المشيرة إلى الارتفاع "الشمعة البيضاء". و عليه يقول الخبراء أنه في مثل هذه الوضعية ستكون الأسعار آيلة للانخفاض، حيث أن الافتتاح أعلى من سعر الإغلاق و الاغلاق تحت خط الوسط لليوم السابق، و بالتالي فسعر السهم لم يكتسب القوة الكافية حتى ليتجاوز منتصف السعر الذي كان عليه في اليوم السابق و عليه يمكن القول أن الافتتاح بشكل أعلى من سعر الإغلاق للفترة السابقة لا يعني بأي حال من الأحوال تحسن الوضعية السعرية للسهم إذا ما تم الإغلاق تحت منتصف سعر الفترة السابقة،(شكل رقم : ٧)، ويضيف الخبراء أن سعر الإغلاق إذا ما كان فوق خط المنتصف فيمكن القول بوجود قوة سوقية بصدد رفع الأسعار و عندها يمكن القول بكون الاتجاه العام للسعر السوقي للأسهم يميل نحو التحسن.

شكل رقم (٧): مخطط الخط السماء المغشاة



المصدر:

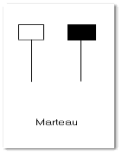
https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/7-analyse-technique/28-chandeliers-japonais

شكل رقم (٨): مدونة الأشكال المستخدمة في تقنية الشموع اليابانية (Site web : leguideboursier)[2]

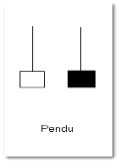
[1] François BARON. (2004). Op-cit.

[2] Site web : leguideboursier

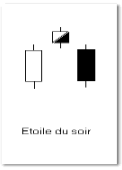
- Lien complet :
  - http://www.leguideboursier.com/apprendre-bourse/chandelier/apprendre-chandeliers-japonais.php
- Consulté le : 11-01-2017.



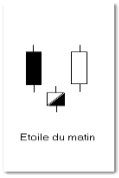
المطرقة: تعكس إمكانية التوجه نحو الارتفاع في حالة تسجيل سلسلة سابقة من الانخفاضات.



المعلق: تعكس إمكانية التوجه نحو الانخفاض بشكل حاد في حالة تسجيل سلسلة سابقة من الارتفاعات المتواصلة.



نجمة المساء: تعكس وصول عملية التسعير إلى أعلى المستويات.



نجمة الصباح: تشير إلى وصول الأسعار السوقية إلى مستويات جد دنيا مع إمكانية الارتداد بشكل سريع نحو الأعلى.

المصدر:

https://www.centralcharts.com/fr/gm/1-apprendre/7-analyse-technique/28-chandeliers-japonais

تعتبر الشموع اليابانية من أهم التقنيات المستخدمة في التحليل الكيفي، وهي طريقة واسعة الانتشار بين الخبراء، إلا أن التعامل بهذه التقنية يبقى رهين التحكم الجيد في أدواتها والمفاهيم المعقدة المتعلقة بمختلف الوضعيات السوقية التي يمكن أن تعرفها أسعار الأسهم.

٢ـ التحليل الكمي:

بعد تعرضنا إلى بعض أهم التقنيات المستخدمة في مجال التحليل الكيفي، سنتناول في هذا الجزء من البحث جملة من أهم الأسس والتقنيات الكمية في مجال تسيير المحافظ المالية، حيث انطلقنا من بسط المفاهيم المختلفة، مرورا بتبيان أنواع الخطر وأبعاده داخل المحفظة المالية، وصولا إلى عرض أهم الأعمال في مجال التسيير الكمي للمحافظ المالية.

٢ـ١ـ المفاهيم الأساسية:

تعتبر نظرية المحافظ المالية من أهم التطورات الحديثة للنظرية المالية، حيث تهتم أساسا بدراسة وتتبع المحافظ المالية، انطلاقا من كونها تحتوي على مجموعة من الأصول التي تختلف من حيث مردودياتها

المختلفة وأخطارها المتنوعة، وتهدف هذه النظرية إلى الوصول إلى تكوين محافظ مالية ذات كفاءة عالية أي أن لها مردودا إجماليا مرتفعا وخطرا إجماليا في أدنى مستوياته.

- **المردودية، العائد، الخطر:**

ولفهم محتوى نظرية المحافظ المالية لابد من التعرض إلى أكثر المصطلحات استخداما في هذا المجال.

- العائد: يتمثل في تلك القيمة التي يطالب بها المساهمون عموما ويرتبط توزيعه بتحقيق الشركة للأرباح وموافقة مجلس الإدارة على عملية التوزيع(Site web: lafinancepourtous)[١] .

- المردودية: وتتمثل فيما يمكن للسهم أن يدره من قيمة إضافية مع الأخذ بعين الاعتبار العائد المطالب به من جهة والسعر السوقي للسهم من جهة ثانية، فالمردودية تشمل العوائد المطالب بها، وقد تكون المردودية "سابقة أو رقمية" أو "لاحقة متوقعة"(Site web: lafinancepourtous).[٢]

- الخطر: ويعبر عن المخاطر التي تصاحب الاستثمار في نوع معين من الأوراق المالية (Honore BIDIASSE, 2015, P :15)[٣]، وهو ينقسم إلى نوعين:

- الخطر النظامي"Risque systématique"(Site web: epargne.ooreka).[٤] : وهو خطر تابع للسوق عموما ويؤثر على جميع الأوراق الموجودة بداخله.

- الخطر الخاص"Risque spécifique"(Site web : epargne.ooreka)[٥] : وهو خطر تابع وملازم للورقة المالية ويرجع عادة إلى وضعية الشركة المالية أو في بعض الأحيان إلى وضعية قطاع ما، و يعبر الخطر عن مدى تشتت المردودية "سابقة أو متوقعة" مقارنة بمركز النتائج أي مقارنة بالمعدل، ويرمز للخطر بـ "σ" (سيقما).

- الخطر الإجمالي(Thierry GRANGER, 2015, P :51)[٦] : هو الخطر الناجم عن دمج الخطرين النظامي والخاص، وهو يميل إلى التناقص بفعل الضغط الممارس من طرف المستثمر على الخطر

---

[1] 1 Site web : lafinancepourtous.

- Lien complet :
  - https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/entreprise/bourse-et-actionnaires/dividendes/
- Consulté le : 12-05-2017.

[2] Idem.

[3] Honore BIDIASSE. (2015) . « Gestion de Portefeuilles », Dossier de Travail, p :15.

4 4 Site web : epargne.ooreka.

Lien complet :

https://epargne.ooreka.fr/astuce/voir/464735/risque-systemique

Consulté le : 17-05-2017.

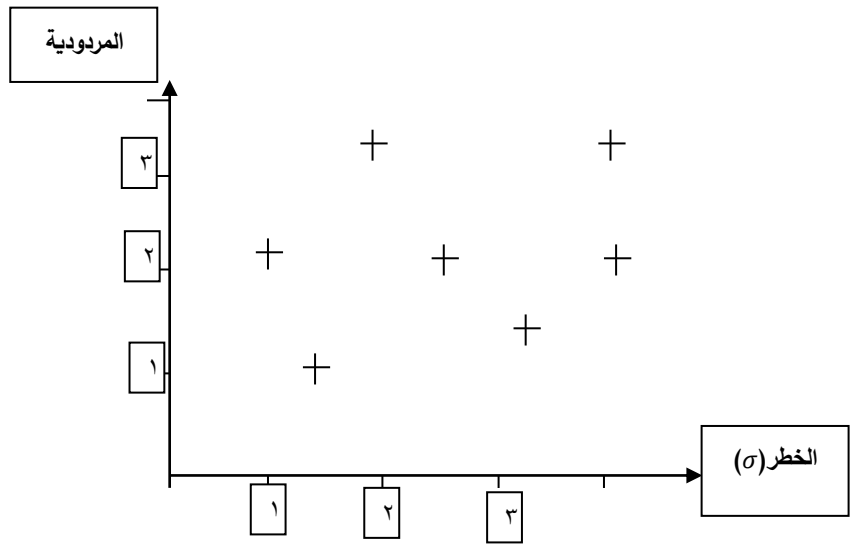
[5] Idem.

6 Thierry GRANGER. (2015). « Théorie moderne de la gestion de portefeuilles », CEA, P :51.

الخاص باستخدام آلية التنويع، إلى أن هناك حدا أدنى لا يمكن للخطر الإجمالي النزول تحته وهو خط الخطر النظامي.

والخطر المستهدف في نظرية المحافظ المالية هو الخطر الخاص المتعلق بمختلف الأوراق المالية، حيث أن الخطر النظامي من وجهة نظر رواد هذا التيار عام ويصعب التأثير عليه، وتستخدم تقنية التنويع كما أسلفنا لتخفيض الخطر الخاص ومن ثمة الخطر الإجمالي لمحفظة معينة. و الشكل التالي (رقم:٠٩) يعطينا فكرة عن العدد اللامتناهي للمحافظ التي يمكن تكوينيها في نوعين من الأوراق المالية بتغيير نسبة كل منهما ($X_1=70\%Y_1=30\%$ أو$X_1=40\%Y_1=60\%$....) في تكوين المحفظة، كما يمكن تكوين عدد كبير جدا من المحافظ بتنويع النسب من جهة وأنواع الأوراق المالية من جهة ثانية، وعليه فبتنامي عدد المحافظ الممكن تكوينها بناء على عدد معين من الأصول يكون المستثمر في مواجهة مستمرة مع حالات لا متناهية من الوضعيات التي تتطلب دراسة وتمحيصا للتقليل من المخاطر أو جعلها ملائمة لمستويات المردودية المطلوبة.

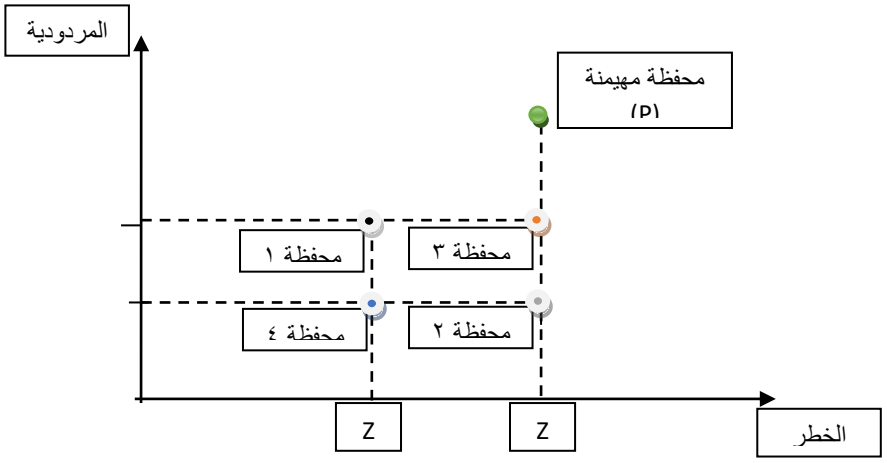
الشكل رقم (٩): عدد المحافظ المالية من توليفة مكونة من أصلين ماليين.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على الأدبيات الاقتصادية

ويعتمد تحديد مستوى مردودية المحفظة على مستوى الخطر الممكن تقبله من طرف المستثمر، حيث يمكن الحصول على أعلى مستويات المردودية، عند مستوى خطر معين، والشكل التالي (رقم:٠٢) يبين وجود محفظة(p)مهيمنة "Portefeuille dominant" عند كل مستوى خطر.

الشكل رقم (١٠): المحفظة المهيمنة عن مستوى خطر معين.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على الأدبيات الاقتصادية.

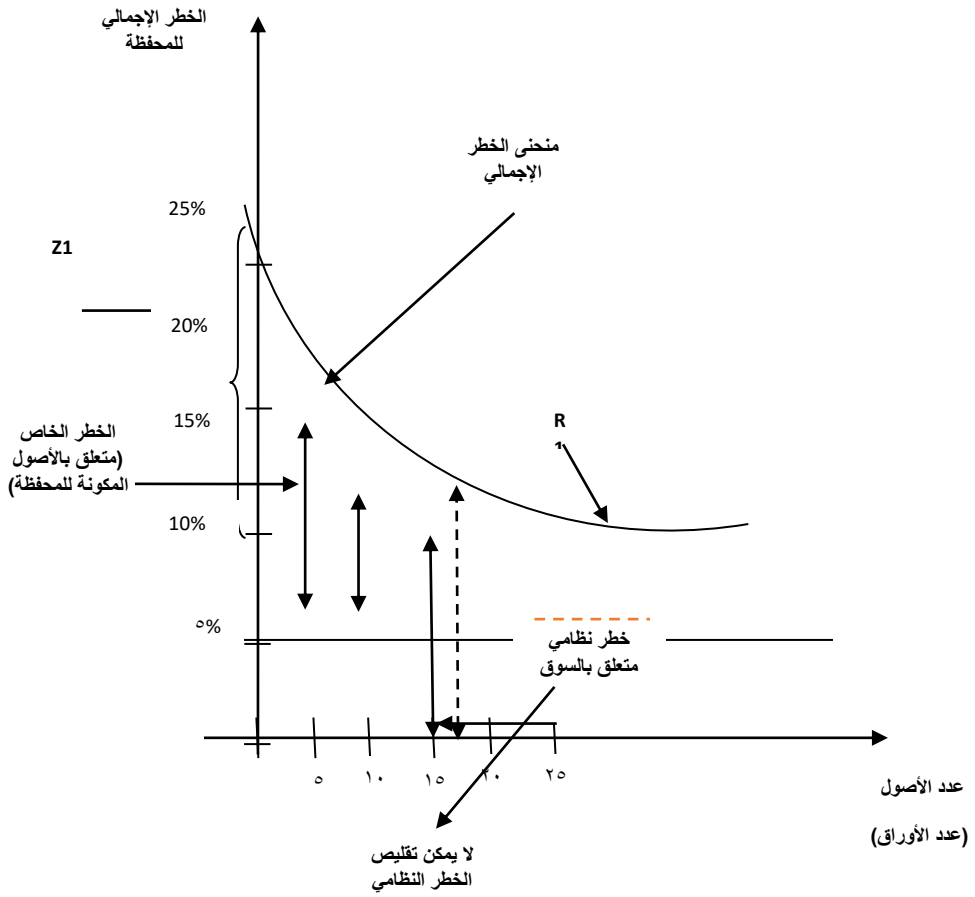
من الشكل رقم -١٠-يتضح أنه عند مستوى الخطر(Z_1)، المحفظة ١ هي الأفضل لأن مردودتها أعلى وعند مستوى الخطر (Z_2) نلاحظ أن المحفظة (p) هي الأفضل مقارنة بالمحفظتين ٢و٣، وعند مقارنة جملة المحافظ مع بعضها البعض نلاحظ أن المواجهة ستكون بين المحفظتين ١ و(p)، ويبقى السؤال مطروحا مبدئيا: هل يقبل المستثمر بخطر أعلى مقابل مردود أكبر؟ هل يختار المحفظة (p) بدل المحفظة١؟.

الشكل التالي (رقم:١١) يوضح مكونات الخطر الاجمالي(Site web: andlil.)[1] لمحفظة ما:

[1] Site web : andlil.

- Lien complet :
- https://www.andlil.com/le-principe-de-diversification-en-gestion-de-portefeuille-144575.html

الشكل رقم (١١): مكونات الخطر الإجمالي لمحفظة مالية.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على الأدبيات الاقتصادية.

من الشكل السابق يتبين أن:

- الخطر الإجمالي: ينخفض بفعل التنويع من ٢٥ % إلى حدود ١٢% في أحسن الأحوال بفعل انخفاض الخطر الخاص، ولكن عند مستوىR1نلاحظ أن عملية التنويع لا تفيد في خفض الخطر الإجمالي، حيث أن هذا الأخير يبقى عند أدنى مستوى له وهو ١٢% مقابل كل عملية إضافة لعدد معين من الأصول المالية.
- الخطر الخاص: (متعلق بالأصول المكونة للمحفظة المالية): نلاحظ أنه عند أقصى حدوده يكون ١٥ % وذلك في غياب التنويع، ثم يبدأ بالانخفاض إلى غاية أدنى مستوياته (تقريبا ٢ إلى ٣%فوق الخطر النظامي) تحت تأثير التنويع في مكونات المحفظة المالية.

٢-٢-أعمال ماكوفيتز- المحفظة المثلى-:

يعتبر اختيار المحفظة المالية المثلى هدفا أساسا للمستثمر، حيث يقوم هذا الأخير بتتبع المحافظ الفعالة

« les portefeuilles efficients »، حيث تكون المحفظة فعالة عندما تمكن من تعظيم المردودية المنتظرة مقابل مستوى معين من الخطر، وجملة المحافظ الفعالة المقابلة كل واحدة منها لمستوى خطر معين تكون متحاذية ما يسمى بحد الفعالية "La frontière efficiente".

وبما أن المحافظ المالية التي يمكن تكوينها تحتوي على نسب مختلفة من أصول معينة (.z..y.x) فإنه وفي حال تمكنا من تحقيق محفظة تحتوي على أصل أو أكثر خال من الخطر(F) فإنه تتكون لدينا محفظة من بين المحافظ الفعالة تسمى المحفظة المثلى، حيث أن مردوديتها ستكون مرتفعة مقارنة بمستوى الخطر الذي سيتدنى، وللحصول على نفس مستوى المردودية بتكوين محفظة تحتوي على أصول ذات مخاطر لابد من زيادة مستوى خطر إضافي وعليه فإن المحفظة المثلى (Idris KHAROUBI, 2015, P :29)[١] هي:

- أولا محفظة فعالة.

- ثانيا فيها أصل من دون خطر، و هي أفضل من أفضل محفظة فعالة ذات أصول لها مخاطر، إذ أنها (المحفظة المثلى) تعظم مؤشر[٢] "sharpe" (Magnard VUIBbert) أي أن كل وحدة خطر إضافية تقدم أكبر عائد ممكن.

والشكل التالي (رقم:١٢) يعطي فكرة عن عملية المفاضلة بين المحافظ الفعالة وعن موقع المحفظة المثلى

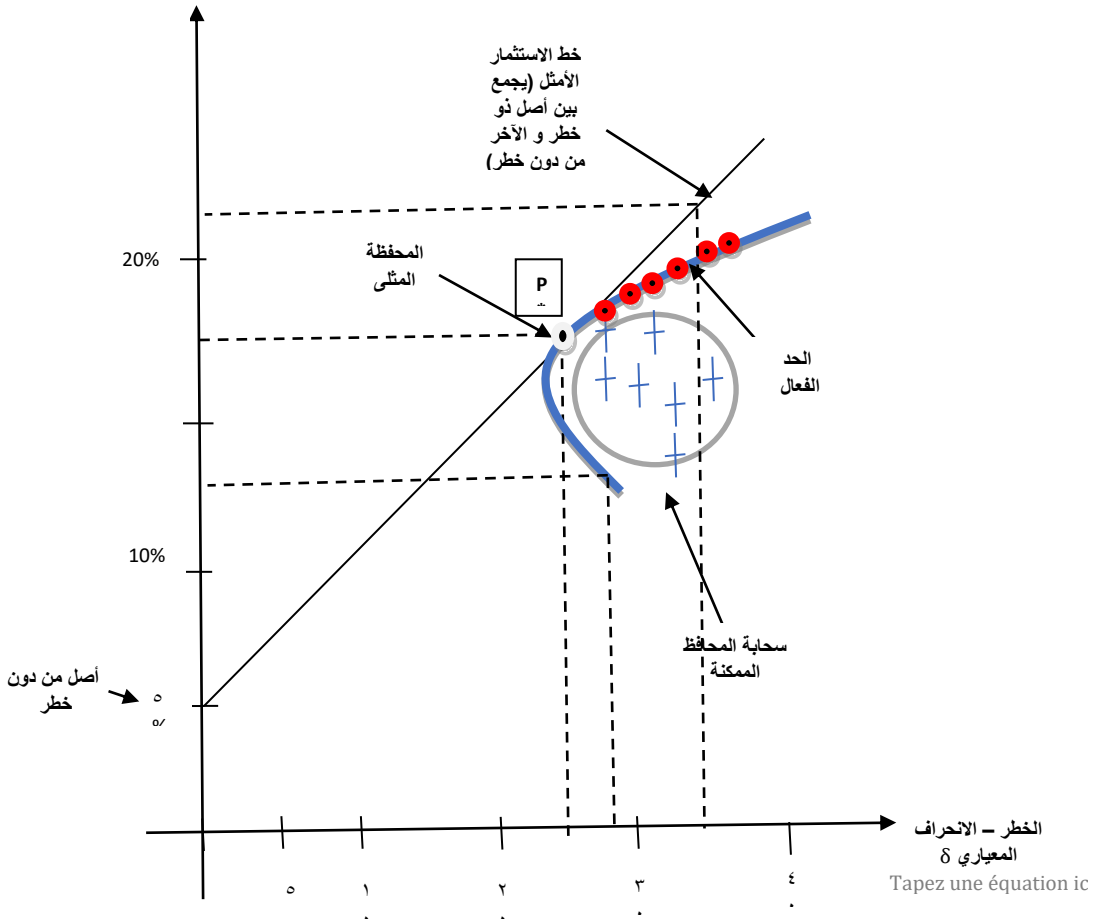
[٣].(Idris KHAROUBI, 2015, P :37.)

[١] Idris KHAROUBI. (2015). « gestion de Portefeuilles », Université PARIS DAUPHINE, p :29.

[٢] Magnard VUIBbert. (2017). Op-cit.

[٣] Idris KHAROUBI. (2015). Op-cit, p :37.

شكل رقم (١٢): المحفظة المثلى والحد الفعال



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الأدبيات في مجال تسيير المحافظ المالية وخاصة أعمال "Harry Markowitz".

اعتمادا على ما سبق يمكن أن نظيف بأن هناك شرطا لازما لابد أن يتوفر في المحفظة الفعالة المثلى، وهو أن تكون المردودية الإضافية لكل وحدة خطر تابع لأي أصل هي نفسها لجميع الأصول ذات الخطر داخل المحفظة، هذا من جهة، ومن جهة ثانية لابد أن تكون المردودية الإضافية للأصل داخل المحفظة المثلى ذو خطر مساوية للمردودية الإضافية العامة عن كل وحدة خطر إجمالية للمحفظة ويمكن تبيان ذلك من خلال العلاقة:

$$\frac{Rj - Rf}{\delta j.\, p*} = \frac{\mathrm{Rp}* - \mathrm{Rf}}{\delta p*^{2}}, \forall j = 1.2, \ldots., N$$

مما سبق يتضح أن التكوين الأمثل لمحفظة ما مرتبط أولا وأخيرا بمدى قابلية المستثمر لمستوى معين من الخطر وما يقابله من مردودية، ويمكن عرض هذه القابلية من خلال دالة منفعة المستثمر والتي تعطى بالعلاقة التالية، وهي بدلالة مردودية وتباين المحفظة:

- حيث:

$$U_{(Rp,\delta p)}=Rp-a.\delta p^2$$

"a" تمثل معامل عدم تقبل الخطر من طرف المستثمر، فكلما كان "a" صغيرا يعني ذلك أن المستثمر ذو قابلية أكبر للخطر وبالتالي ترتفع منفعته والعكس صحيح.

- مما سبق يمكن التوصل إلى العلاقة التالية:

$$X=\frac{1}{2a}\times\frac{Ra-Rf}{\delta a^2}$$

وهي العلاقة التي تعكس النسبة (x) التي يجب أن يستثمر فيها المستثمر في أصل مالي ذو خطر هو (A) إلى جانب (1-x) يخصصها للأصل من دون خطر (f).

٢-٣- نموذج توازن الأصول المالية:

طور هذا النموذج iii[1] "MEDAF"(Gabriel TURINICI, 2019, P : 28.) لدراسة توازن السوق وهو قائم على فرضيتين أساسيتين هما:

*١/ السوق أمثل.

*٢/ توقعات المستثمرين، متجانسة-"أي متشابهة"-.

وقد خلص هذا النموذج إلى أن المحفظة "الفعالة المثلى" هي محفظة السوق والتي تتكون من جميع الأصول بشكل يتناسب مع رسملتهم السوقية، حيث أن كل أصل داخل المحفظة يكون بنسبة هي Xi وهي مساوية لـ:

$$Xi=\frac{i\ \text{للأصلالسوقيةالرسملة}}{\text{الشاملةالسوقيةالرسملة}}$$

[1] Gabriel TURINICI. (2019). Op-cit, P : 28.

- حيث:Xi هينسبة الأصل i في المحفظة المثلى وبقية الأصول تكون ببقية النسب داخل السوق، وهي ممثلة داخل محفظة السوق المثلى، بحيث مجموع النسب داخل المحفظة هو مجموع النسب لكل أصول السوق.

- النتيجة: محفظة السوق هي محفظة بالضرورة مثلى.

وبالتالي مردودية أي أصل مالي يمكن أن تحسب انطلاقا من المؤشرات السابقة [1](Dominique POINCELOT, 2015, P :14)

$$R_j = R_f + (R_m - R_f).\beta_{jm}$$

أو

$$R_j - R_f = (R_m - R_f).\frac{\delta jm}{\delta m^2}$$

- حيث:

R_j: مردودية أصل ما.

R_f: مردودية أصل من دون خطر.

(R_m-R_f) : علاوة الخطر المرافق للسوق.

R_m: مردودية محفظة السوق.

β_{jm}: معامل ارتباط مردودية الأصل بمردودية محفظة السوق.

مما سبق يمكن القول بأنه عند توازن السوق، الأصلالمالي j تقابله مردودية مقدرة بمردودية الأصل من دون خطر Rfمضافا إليها علاوة الخطر المصاحب للسوق (R_m-R_f)، والمتمثلة في مردودية محفظة السوق - مردودية الأصل من دون خطر مضروبا في معامل الارتباط (Dominique POINCELOT, 2015, P :14) β^{iv}

وهذه المردودية الخاصة بالأصل j قد تطلب مسبقا من طرف المساهمين.

<u>– خلاصة</u>: حسب هذا النموذج هناك علاوة عن خطر السوق النظامي j، ولم يتم رصد علاوة عن الخطر الخاص بالأصل المالي (R_m-R_f) وذلك لأنه قابل للتحييد من خلال التنويع.

[1] Dominique POINCELOT. (2015). Op-cit , P :14.

قدم نموذجMEDAF طرحا مغايرا وفي بعض الأحيان مكملا لما تم عرضه فيما سبق من أعمال "ماركوفيتز"، حيث أن الخطر المعوض في نموذج MEDAF هو الخطر النظامي وليس الخطر الخاص، على عكس نظرية المحافظ المالية التي لا ترصد علاوة عن الخطر النظامي لأنه عام ولا يمكن تقليصه.

١ـ مقارنة بين التحليل الكمي والتحليل الكيفي:

إن المتمعن في العناصر السابقة من البحث يدرك تمام الإدراك أن هناك اختلافا كبيرا بين محوري التحليل في مجال تسيير المحافظ المالية، فجملة التقنيات المطورة في مجال التحليل الفني "الكيفي" تختلف عن تلك التي طورت في مجال التحليل الكمي وفيما يلي من هذا الجزء من البحث سنعكف على عقد مقارنة بين محوري التحليل، بما يتيح للباحث رؤية أوضح وتحكما أفضل في التقنيات المستخدمة بحسب الأهداف المرجوة.

والجدول المتضمن في العنصر التالي يبين أوجه الاختلاف الأساسية بين محوري التحليل.

٢ـ١ـ أوجه الاختلاف:

الجدول رقم (٠١): أوجه الاختلاف بين التحليل الكمي والتحليل الكيفي لتسيير المحافظ المالية.

وجه المقارنة	التحليل الكيفي "الفني"	التحليل الكمي
الهدف من التقنيات المستخدمة	الهدف من التقنيات المستخدمة في التحليل الكيفي هو الإجابة عن السؤال التالي: متى نبيع أو نشتري القيم المتداولة المكونة للمحفظة المالية؟	الهدف من التقنيات المستخدمة في التحليل الكمي هو الإجابة عن السؤال التالي: كم نبيع أو نشتري من القيم المتداولة لتكوين محفظة مالية مثلى؟
الخطر	لا يأخذ التحليل الكيفي الخطر سواء أكان خاصا او عاما بعين الاعتبار بل يركز على ارتداد الأسواق نحو الأعلى أو الأسفل ومدى تأثيرها على أسعار التداول وهو ما لا يعالجه التحليل الكمي.	يركز التحليل الكمي على خطر الأصول المالية ومساهمته في تكوين الخطر الإجمالي للمحفظة مراعيا مستويات الارتباط بين مختلف الأصول.
المردودية	يركز التحليل الكيفي على ديناميكية الأسواق وحركية الأسعار بغض النظر عن خصائص الأوراق المالية او المحافظ، فما يهم على مستوى التحليل الفني هو حركية الأسعار وتقلبات الأسواق.	يهدف التحليل الكمي إلى الرفع من مردودية المحفظة المالية من خلال استخدام التقنيات التي ترفع من المردودية مقابل مستويات متدنية من الخطر، وذلك في إطار تحليل ساكن.
وجهة نظر المستخدم	يهدف مستخدم التحليل الفني إلى تتبع	يهدف مستخدم التحليل الكمي إلى

	تقلبات الأسعار ورصد فجوات الارتداد وتغير الاتجاه بما يمكنه من تحقيق تحركات استباقية تسمح له بتحقيق أرباح جيدة نتيجة الفوارق السعرية.	تكوين محفة مثلى مراعيا مخاطر الأصول المكونة لها ومردودياتها، تحت فرضية ضمنية تهدف إلى تحقيق عوائد مجزية على المدى المتوسط والطويل.
طبيعة التقنيات	تعتبر التقنيات المستخدمة في مجال التحليل الفني ذات طبيعة كيفية وصفية، فهي ترتكز على دراسة الظواهر السوقية ومدى تكرارها ومحاولة استنباط أنماط تغير منتظم عبر الزمن.	تعتبر التقنيات المستخدمة ذات طبيعة كمية تمزج الأدوات الإحصائية بالأدوات الرياضية.
دقة التقنيات المستخدمة	بالرغم من صعوبة الإحاطة الكمية بالتقنيات المستخدمة في مجال التحليل الفني إلا أنها ذات دقة عالية ومصداقية مرتفعة.	تتسم التقنيات المستخدمة في مجال التحليل الكمي بالدقة الرياضية والإحصائية إلا أن تعرضها لجملة من العوامل الخارجية والمؤثرات السوقية يقلل من فعاليتها على أرض الواقع.
حدود التقنيات المستخدمة	البراعة في رصد تقلبات الأسواق لا تجدي نفعا مع وجود محفظة مالية ذات خطورة عالية أو مردودية مشتتة.	تكوين محفظة مثلى لا يمكن من تحقيق الفوارق السعرية، فأمثليه المحفظة لها تأثير على العوائد المستقبلة على المديين المتوسط والطويل، بينما لا علاقة بين أمثليه المحفظة وتقلبات الأسعار وما ينجم عنها من أرباح محتملة او خسائر.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق وعلى الأدبيات في مجال تسيير المحافظ المالية.

٢ـ٢ـ أوجه التشابه:

إضافة إلى ما تم رصده من أوجه للاختلاف بين التحليل الكيفي والتحليل الكمي، نورد فيما يلي جملة من أوجه التشابه بينهما:

- يستخدم التحليل الفني والتحليل الكمي لتحييد خطر معين، فالأول يهدف إلى تحييد أو تجنب مخاطر تقلبات الأسعار والثاني يهدف إلى تحييد أو تقليل الخطر الخاص للمحافظ المالية.
- لكل من التحليلين جملة من التقنيات التي ترتبط فعاليتها بمدى براعة وتمرس من يستخدمها وليس لتلك التقنيات فعالية ذاتية.

- لا يمكن للتحليل الكيفي والكمي الإحاطة بكل المتغيرات والمؤثرات الخارجية خاصة ما تعلق منها بالتلاعب بالمعطيات أو بالنتائج المحاسبية.
- تعدد التقنيات الكيفية والكمية يجعل من التحليل الكيفي والكمي محوري تحليل وتسيير للمحافظ المالية من دون التمكن من وضع نمط استخدام موحد، فلا توجد وصفة عامة للحالات المتشابهة.

٣ـ نموذج الدمج بين التحليل الكيفي والتحليل الكمي:

بناء على ما سبق يتضح أن لكل نوع من التحليلين الكمي والكيفي مساحة فعالية معينة حيث أن أوجه الاختلاف بينهما تعد كثيرة إلا أن الهدف من استخدامهما يبقى واحدا ألا وهو تحقيق أكبر نفع من للمستثمر صاحب المحفظة المالية.

فيما يلي من هذا العنصر سنحاول التطرق إلى تبيان المساحات التي يفترض أن يغطيها كل نوع من أنواع التحليل السابقة، ولذلك طورنا النموذج التالي.

٣ـ١ـ فرضيات النموذج:

- الفرضية الأولى: بالنسبة للتحليل الكمي، تحتوي المحفظة المالية للمستثمر على عدد ثابت من الأصول المالية، أي أنها ثابتة هيكليا على مدى فترة التقدير، أو على الأقل معدل تجديد مكوناتها منخفض جدا مقارنة بالمدة الزمنية العامة.
- الفرضية الثانية: بالنسبة للتحليل الكيفي، تحتوي المحفظة المالية للمستثمر على عدد متغير من الأصول المالية، ومعدل تجدد تلك الأصول مرتفع نسبيا مقارنة بفترة التقدير.
- ثبات مسير المحفظة المالية في حالة استخدام التحليل الكمي أو الكيفي أو كلاهما معا.
- تحكم المسير في التقنيات المستخدمة في مجالي التحليل الكمي والكيفي على حد سواء.
- حياد المسير وغياب تعارض المصالح.
- عدم وجود مؤثرات خارجية استثنائية تقود إلى وضعيات قصوى داخل الأسواق "انهيارات، انفجار فقاعة، أزمات اقتصادية....."

٣ـ٢ـ الهدف من النموذج:

يهدف هذا النموذج بشكل أساسي إلى تبيان مدى تأثير التحليل الكمي والكيفي على المردودية المتراكمة للمستثمر، وهو قائم على جملة من الأهداف الجزئية.

أولا: تبيان قلة تأثير التحليل الكمي على المردودية المتراكمة للمحفظة المالية على المدى القصير.

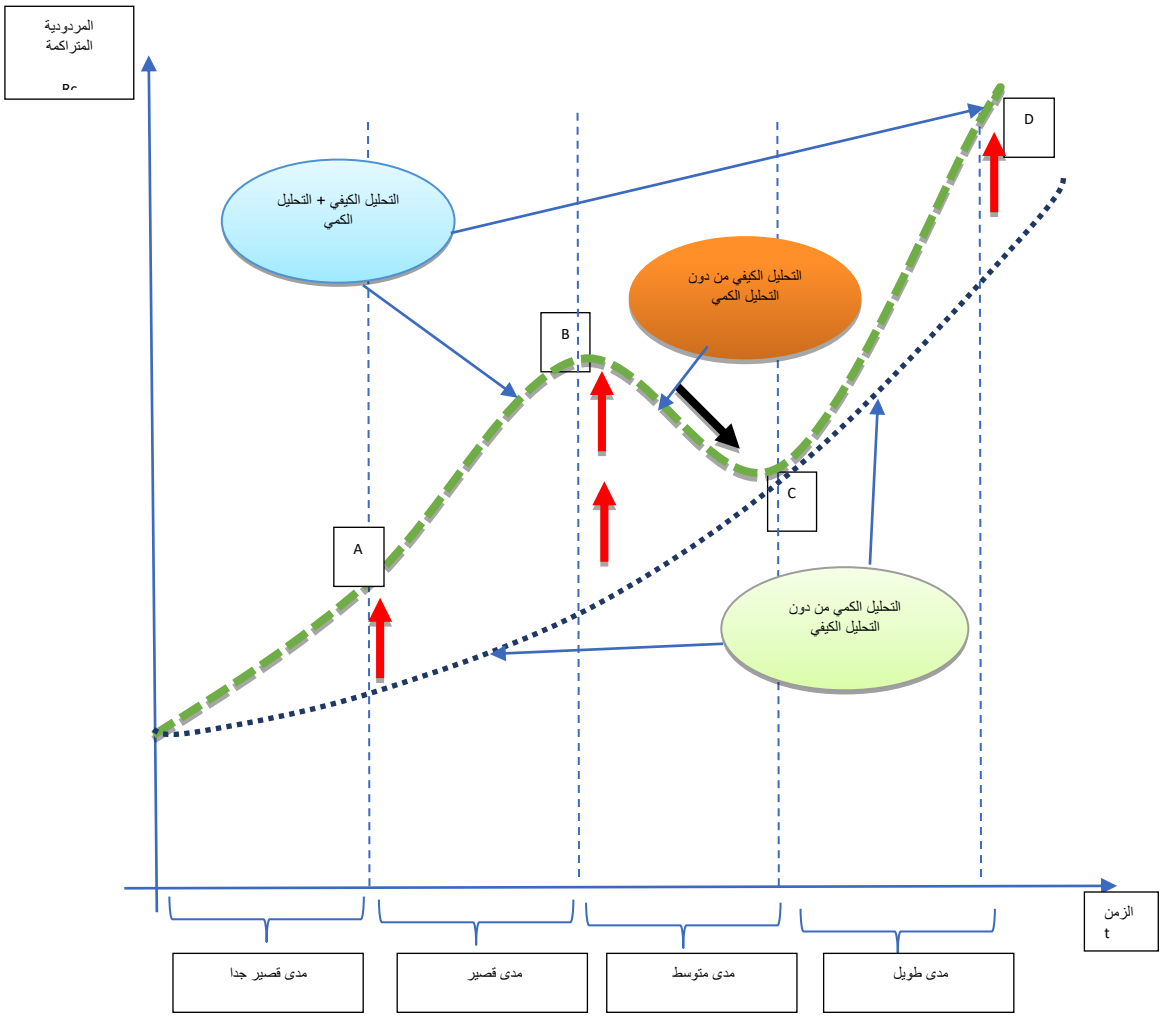
ثانيا: تبيان ثبات معدل تزايد المردودية المتراكمة للمحفظة المالية في حالة استخدام التحليل الكمي فقط في تكوينها وتسييرها.

ثالثا: تبيان ارتفاع معدل تزايد المردودية المتراكمة للمحفظة المالية في حالة استخدام التحليل الكيفي إضافة إلى التحليل الكمي.

رابعا: تبيان ارتفاع احتمال حدوث انكسار حاد في قيمة المحفظة المالية في حالة التركيز على استخدام التحليل الكيفي دون الكمي.

الشكل التالي يبين النموذج المقترح.

الشكل رقم (١٣): نموذج الدمج بين التحليل الكمي والكيفي في مجال تسيير المحافظ المالية.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على ما سبق من تحليل

من خلال الشكل رقم (١٣) نلاحظ وجود ثلاث سيناريوهات محتملة:

- **السيناريو الأول (اعتماد المسير على التحليل الكمي دون التحليل الكيفي):**

في إطار هذه الوضعية يركز المسير على تكوين محفظة مثلى تسمح بتقديم أكبر العوائد مقابل كل وحدة خطر إضافية، وهو بذلك يستهدف مستويات متراكمة من المردودية تتزايد بشكل متواصل على المدى الطويل، ومن الشكل أعلاه يتضح أن المردودية المتراكمة عبر الزمن تتزايد بمعدلات جد ضئيلة على المديين القصير جدا والقصير، ثم تأخذ بالارتفاع كلما اتجهنا نحو المدى الطويل، ويعكس ذلك أمرين إثنين:

- الأول يتعلق بقلة العوائد المنتظرة بالنظر إلى أن تسليمها يرتبط بتحقيق الأرباح أولا وقرار مجلس إدارة الشركة أو الشركات التي تم الاستثمار في أسهمها بتوزيع جزء من الأرباح في شكل عوائد.
- أما الأمر الثاني فيتعلق بثبات تأثير الأسعار السوقية على موجودات المحفظة بالنظر إلى قلة تغير تلك الموجودات، إذ أن المسير لا يسعى إلى تحقيق أية فوارق سعرية على الإطلاق.

- **السيناريو الثاني (اعتماد المسير على التحليل الكيفي إلى جانب التحليل الكمي):**

من خلال المنحنى يلاحظ أن المسير ينطلق من محفظة مثلى بجميع خصائها التقنية، و من ثمة يعتمد على التحليل الكيفي لإحداث تغييرات متتالية في مكونات تلك المحفظة مستفيدا من التقلبات السعرية داخل الأسواق بما يمكنه من تحقيق أرباح متتالية، إضافة إلى ذلك يمكن لهذا الأخير الاستفادة خلال أوقات مختلفة بفعل تجدد الأصول المالية من العوائد المقرر توزيعها من طرف مجالس الإدارة، و هو ما يبين ارتفاع المنحنى عند النقطتين A و B، إذ يمكن من خلال إدخال التحليل الكيفي على تسيير المحافظ المالية تحقيق مستويات أعلى من المردودية المتراكمة.

- **السيناريو الثالث (اعتماد المسير على التحليل الكيفي دون التحليل الكمي):**

حسب هذا السيناريو فالمسير يعتمد فقط على التحليل الكيفي دونما أية مراعاة لقواعد التحليل الكمي، وهو ما قد يتسبب في الاستثمار في أصول مالية ذات خطورة عالية، وبالرغم من تحكم مسير المحفظة في تقنيات التحليل الكيفي إلا أنه قد يواجه انهيارات كبيرة (النقطة C) ناجمة عن بعض الخصائص التقنية للأصول المستثمر فيها والتي لم يراعي فيها المسير أسس تكوين محفظة متوازنة مثلى.

ثم بمجرد اعتماد التحليل الكمي من جديد يمكن للمستثمر أن يرفع من مردودية محفظته من جديد منطلقا نحو مستويات أعلى من المردودية المتراكمة على المديين القصير والطويل (النقطة D).

- **الخاتمة:**

هدف هذا البحث إلى تسليط الضوء على الأهمية التي يكتسيها الاعتماد على أنماط التحليل الحديثة في مجال تسيير المحافظ المالية في الرفع من مستويات المردودية و نقصد بذلك كل من التحليل الكمي و الكيفي، و قد تبين وجود اختلافات جوهرية بين نمطي التحليل المعروفين في الأدبيات الاقتصادية، فلكليهما خصائص و تقنيات و مناهج تختلف بشكل كامل عما هو مستخدم في النمط الأخر، إلا أن ما تم التوصل إليه كان يفيد بفعالية كل منهما على مدى زمني معين، فلا يمكن أن يعول على التحليل الكمي لتعظيم المردودية على المدى القصير كما لا يمكن أن يعتمد على التحليل الكيفي لتحقيق مردودية عالية على المدى الطويل، و عليه فإن جودة و فعالية استخدامهما ترتبط أساسا بالحيز الزمني الذي ينبغي أن يندرج فيه كل منهما.

بناء على ما سبق لا يمكن تصور تسيير كفء للمحافظ المالية دون استخدام جيد للتحليل الكمي على المدى الطويل وقدرة عالية على استخدام التحليل الكيفي على المدى القصير، بما يمكن من تجاوز مخاطر التقلبات السوقية من جهة والمخاطر الخاصة بالأوراق المالية المكونة للمحفظة من جهة ثانية.

- **التوصيات:**

مما سبق ولتحقيق مستويات عليا من المردودية يمكن أن توجه التوصيات التالية للمسيرين والمستثمرين في مجال المحافظ المالية:

- ضرورة التحكم في التقنيات الكمية والكيفية على حد سواء في مجال تسيير المحافظ المالية.
- ضرورة إجادة استخدام التحليل الكمي على المدى الطويل والتحليل الكيفي على المدى القصير.
- ضرورة التحيين المتكرر لموجودات المحفظة المالية تحت قيد الأمثلة.
- ضرورة الاعتماد المتواصل على التقنيات الكيفية بغية تحقيق مستويات مردودية متراكمة مرتفعة.
- تجنب الإفراط في استخدام التقنيات الكيفية خشية الخروج من وضعية المستثمر إلى وضعية المضارب.

المراجع.

- David SENNHAUSER. (2008). « Application de l'analyse technique financière à l'analyse de traces d'exécution de programmes », Hôte école de gestion de GENEVE.

- BARON, François. (2008). « Le chartisme : méthodes et stratégies pour gagner en bourse », Paris, Eyrolles.

- Saxo BANQUE. (2014). « Les bases de l'Analyse technique », Rapport, Aout.

- Dominique POINCELOT. (2015). « Gestion de portefeuilles ».

-Benjamin ABBOU. (2012). « Développement et optimisation de stratégies de trading, fondées sur des méthodes de l'Analyse technique », Université Sorbonne.

-Philippe CAHEN. (1997). « Spéculer avec l'Analyse technique dynamique », ECONOMICA.

-Thierry CLEMENT. (2006). « Guide complet de l'Analyse technique pour la gestion de vos portefeuilles Boursiers », MAXIMA, 3e édition.

-Mohammed Soufiane ATTIGUI. (2014). "L'impact de la définition de la tendance, la durée de maintien de position et de la stratégie de clôture sur la profitabilité des chandeliers japonais », HEC, Liège.

- François BARON. (2004). « Chandeliers japonais- figures d'indécision et de continuation », Collection Analyse technique, Editions d'Organisation.

-Honore BIDIASSE. (2015) . « Gestion de Portefeuilles », Dossier de Travail.

-Idris KHAROUBI. (2015). « gestion de Portefeuilles », Université PARIS DAUPHINE.

-Thierry GRANGER. (2015). « Théorie moderne de la gestion de portefeuilles », CEA.

- المو اقع الالكترونية:

-Site web : leguideboursier.

- Lien complet :
  - http://www.leguideboursier.com/apprendre-bourse/chandelier/apprendre-chandeliers-japonais.php
- Consulté le : 11-01-2017.

-Site web : lafinancepourtous.

- Lien complet :
  - https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/entreprise/bourse-et-actionnaires/dividendes/
- Consulté le : 12-05-2017.

-Site web : epargne.ooreka.

- Lien complet :
  - https://epargne.ooreka.fr/astuce/voir/464735/risque-systemique
- Consulté le : 17-05-2017.

-Site web : andlil.

- Lien complet :
- https://www.andlil.com/le-principe-de-diversification-en-gestion-de-portefeuille-144575.html
- Consulté le : ٢٢-٠٦-2017.