



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

التحليل الأساسي والتحليل الفني

كمدخل لتقييم الأوراق المالية

"دراسة على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة
الدار البيضاء للفترة 2013-2018"

من إعداد الطالب : عيسى دويس

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : / / 2020

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة)	/أ
مشرفا ومقررا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة)	/أ لمياء عماني
مناقشا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة)	/أ

السنة الجامعية : 2020/2019



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان :

التحليل الأساسي والتحليل الفني

كمدخل لتقييم الأوراق المالية

"دراسة على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة
الدار البيضاء للفترة 2013-2018"

من إعداد الطالب : عيسى دويس
نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : / / 2020

أمام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة)	/أ
مشرفا ومقررا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة)	أ/ لمياء عماني
مناقشا	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة)	/أ

السنة الجامعية : 2020/2019

الإهداء

بسم الله والحمد لله رب العالمين
وصل الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.
أهدي هذا العمل إلى :

أمي وأبي

جزاهما الله عني خير الجزاء، اللهم أحفظهما ومنتعها بالصحة
والعافية وأجعل الفردوس الأعلى نزولهما
إلى زوجتي وابني حفظه الله
إلى إخوتي وأخواتي
إلى أصدقائي وزملائي.

عيسى

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات
اللهم لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك ولعظيم سلطانك على أن
وفقتني وأعنتني لإنجاز هذا العمل.
أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة/ لمياء عماني
على تفضلها بالإشراف على هذا العمل وعلى كل ما بذلته من جهد
وتوجيه ونصح ووقت في سبيل إنجاز هذا العمل، فجزاها الله عني
خير الجزاء وبارك فيها وفي علمها ووفقها إلى كل خير.
إلى كل من ساهم وساعد في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد
شكرا للجميع.

عيسى

الملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة مدى فاعلية التحليل الأساسي والتحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة من أسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء للفترة الممتدة من 2013 إلى 2018. في مدخل التحليل الأساسي تم استخدام نموذج تقييم الأصول المالية لحساب معدل العائد المطلوب، ونموذج مضاعف الربحية لحساب قيمة السهم، أما في مدخل التحليل الفني فقد تم استخدام المتوسطات المتحركة البسيطة والأسية ومؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة. وبالاعتماد على موقع بورصة الدار البيضاء تم جمع المعلومات والبيانات التاريخية للقطاعات والشركات، وبواسطة برنامج الإكسل تم معالجة البيانات التاريخية وحساب النتائج.

توصلت الدراسة إلى أن للتحليل الأساسي والتحليل الفني فاعلية كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء، إلا أن التحليل الفني أكثر فاعلية في المدى القصير، والتحليل الأساسي أكثر فاعلية في المدى الطويل، حيث ومن خلال مدخل التحليل الأساسي وبالاعتماد على ثنائية العائد والمخاطرة توصلت الدراسة إلى أن قطاع النقل هو القطاع ذو الأداء الأفضل، وشركة النقل بالمغرب هي الأفضل أداءً، وكانت قيمة سهم الشركة أقل من قيمته السوقية وبالتالي فهو محل مراجعة. أما من خلال مدخل التحليل الفني فقد توصلت الدراسة إلى أن المتوسطات المتحركة الأسية ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة كانت ذات فاعلية كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري.

الكلمات المفتاحية : تحليل أساسي، تحليل فني، أوراق مالية، سهم، عائد، مخاطرة.

Abstract :

This study aims to discuss the effectiveness of fundamental analysis and technical analysis in making the appropriate investment decision in the Casablanca Stock Exchange, through an applied study on a sample of shares of companies listed on the Casablanca Stock Exchange for the period between 2013 and 2018. In the introduction of the fundamental analysis, an evaluation form of Financial assets was used to calculate the required rate of return, and the earnings multiplier from to calculate the value of the share. As for the technical analysis entrance, simple and exponential moving averages, relativity strength index, and moving average convergence / spacing were used. Depending on the Casablanca Stock Exchange website, information and historical data were collected for sectors and companies, and through the Excel program, historical data was processed and the results were calculated.

The study concluded that fundamental analysis and technical analysis have great effectiveness in making the appropriate investment decision in the Casablanca Stock Exchange, but technical analysis is more effective in short term, and fundamental analysis is more effective in the long term, thus according to the entrance to fundamental analysis and relying on the return and risk duality the study reached that the transportation sector is the sector with the best performance, and the transport company in Morocco is the best performer, and the company's share value was less than its market value and therefore it is subject to arbitrage. As for through the technical analysis entrance, the study concluded that the exponential moving averages and the convergence / spacing index of the moving averages had a great effectiveness in making the investment decision.

Keywords : Fundamental Analysis, Technical Analysis, Securities, Stock, Return, Risk.

قائمة المحتويات

III	الإهداء
IV	الشكر
V	ملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الاختصارات والرموز
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
1	الفصل الأول : الإطار النظري والمفاهيمي للتحليل الأساسي والتحليل الفني
2	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول التحليل الأساسي والتحليل الفني
26	المبحث الثاني : الدراسات السابقة التي تناولت التحليل الأساسي والتحليل الفني
34	الفصل الثاني : استخدام التحليل الأساسي والتحليل الفني لتقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء.
35	المبحث الأول : طريقة وأدوات الدراسة
41	المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة
62	خاتمة
65	المصادر والمراجع
68	الملاحق
84	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
6	قياس العائد والمخاطرة	الجدول 1.1
25	المقارنة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي	الجدول 2.1
30	المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية	الجدول 3.1
31	المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية	الجدول 4.1
45	معدل العائد والمخاطر للقطاعات خلال فترة الدراسة	الجدول 1.2
47	معدل العائد والمخاطر لشركة النقل بالمغرب	الجدول 2.2
48	معدل العائد والمخاطر لشركة تيمار	الجدول 3.2
50	النسب المالية لشركة النقل بالمغرب	الجدول 4.2
53	حساب معدل العائد المطلوب	الجدول 5.2
54	حساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب	الجدول 6.2

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
9	مداخل التحليل الأساسي	الشكل 1.1
37	الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء	الشكل 1.2
39	أداء بورصة الدار البيضاء سنة 2018	الشكل 2.2
39	متوسط التداول اليومي في البورصة	الشكل 3.2
40	القيمة السوقية	الشكل 4.2
43	تطور معدل التضخم	الشكل 5.2
44	تطور معدل البطالة	الشكل 6.2
53	متوسط أسعار الفائدة على سندات الخزينة	الشكل 7.2
55	الرسم البياني للاتجاه العام لسهم شركة النقل بالمغرب	الشكل 8.2
56	الرسم البياني للمتوسطات المتحركة البسيطة لشركة النقل بالمغرب	الشكل 9.2
57	الرسم البياني للمتوسطات المتحركة الأسية لشركة النقل بالمغرب	الشكل 10.2
58	الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية لسهم شركة النقل بالمغرب	الشكل 11.2
59	الرسم البياني لمؤشر تقارب/تباعده المتوسطات المتحركة لسهم شركة النقل بالمغرب	الشكل 12.2

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
D	توزيعات الأرباح
DDM	نموذج توزيعات الأرباح المخصصة
EMA	المتوسط المتحرك الأسّي
EPS	ربحية السهم
Iv	مؤشر خلق القيمة
K	معدل العائد المطلوب
LF	أثر الرافعة المالية
MACD	مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة
MASI	مؤشر مازي لبورصة الدار البيضاء
MEDAF	نموذج تقييم الأصول المالية
P	القيمة السوقية للسهم
PER	مضاعف السعر - الربحية
R	معدل عائد السهم
Rcp	المردودية المالية
Re	المردودية الاقتصادية
RF	معدل العائد الخالي من الخطر
RM	معدل عائد محفظة السوق
RS	معدل عائد القطاع
RSI	مؤشر القوة النسبية
SMA	المتوسط المتحرك البسيط
V	قيمة السهم
WMA	المتوسط المتحرك المرجح
β	معامل بيتا (معامل الخطر النظامي)
δ	الانحراف المعياري

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
69	البطاقة التقنية لشركة النقل بالمغرب	الملحق 1
70	توزيعات الأرباح في شركة النقل بالمغرب	الملحق 2
70	توزيعات الأرباح في شركة تيمار	الملحق 3
71	القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2015 – 2016	الملحق 4
72	الحسابات الاجتماعية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2015 – 2016	الملحق 5
73	القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2017 – 2018	الملحق 6
74	الحسابات الاجتماعية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2017 – 2018	الملحق 7
75	مؤشرات مالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2018 – 2019	الملحق 8
76	أسعار سهم شركة النقل بالمغرب لشهر جانفي من سنة 2019	الملحق 9
77	معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2013	الملحق 10
78	معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2014	الملحق 11
79	معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2015	الملحق 12
80	معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2016	الملحق 13
81	معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2017	الملحق 14
82	معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2018	الملحق 15
83	ملخص القوانين المستخدمة في الدراسة التطبيقية	الملحق 16

مقدمة

مقدمة :

إن المستثمر في الأسواق المالية سواء كان فرداً أو مؤسسة، عند اتخاذ قراراته الاستثمارية قصد الحصول على أعلى العوائد مع تحمله لأقل المخاطر، يجد نفسه أمام سؤالين مهمين، الأول: ما هي الأوراق المالية التي يشتريها أو يبيعها؟ والثاني: متى يقوم بذلك؟، وللإجابة على هذين السؤالين يستخدم المستثمرون في الأسواق المالية غالباً مدخلين رئيسيين لتقييم الأوراق المالية وتحديد سعرها في المستقبل، هما مدخل التحليل الأساسي و/أو مدخل التحليل الفني، حيث أن لكل مدخل مقارنته وفرضياته وخصائصه وأدواته.

يقوم مدخل التحليل الأساسي على تحليل ظروف الاقتصاد الكلي باستخدام المؤشرات الاقتصادية (التضخم، البطالة، الناتج المحلي الإجمالي، السياسة النقدية، السياسة المالية...)، ثم تحليل ظروف القطاع، حيث أنه يمكن أن يكون لظروف القطاع تأثير على الأداء المالي للشركة سواء كان إيجابياً أو سلبياً، ويستخدم في تحليل القطاع عدة أدوات منها التنبؤ بالطلب وغيرها من الأدوات الأخرى، ثم تحليل الشركة من خلال تقييم أدائها المالي بالاعتماد على قوائمها المالية وباستخدام مختلف النسب المالية (نسب الربحية، نسب النشاط، نسب السيولة ونسب التغطية...) وهذا للوقوف على الوضعية المالية للشركة، وفي الأخير يتم تقييم الأوراق المالية التي تصدرها الشركة لحساب قيمتها ومقارنتها بالقيمة السوقية لمعرفة وجود فرصة للمراجعة أو لا، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ويعتمد في ذلك على نماذج مختلفة منها ما يستند على بيانات تاريخية لعوائد الأوراق المالية ومنها ما يستند على توقعات مستقبلية لهذه العوائد، ومن بين هذه النماذج نجد نموذج التدفقات النقدية المتأتمية من هذه الأصول المالية، ونموذج توزيعات الأرباح المخصومة ونموذج مضاعف الربحية وغيرها من النماذج.

أما مدخل التحليل الفني فيعتمد على تحليل البيانات التاريخية لأسعار الأوراق المالية والمجسدة على الرسوم البيانية المختلفة من أجل التنبؤ باتجاه حركة الأسعار لتحديد التوقيت المناسب للشراء أو البيع، ولتحقيق ذلك يتم الاعتماد على عدة مؤشرات فنية مثل المتوسطات المتحركة (البسيطة، الأسية والمرجحة) أو على المذبذبات (مؤشر القوة النسبية، مؤشر تباعد/تقارب المتوسطات المتحركة ومؤشر الزخم).

طرح الإشكالية :

إن قرار الاستثمار في الأوراق المالية من أصعب القرارات على المستثمر، وهذا راجع إلى مدى المخاطرة المترتبة على هكذا قرارات، ولاتخاذ القرار الاستثماري المناسب يجب على المستثمر التحكم الجيد في تقنيات وأدوات التحليل الأساسي أو التحليل الفني لتقييم الأوراق المالية وتحديد سعرها مستقبلاً، لتحقيق أكبر العوائد مع تحمل أقل المخاطر، إلا أنه ورغم استخدام مدخل التحليل الأساسي أو مدخل التحليل الفني لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب نجد المستثمرين في بعض الأحيان يتكبدون خسائر فادحة في الأسواق المالية، ومن هنا تبرز إشكالية هذه الدراسة والتي يمكن صياغتها كالاتي :

ما مدى فاعلية التحليل الأساسي والتحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء؟

- وُبغية الإمام بجوانب الموضوع، ولتوضيح مضامين هذه الإشكالية ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية الآتية :
- هل يمكن الاعتماد على ثنائية العائد والمخاطرة (نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF) لاختيار القطاع والشركة الأفضل أداء في السوق المالي؟
 - هل يمكن الاعتماد على التحليل الأساسي - من خلال نموذج مضاعف الربحية (PER) كمقدر لقيمة السهم بناء على الربحية المتوقعة - لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب؟
 - هل يمكن الاعتماد على التحليل الفني لاتخاذ القرار الاستثماري عن طريق التنبؤ بالتوقيت المناسب للاستثمار؟
 - هل هناك تكامل بين مدخلي التحليل الأساسي والتحليل الفني عند تقييم الأوراق المالية؟

فرضيات البحث :

- للإجابة على الإشكالية الأساسية المطروحة ومختلف التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات البحثية الآتية :
- **الفرضية الأولى :** يمكن الاعتماد على ثنائية العائد والمخاطرة (نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF) لاختيار القطاع والشركة الأفضل أداء في السوق المالي؛
 - **الفرضية الثانية :** يمكن الاعتماد على التحليل الأساسي - من خلال نموذج مضاعف الربحية (PER) كمقدر لقيمة السهم بناء على الربحية المتوقعة- لاتخاذ القرار الاستثماري عن طريق معرفة وجود فرص للمراجعة على أسهم معينة؛
 - **الفرضية الثالثة :** يمكن الاعتماد على التحليل الفني لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب عن طريق التنبؤ بالتوقيت المناسب للاستثمار من خلال معرفة الاتجاهات السعرية؛
 - **الفرضية الرابعة :** هناك تكامل بين مدخلي التحليل الأساسي والتحليل الفني عند تقييم الأوراق المالية، وذلك من خلال اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح (انتقاء الورقة المالية) وتحديد التوقيت المناسب (للشراء أو البيع).

مبررات اختيار الموضوع :

- تم اختيار الموضوع بناء على عدة اعتبارات موضوعية وذاتية، نذكر منها :
- ارتباط الموضوع بمجال التخصص وهو مالية المؤسسة؛
 - جاذبية الموضوع وارتباطه بالواقع، من خلال الأزمات المالية المتكررة وما ينتج عنها من خسائر فادحة للمستثمرين، والتغير المستمر في معايير اتخاذ القرار الاستثماري؛
 - إضافة دراسة نظرية وتطبيقية لسلسلة البحوث في هذا المجال للمساعدة على فهم هذا الموضوع المعقد نوعاً ما.

أهداف الدراسة وأهميتها :

- تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط الآتية :
- محاولة الإحاطة بالجوانب النظرية المتعلقة بالتحليل الأساسي والتحليل الفني ومناقشة الانتقادات الموجهة لكل مدخل؛
 - تطبيق الدراسة النظرية من خلال دراسة حالة على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛
 - تطبيق نموذج تقييم الأصول المالية ونموذج مضاعف الربحية في حساب قيمة السهم؛
 - تقديم الاقتراحات التي يمكن أن تساهم في الارتقاء بعملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.

حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمنية وهي :

- بالنسبة للحدود المكانية فستشمل عينة البحث أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية؛
- أما الحدود الزمنية فتكون خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2018.

منهج البحث والأدوات المستخدمة :

إن طبيعة هذه الدراسة تطلبت الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي للوصول إلى الإجابة عن الإشكالية واختبار صحة الفرضيات، حيث تم اعتماد هذا المنهج في سرد المفاهيم العامة والأسس النظرية المتعلقة بالموضوع، في هذا الجانب تم الاعتماد على كثير من المراجع المختلفة كالكتب، المذكرات والأطروحات الجامعية، والمواقع الإلكترونية. بالإضافة إلى استخدام منهج دراسة حالة في الفصل الثاني من الدراسة، حيث تم الاعتماد في جمع المعلومات والبيانات التاريخية للقطاعات والشركات على الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com) ومواقع إلكترونية أخرى، وفي معالجة البيانات التاريخية استخدمت أدوات إحصائية مثل المتوسط الحسابي والانحراف المعياري، ونماذج رياضية مثل نموذج مضاعف الربحية، بالإضافة لاستخدام برنامج الإكسل في معالجة البيانات التاريخية المجمعة وحساب النتائج، بالإضافة لاستخدام مؤشرات فنية مثل المتوسطات المتحركة والمذبذبات في مدخل التحليل الفني.

صعوبات البحث :

خلال إنجاز هذا البحث صادفتنا بعض الصعوبات من بينها :

- يعد موضوع التحليل الفني والتحليل الأساسي موضوع واسع وهذا يتطلب وقت طويل للإلمام بجميع جوانبه؛
- نقص الدراسات النظرية والتطبيقية باللغة العربية التي تتناول التحليل الأساسي، في حدود علم الباحث؛
- عدم تطور السوق المالي بالجزائر مما اضطرنا في الدراسة التطبيقية لاختيار بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية؛
- عدم توفر القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2013 و2014.

هيكل البحث :

تم تقسيم البحث إلى فصلين، في الفصل الأول سيتم تناول الإطار النظري والمفاهيمي للتحليل الأساسي والتحليل الفني، ويُقسم إلى مبحثين في المبحث الأول سيتم التطرق إلى الاستثمار في الأوراق المالية (الاستثمار المالي)، وإلى نظرية كفاءة الأسواق المالية، ومدخل تقييم وتحليل الأوراق المالية كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني. وخصص المبحث الثاني للدراسات السابقة التي تناولت التحليل الأساسي والتحليل الفني سواء باللغة العربية أو باللغة الأجنبية، ثم المقارنة بينها.

أما الفصل الثاني فقد حُصص للدراسة التطبيقية على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية للفترة الممتدة من 2013 إلى 2018، قُدم في المبحث الأول منه طريقة وأدوات الدراسة، وفي المبحث الثاني تم عرض ومناقشة نتائج الدراسة المتوصل إليها.

الفصل الأول :

الإطار النظري والمفاهيمي

للتحليل الأساسي وللتحليل الفني

تمهيد :

ترتبط قرارات الاستثمار في الأوراق المالية ارتباطا وثيقا بالمستقبل، حيث يسعى المستثمر لتقييم وتحليل هذه الأوراق المالية وتحديد قيمتها مستقبلا لاختيار الأوراق المالية التي تشكل فرصة استثمارية مناسبة له، ولأجل تحقيق هذا الهدف لابد عليه أن يكون على دراية كافية بأدوات وتقنيات التحليل الأساسي والتحليل الفني لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المفاهيم الأساسية لمدخل التحليل الأساسي ولمدخل التحليل الفني وأدوات وتقنيات كل مدخل مع التعرّيج على بعض المفاهيم المرتبطة بهما مثل كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول التحليل الأساسي والتحليل الفني

إن موضوع التحليل الأساسي والتحليل الفني موضوع متشعب ومرتبطة بعدة مجالات وله جوانب أخرى مهمة لابد من التعرّيج عليها وتبينها، حيث في هذا المبحث سيتم تناول كل من الاستثمار في الأوراق المالية في المطلب الأول وإلى مدخل التحليل الأساسي في المطلب الثاني وفي المطلب الثالث يتم التطرق إلى مدخل التحليل الفني.

المطلب الأول : الاستثمار في الأوراق المالية

يُعد الاستثمار في الأوراق المالية أو ما يسمى بالاستثمار المالي من أهم طرق التمويل في المؤسسة، حيث تلجأ إليه بغية توفير الموارد المالية اللازمة لمختلف استثماراتها وأنشطتها التشغيلية، وهذا ما أعطى مفهوم جديد لدور المسير المالي والمتمثل في بيع الأوراق المالية والعمل على تعظيم قيمتها في السوق المالي، عكس دوره التقليدي وهو شراء رؤوس الأموال والعمل على تدنية تكلفة الحصول عليها.¹

الفرع الأول : مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية وأدواته ومحدداته

يختلف الاستثمار في الأوراق المالية (الاستثمار المالي) عن الاستثمار الحقيقي (الاستثمار المادي) من عدة أوجه سواء من حيث المفهوم أو الأدوات المستخدمة، لهذا سيتم التطرق إلى مفهوم وأدوات الاستثمار في الأوراق المالية.

أولاً- تعريف الاستثمار في الأوراق المالية :

أعطيت للاستثمار في الأوراق المالية عدة تعاريف مختلفة منها :

عرف على أنه : "شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة بسندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكةا حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية".²
ويمكن تعريفه أيضا بأنه : التخلي عن أموال يمتلكها الفرد أو المؤسسة في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن، بقصد الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مقابل تحمل عنصر المخاطرة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات النقدية.³

¹ - صفية صديقي، الإستراتيجية المالية (دروس وتطبيقات)، مطبوعة بيداغوجية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018/2019: ص 7.

² - أحمد مصيبح، الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2001/2002: ص 40.

³ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، دار الوراق، عُمان، 1999: ص 09.

ثانيا- أدوات الاستثمار في الأوراق المالية :

- أ- أدوات الدين : تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزانة وشهادات الإيداع، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.
- ب- أدوات الملكية : تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في توزيعات الأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة. وللأسهم بصفة عامة عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى نذكر منها :
- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم هم أصحاب الشركة؛
 - الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها؛
 - الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة؛
 - أرباح السهم غير محددة مسبقا، وتعتمد على الأداء المالي للشركة؛
 - تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى؛
 - قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
- ج- أدوات مركبة : تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات أو عدة أصول مالية.
- د- المشتقات المالية : تتمثل في عقود الخيارات، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

ثالثا- محددات اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية :

القرار الاستثماري يتم اتخاذه بناء على أسس والتي ينبغي على المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة معرفتها ودراستها، وهي العائد المتوقع من الاستثمار، المخاطر المرتبطة به والزمن المناسب لاتخاذ قرار الاستثمار، وعليه لاتخاذ قرار استثماري سليم لا بد من حساب العوائد المتوقعة من الاستثمار وقياس المخاطر المرتبطة به وتحديد الوقت المناسب لذلك.¹

أ- العائد من الاستثمار : يُعد العائد (Return) المتوقع من الاستثمار من أهم محددات اختيار الاستثمار، حيث أن اغلب المستثمرين في السوق المالي يتميزون بالعقلانية لذا يسعون لتحقيق أكبر العوائد الممكنة، وهذا من خلال دراسة وتقييم الفرص الاستثمارية المطروحة أمامهم، فإذا تبين لهم أن عائد استثمار ما أكبر مقارنة بعوائد استثمارات أخرى فإن اختيارهم سوف يقع بطبيعة الحال على الاستثمار ذو العائد الأكبر.

ب- مخاطر الاستثمار : إن المستثمر العقلاني عند اتخاذه لقراره الاستثماري لا بد عليه من دراسة وقياس درجة المخاطر (Risk) المرتبطة بالاستثمار، وهذا بُغية معرفة إذا كان بإمكانه تحملها أو تجنبها أو التخفيف منها حسب الإستراتيجية المناسبة لذلك، ويلاحظ بصفة عامة أن الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة تكون لها مخاطر مرتفعة والعكس صحيح مع بعض الاستثناءات، وهناك المضارب الذي يسعى وراء العائد الأكبر بغض النظر عن المخاطرة المرتبطة به، وتختلف المخاطر حيث توجد مخاطر نظامية لا يمكن تجنبها ومخاطر غير نظامية يمكن تجنبها من خلال التنوع.

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 11.

ج- عامل الزمن : عند قيام المستثمر ببيع أو شراء الأوراق مالية عليه أن يحدد الزمن للقيام بذلك ومدة احتفاظه بتلك الأوراق المالية وفقا لأهدافه من الاستثمار، ولا بد أن تكون المدة متناسبة مع العائد والمخاطر، حيث تختلف أوقات الاستثمار فهناك أوقات للبدء بالاستثمار أفضل من غيرها، لذلك فإن على المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري في الوقت المناسب، كما عليه أن يفضل الاستثمارات التي تتميز بالسيولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة.

الفرع الثاني : عائد ومخاطرة الاستثمار في الأوراق المالية

أولاً- مفهوم العائد وأنواعه :

أ- مفهوم العائد : أعطيت عدة تعريف للعائد نذكر منها :

هو مقدار الزيادة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويحسب بالفرق بين الثروة في نهاية الفترة وفي بداية الفترة.¹
يعرف العائد بأنه : "المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى، فإنه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته".²
العائد هو : "ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل التضحية بأمواله في الوقت الحاضر، وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة".³

ب- أنواع العائد : توجد ثلاثة أنواع من العوائد هي : العائد الفعلي، العائد المتوقع والعائد المطلوب.

- العائد الفعلي : يطلق عليه أيضا بالعائد التاريخي، وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه لأداة الاستثمار، ويتكون من عوائد إيرادية (فوائد بالنسبة للسندات، توزيعات أرباح بالنسبة للأسهم)، وعوائد رأسمالية (الفرق بين قيمة الأصل المالي عند البيع وقيمه عند شرائه)، على سبيل المثال ففي الأسهم العادية يجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك توزيعات الأرباح التي تمت خلال تلك الفترة.

- العائد المتوقع : هو العائد الذي يأمل المستثمر في الحصول عليه في المستقبل، وهو عبارة عن المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة،⁴ ويتعلق العائد المتوقع بحالة عدم التأكد والتي من الصعب تقدير العوائد فيها بدقة، ويساوي العائد المتوقع إجمالي ضرب كل عائد متوقع باحتمال حدوثه مستقبلا.

- العائد المطلوب : هو أدنى عائد يقبل به المستثمر للقيام بالاستثمار، وبعبارة أخرى هو أدنى عائد يعرض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار،⁵ ويتكون العائد المطلوب من معدل العائد الخالي من الخطر وعلاوة المخاطرة، وحتى يقبل المستثمر بالاستثمار لا بد أن يكون معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب.

¹ - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999: ص 29.

² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 1998: ص 289.

³ - علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009: ص 48.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010: ص 165.

⁵ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 316.

ثانيا- مفهوم المخاطرة وأنواعها :

أ- مفهوم المخاطرة : أعطيت للمخاطرة عدة تعاريف منها :

تعرف على أنها : مدى احتمال اختلاف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.¹
وتعرف أيضا بأنها : "تعني احتمال أو إمكانية عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع خسائر رأسمالية، ومن المبادئ المعروفة في الاستثمار أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول إن العائد هو ثمن المخاطرة".²

وتعرف بأنها : "احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا".³

ب- أنواع المخاطر : تنقسم المخاطر إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير النظامية

- المخاطر النظامية :

تُعرف على أنها المخاطر التي تتعلق بالنظام العام في الأسواق المالية وحركتها، وتنتج هذه المخاطر بسبب عدة عوامل (طبيعية، اقتصادية، سياسية...)، مثل الكوارث الطبيعية (الزلازل، الفيضانات...)، الحروب وحالات الكساد بسبب الأزمات المالية أو الاقتصادية، وتأثير هذه العوامل لا يقتصر على نوع معين من الاستثمار عندما تحدث بل تصيب جميع مجالات وقطاعات الاستثمار، وتسمى هذه المخاطر أيضا بمخاطر السوق أو المخاطر المنتظمة، وهذه المخاطر يصعب على المستثمر تجنبها.

- المخاطر غير النظامية :

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو بقطاع معين فقط، ويقع تأثيرها على العوائد المتوقعة من هذا القطاع أو من هذه الشركة دون التأثير على السوق المالي ككل، وتسمى أيضا بمخاطر الشركة أو المخاطر الخاصة، ومن الأمثلة على هذا النوع من المخاطر حدوث إضراب للعمال في قطاع معين أو في شركة معينة، أو الأخطاء الإدارية التي تقع في شركة ما، أو ظهور اختراعات أو تكنولوجيا جديدة منافسة لما تنتجه هذه الشركة أو الحملات الإعلامية من طرف المنافسين، ويمكن للمستثمر تجنب هذه المخاطر بالتنوع في محفظته المالية.

ثالثا- قياس العائد والمخاطرة :

تختلف طرق حساب العائد والمخاطرة لاستثمار يتكون من أصل مالي واحد، ففي حالة الاستثمار المحقق يتم استخدام بيانات تاريخية، وبحسب العائد الفعلي بالمتوسط الحسابي وتقاس المخاطرة المرتبطة به بالانحراف المعياري، أما في حالة الاستثمار المستقبلي يتم استخدام بيانات تقديرية مرتبطة باحتمالات، وبحسب العائد المتوقع بالأمل الرياضي وتقاس المخاطرة المرتبطة به بالانحراف المعياري⁴، وقد تم تجميع هذه القوانين في الجدول رقم : (1.1).

¹ - محمد صالح الخناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004: ص 6.

² - طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، طبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997: ص 95.

³ - صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، عمان، 2000: ص 166.

⁴ - لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، إدارة المحافظ المالية (دروس وتطبيقات)، مطبوعة بيداغوجية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2017/2018: ص 12، بتصرف.

الجدول رقم 1.1 : قياس العائد والمخاطرة

حساب عائد ومخاطرة الاستثمار في أصل مالي واحد	
المخاطرة	معدل العائد
<p>- الانحراف المعياري :</p> $\delta_R = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{N - 1}}$ <p>حيث أن: δ : الانحراف المعياري R_i : قيمة العائد</p>	<p>- معدل العائد الفعلي:</p> $\bar{R} = \frac{\sum_{i=0}^n R_i}{n}$ <p>حيث أن: \bar{R} : الوسط الحسابي للعوائد R_i : قيمة العائد n : فترة الاستثمار</p>
<p>- الانحراف المعياري :</p> $\delta_R = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i (R_i - E(R))^2}$ <p>حيث أن: $E(R)$: الأمل الرياضي P_i : احتمالات تحقق العوائد</p>	<p>- معدل العائد المتوقع:</p> $E(R) = \sum_{i=1}^n (P_i * R_i)$ <p>حيث أن: $E(R)$: الأمل الرياضي P_i : احتمالات تحقق العوائد R_i : قيمة العائد المتوقعة</p>

المصدر : من إعداد الطالب

الفرع الثالث : نظرية كفاءة الأسواق المالية

يسعى جميع المستثمرون في الأسواق المالية للتنبؤ بأسعار الأصول المالية مستقبلاً لأجل اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، لكن عملية التنبؤ بالأسعار صعبة لأن تغير الأسعار مرتبط بعدة متغيرات، ولقد حاول العديد من العلماء العمل على دراسة وفهم سلوك الأسعار في الأسواق المالية، وقد توصلوا لوضع بعض النظريات المفسرة لسلوك الأسعار، ومن أشهرها نظرية كفاءة الأسواق المالية، والتي تقوم على أن هناك علاقة بين المعلومات المتدفقة للسوق المالي وتغير الأسعار، بالإضافة للوقت الذي يستغرقه السوق المالي ليحدث هذا التغير، وهي تختلف من سوق مالي إلى آخر، وعليه يجب على المستثمر عند تحليله وتقييمه للأوراق المالية أن يأخذ بعين الاعتبار كفاءة السوق المالي الذي يستثمر فيه.

أولاً- مفهوم كفاءة الأسواق المالية :

ظهرت نظرية كفاءة الأسواق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية في بداية الستينات، ويرجع تسميتها بهذا الاسم إلى هاري روبرتز (Harry Roberts) وذلك في عام 1967، ويرجع الفضل في شهرتها لفاما (Fama) الذي قام بدراسات كثيرة تخص هذه النظرية وكذلك ردوده العلمية على منتقديها.

وقد أعطيت لنظرية كفاءة الأسواق المالية عدة تعاريف من بينها : " يعكس مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواه".¹

¹ - صفة صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012/2011، ص 5.

عرفها (Fama) عام 1991 : "في السوق الكفاء تعكس الأسعار جميع المعلومات إلى غاية المستوى الذي تصبح فيه الأرباح الإضافية الناجمة عن استغلال المعلومة مساوية تماما للتكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول عليها".¹

عرفها (Higgins) عام 1992 بأنها : "السوق التي تستجيب في ظلها أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة وتؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للأصل مع قيمته الحقيقية، وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أوراق مالية تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، وفي ظل السوق الكفاء يحقق المستثمرون نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة".²

عرفها (Malkiel) عام 1992 : "يكون السوق المالي كفؤا إذا اتصف بالكمال وكان يعكس بشكل صحيح كافة المعلومات المتاحة في تحديد الأسعار التوازنية. نسمي سوقا كفاء عند بعض المعلومات المتاحة... إذا كان السعر التوازني لا يتأثر بالمعلومات المتوفرة لكل المتعاملين".³

وتعرف أيضا على أنها : "الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية بشكل دائم وسريع وغير متحيز، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيبون بسرعة للمعلومات الجديدة ويقومون بتحليلها وعكسها في توقعاتهم، لذا يصعب عليهم تحقيق مكاسب غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية، إذن السعر المعلن هو ناتج عن تصرفات المشاركين في السوق بناء على المعلومات المستلمة، وذلك لأن المستثمرين لا يستغرقون وقت طويل للوصول إلى المعلومة ولا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومة المستلمة والوصول إلى النتائج المحددة لسعر الورقة المالية".⁴

ثانيا- فرضيات نظرية كفاءة الأسواق المالية :

تقوم نظرية كفاءة الأسواق المالية على جملة من الفرضيات والمتعلقة بسلوك المستثمرين وكذلك بالسوق المالي على حد سواء وهي⁵:

أ- يتمتع جميع المستثمرين بالرشادة (العقلانية)، وهذا يعني أن كل المستثمرين يسعون إلى تعظيم منفعتهم، كما أن لهم توقعات متجانسة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة في السوق المالي؛

ب- يتصف السوق المالي بمجانبة المعلومات وسرعة انتشارها، فالمعلومات متاحة للجميع دون أي تكلفة وهذا ما يعمل على تماثل التوقعات بشأن الحركة المستقبلية للأسعار؛

ج- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرتهم على التأثير في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء، فوحدها المعلومات تؤثر على الأسعار والأمر سيان بالنسبة لمستوى السيولة؛

¹- Jaques Hamon, **Eugene fama et l'efficience des marchés financiers**, In: Les grands Auteurs en finance, collection dirigée par M. Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003: P 101.

²- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 168.

³- لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁴- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

⁵- صفية صديقي، الإستراتيجية المالية (دروس وتطبيقات)، مرجع سبق ذكره، ص.ص 21-22.

د- الحرية التامة في تداول الأوراق المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من القيود الخاصة بالتداول، غير أن هذا الفرض مستحيل التحقق في الواقع ولذا فالأصح القول بأن الفرد يُقبل على الاستثمار حين يُقدر بأن الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة.

ثالثاً- أنواع كفاءة الأسواق المالية :

تلعب المعلومات المتدفقة إلى السوق المالي والزمن الفاصل بين تدفق هذه المعلومات وانعكاسها على الأسعار الأوراق المالية دور مؤثراً في كفاءة السوق المالي، حيث كلما كان الزمن الفاصل أقصر كلما كانت السوق المالي أكثر كفاءة، وكلما طال هذا الفاصل الزمني كانت السوق المالي أقل كفاءة، وعليه يمكن التمييز بين نوعين لكفاءة الأسواق المالية هما :

أ- الكفاءة التامة (الكاملة) : يقوم مفهوم الكفاءة التامة للأسواق المالية على تحقق جميع الفرضيات السابقة لنظرية كفاءة الأسواق المالية، وبالتالي عدم وجود فاصل زمني بين تدفق المعلومات إلى السوق المالي وانعكاسها على أسعار الأصول المسعرة به، بحيث لا تختلف القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية، بما لا يسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد غير عادية، وهذا المفهوم يعتبر نظري بعيد عن الواقع، ولهذا فالكفاءة التامة لا تتحقق في الواقع العملي إن لم نقل مستحيلة التحقق، وهذا راجع لبعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات بالإضافة إلى تكاليف المعاملات.

ب- الكفاءة الاقتصادية : في ظل وجود بعض القيود على التداول، وسعي المستثمر لتعظيم منفعة الخاصة، وبالتالي فإنه يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين للحصول على المعلومات والبيانات التي تساعد على تحقيق هدفه، وعليه يكون من المتوقع وجود فاصل زمني بين لحظة تدفق المعلومات إلى السوق المالي وانعكاسها على الأسعار، يؤدي بالتالي إلى وجود فرق بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية، لكن لا يتوقع أن يكون هذا الفارق كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية وذلك بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وهذا الأمر شائع مهما بلغت درجة تطور الأسواق المالية.

المطلب الثاني : التحليل الأساسي

إن التحليل الأساسي (Fundamental Analysis) قديم قدم الأسواق المالية نفسها، حيث يعتبر كل من "بنيامين جراهام" (Benjamin Graham) و"ديفيد دود" (David Dodd) من الآباء المؤسسين لمنهجية التحليل الأساسي، والتي تم استعراضها على نحو مفصل في كتابهما الصادر في عام 1934 تحت عنوان : تحليل الأوراق المالية (Security Analysis)، في هذا الكتاب وضع الرجلان العوامل التي يجب على المستثمر فحصها والانتباه إليها قبل اتخاذ أي قرار استثماري، وشملت هذه العوامل على سبيل المثال لا الحصر الأرباح والإيرادات ومعدلات النمو والتدفقات النقدية.

الفرع الأول : مفهوم التحليل الأساسي ومدخله

أولاً- مفهوم التحليل الأساسي :

يعرف التحليل الأساسي بأنه : "دراسة المعلومات الداخلية لسوق الأوراق المالية على حالتها".¹

¹ - محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 102.

"يعنى بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التحليل، ويرتكز هذا التحليل على فلسفة وأفكار مستمدة من نظريتي الاستثمار والتقييم، حيث يبدأ بمرحلة التشخيص من جمع وتحليل للمعلومات ليتم بعد ذلك في مرحلة ثانية قياس قيمة ما ستؤول إليه الأسهم".¹

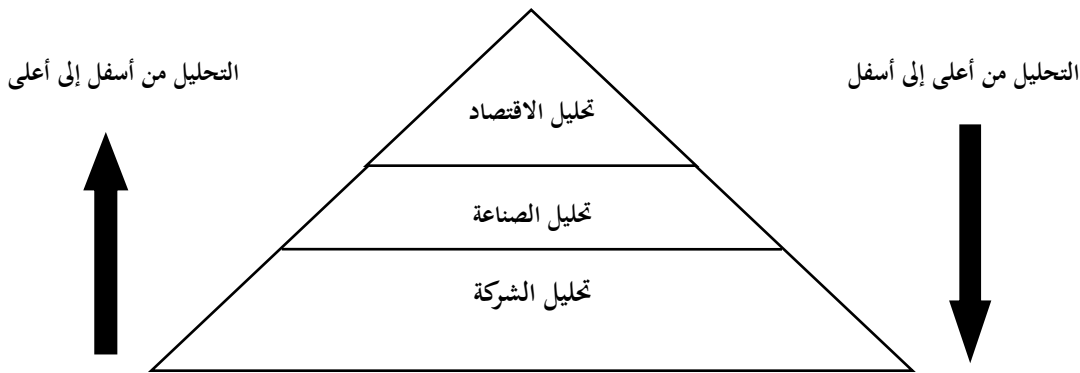
"هو ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام وظروف القطاع بشكل خاص من جهة، وظروف الشركة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى، حيث يهدف للوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي للسهم ومقارنته بسعر السوق، فإذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية، وإذا كان أكبر من السعر العادل فيجب تجنب عملية الاستثمار في ذلك".²

ثانيا- مداخل التحليل الأساسي :

أ- مدخل التحليل الكلي فاجزئي : وهو ما يطلق عليه بالتحليل من أعلى إلى أسفل (Top – down Analysis)، حيث يبدأ المحلل بتحليل الظروف الاقتصادية العامة لتعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية في الدولة، وتأثير ذلك على سوق الأوراق المالية، ثم ينتقل إلى تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات ذات الأداء الجيد، وفي الأخير التحليل على مستوى الشركة.

ب- مدخل التحليل الجزئي فالكلي : ويطلق عليه التحليل من أسفل إلى أعلى (Bottom – up Analysis)، ويكون عكس المدخل الأول حيث ينطلق المحلل من تحليل ظروف الشركة المختارة للاستثمار في أوراقها المالية، ثم تحليل الصناعة أو القطاع الذي تنتمي له الشركة، وينتهي بتحليل الظروف الاقتصادية العامة التي في ظلها تمارس الصناعات أو القطاعات المختلفة نشاطها، ليتخذ في الأخير قرار الاستثمار، والشكل رقم : 1.1 يوضح مداخل التحليل الأساسي.

الشكل رقم 1.1 : مداخل التحليل الأساسي



المصدر : لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 22.

¹ - هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2007/2008: ص 164.

² - عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011: ص 5.

الفرع الثاني : مراحل التحليل الأساسي

سيتم دراسة مراحل التحليل الأساسي حسب مدخل التحليل الكلي فالجزئي.

أولاً- تحليل الاقتصاد :

يعتبر تحليل ظروف الاقتصاد (Economic Analysis) الخطوة الأولى في التحليل الأساسي إذ توجد عدة متغيرات اقتصادية تؤثر على الشركات وعلى أسعار أوراقها المالية، فالشركات تمارس نشاطها في ظل بيئة اقتصادية لها تأثيرات هامة على مقدرة الشركات على الاستمرارية في النشاط، وقد يتوقف بقاؤها على مستوى أداء الاقتصاد ككل، ولهذا يقوم المحلل الأساسي بالتنبؤ بالاقتصاد المستقبلي من خلال دراسة الظروف الاقتصادية العامة والتوقعات المتعلقة بالتغيرات، ولذلك يجب على المستثمر التعرف على المخاطر التي قد تترتب على التغيرات في الظروف الاقتصادية، والتي تؤثر على جميع الصناعات والشركات وإن اختلف مدى تأثيرها من صناعة إلى أخرى ومن شركة إلى أخرى، لذلك يجب على المحلل دراسة المؤشرات الاقتصادية المختلفة لأداء الاقتصاد من أجل تحديد اتجاهه نحو الراجح أو نحو الكساد.

ففي فترات الراجح الاقتصادي قد ينتج عن الزيادة في الطلب على السلع والخدمات التي تقدمها الشركات زيادة في مبيعاتها وأرباحها، ومنه زيادة أسعار أوراقها المالية في السوق المالي، بينما فترات الركود لها تأثير معاكس فتنهار الشركات الضعيفة مالياً، ويؤدي الكساد إلى تراجع النشاط الاقتصادي، الأمر الذي يتسبب في انخفاض الطلب على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى تراجع مبيعات الشركات وتناقص المكاسب والأرباح، مما يؤثر سلباً على أسعار الأوراق المالية بالانخفاض، ويتم تحليل الظروف الاقتصادية العامة من خلال تحليل أهم المؤشرات الاقتصادية مثل السياسة المالية للدولة، السياسة النقدية، معدل التضخم، معدل البطالة وحجم الإنتاج الكلي.

أ- السياسة النقدية : يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية (البنك المركزي) في إدارة كل من النقود والائتمان، حيث يقوم البنك المركزي من خلال السياسة النقدية بمعالجة المشاكل الاقتصادية (التضخم، البطالة والركود الاقتصادي...) وذلك بالتحكم في حجم الكتلة النقدية المعروضة بالزيادة أو بالنقصان، وذلك باستخدام عدة أدوات منها أسعار الفائدة، حجم الائتمان، وبالتالي التأثير على الاستثمار وعلى النشاط الاقتصادي ككل، حيث كشفت عدة دراسات عن وجود علاقة مباشرة بين كتلة النقود المعروضة وأسعار الأوراق المالية في السوق المالي، حيث توجد علاقة طردية بين كتلة النقود المعروضة ومستوى النشاط الاقتصادي، فالزيادة في الكتلة النقدية المعروضة يؤدي إلى تحسن في أداء الاقتصاد وانخفاض في معدل الفائدة الأمر الذي يزيد من الاستثمارات وبالتالي الزيادة في الإنتاج وتخفيض البطالة وزيادة الطلب على السلع والخدمات، مما يزيد من مبيعات وأرباح الشركات وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها في السوق المالي والعكس صحيح، أي عندما يتبع البنك المركزي سياسة نقدية انكماشية بتخفيض الكتلة النقدية المعروضة.

ب- السياسة المالية : بما أن الضرائب تعد من أهم مصادر الإيرادات، فعند تخفيض الدولة لمعدل الضريبة على أرباح الشركات فإن ذلك سيؤثر تأثيراً إيجابياً على أرباحها الصافية، ويؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات، كما قد يؤدي تخفيض معدل الضريبة لتقلص موارد ميزانية الدولة واضطرارها إلى التمويل بالعجز مما يتسبب في زيادة معدل التضخم الذي يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية للأرباح الصافية لهذه الشركات، وبالتالي سيؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها.

ج- معدل الفائدة : يعتبر معدل الفائدة أحد أهم العوامل المؤثرة في الاستثمار والتمويل، ويعتبر معدل الفائدة أيضا أحد المتغيرات المؤثرة في أسعار الأوراق المالية، حيث توجد علاقة عكسية بين معدل الفائدة وأسعار الأسهم، فارتفاع معدل الفائدة سيدفع الكثير من المستثمرين إلى بيع الأسهم وشراء السندات الجديدة للاستفادة من مزايا معدل الفائدة المرتفع، وبالعكس كلما انخفض معدل الفائدة فإن المستثمرين سيتوجهون إلى شراء الأسهم وهذا لارتفاع عوائدها.

د- معدل التضخم : إن لمعدل التضخم تأثير كبير على أسعار الأوراق المالية، فزيادة معدل التضخم بشكل غير متوقع يؤثر على قيمة النقود ويعطي إشارة إلى استمرار الزيادة فيه، مما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين وبالنتيجة ستنخفض أسعار الأوراق المالية في السوق المالي.

هـ- سعر الصرف : لأسعار الصرف تأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية المحررة بعدة عملات، حيث إن انخفاض عملة ورقة مالية ما مع توقع استمرار انخفاضها سيدفع حاملي هذه الأوراق المالية إلى بيعها لتجنب خسائر الصرف المحتملة، مما يزيد من عرضها في السوق المالي وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية.

و- الناتج المحلي الإجمالي : هو مجموع القيم السوقية للسلع والخدمات النهائية بمختلف أنواعها والتي تنتج محليا في بلد معين خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، وعندما يشير إجمالي الناتج المحلي (PIB) إلى معدل نمو سريع ومتزايد فإن ذلك يعكس أن الاقتصاد يشهد توسعا ويخلق المزيد من فرص الاستثمار للشركات وزيادة مبيعاتها وأرباحها، مما يؤثر إيجابا على القيمة السوقية لأسهمها في السوق المالي، أما في حالة انخفاض إجمالي الناتج المحلي فيدل ذلك على عدم الزيادة في النشاط الاقتصادي، وبالتالي سيؤثر سلبا على القيمة السوقية للأوراق المالية، إضافة لما سبق توجد عدة مؤشرات ومتغيرات اقتصادية يجب على المحلل الأساسي أن يدرس تأثيرها على القيمة السوقية للأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، من بينها الظروف الدولية السياسية والأمنية، أسعار المواد الخام الأساسية مثل النفط والذهب، لأن لها تأثير كبير على أداء الأسواق المالية وعلى الأسعار.

ثانيا- تحليل الصناعة :

بعد تحليل الاقتصاد يقوم المحلل الأساسي بتحليل ظروف الصناعة (Industry Analysis)، حيث يتم تصنيف الشركات حسب العوامل المشتركة، إذ لا يمكن التعامل مع الشركات وكأنها نوع واحد، كما أن معدلات النمو تختلف حسب الصناعات أو القطاعات الاقتصادية، ولأن اختيار أفضل الشركات أداء يبدأ باختيار الصناعة الواعدة، حيث من الصعب أن تجد شركة منتعشة في صناعة تعاني من الأزمات، وفي هذا الإطار يقوم المحلل الأساسي بدراسة أداء المبيعات والأرباح المحققة للفترة السابقة، الظروف التنافسية، تأثير الحكومة اتجاه الصناعة، إذ قد تكون بعض الصناعات تلقي تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها، إذن فتحليل الصناعة يساعد على أخذ صورة أولية عن الشركات المنتمية لنفس الصناعة، لأنها ستكون متفقة ومتشابهة في الخصائص، ومن العناصر التي يركز عليها المحلل الأساسي هي دراسة دورة حياة الصناعة، وتقدير حجم الطلب والعرض على منتجات الصناعة، حيث إن كل صناعة تمر بمراحل هي مرحلة الظهور، مرحلة النمو السريع، مرحلة النضوج ومرحلة الاستقرار أو التراجع، حيث على المستثمر أن يستثمر في الصناعة التي هي في مرحلة النمو السريع.¹

¹ - زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003، ص 57.

كما أن التنبؤ بمبيعات منتجات الصناعة يعد أمر مهم ويتم ذلك بمعرفة العوامل المؤثرة على الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، ويتم التنبؤ بالمبيعات باستخدام الأدوات الإحصائية عن طريق الانحدار المتعدد، حيث يعتبر المتغير التابع هو مبيعات الصناعة، أما العوامل المؤثرة على الطلب الفعلي على منتجات الصناعة فتعتبر متغيرات مستقلة، وتعد قوة المنافسة والتكنولوجيا المستخدمة من العناصر المهمة في تحليل ظروف الصناعة لما لها من تأثير على الشركات وقوة صمودها في السوق والمحافظة على حصتها السوقية، لهذا على المحلل الأساسي إعطاءها قدر من الأهمية.

ثالثاً- تحليل الشركة :

في هذه المرحلة يقوم المحلل الأساسي بتحليل الشركة (Company Analysis)، وذلك بتحليل أدائها المالي، مما يسمح له من تتبع وتوقع الأداء المالي للشركة من خلال التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية لأسهمها، وكذلك التعرف على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة وقصيرة الأجل، ومن ثم إمكانية قياس العائد والمخاطرة، وعليه فإن الفرضية الأساسية التي يقوم عليها التحليل الأساسي هي أن سعر السهم يتأثر بصفة أساسية بالأداء المالي للشركة المصدرة له، لأن التغيرات المتوقعة على الأرباح لها تأثير مباشر على توزيعات الأرباح والتبعية على أسعار الأسهم، كما أنه ليس من الضروري أن تكون أسهم الشركة الجيدة استثمار جيد، وذلك لأن اتخاذ القرار الاستثماري المناسب يبنى على أساس قيمة السهم ومقارنتها بالقيمة السوقية.

يشمل تحليل الشركة على تحليل الوضع المالي التاريخي للشركة من خلال تقييم وتحليل أدائها المالي بالاعتماد على القوائم المالية لفترات السابقة، ومن ثم قياس العوائد والمخاطر المرتبطة بها، ويفيد ذلك في التنبؤ بما سيكون عليه أداء الشركة في المستقبل من خلال إعداد القوائم المالية المستقبلية، وذلك في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة، حيث يهدف المحلل الأساسي إلى تقدير العائد والمخاطر المرتبطة به للتنبؤ بقيمة الأوراق المالية، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.¹

ويتم تحليل الشركة عن طريق تفسير النسب المالية أو ما يعرف بالتحليل المالي، وهي عبارة عن علاقة بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية والنتائج يتم مقارنته بنسب مرجعية متفق عليها، وهذا لأخذ صورة واضحة عن أداء الشركة ووضعها المالي الحالي والمساعدة على التنبؤ به مستقبلاً وبمدى قدرتها على تحقيق الأرباح، ومن أهم النسب المالية نجد نسب الربحية، نسب التغطية، نسب السيولة ونسب النشاط.

أ- **نسب السيولة** : تقيس نسب السيولة مدى قدرة الشركة على مقابلة مدفوعاتها الدورية والمرتبطة بالعمليات التشغيلية وسداد الالتزامات قصيرة الأجل في موعد استحقاقها، ومن أهم هذه النسب نجد نسبة السيولة الفورية وهي : مقدار النقدية المتاحة لدى الشركة في وقت معين لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل، بالإضافة لنسبة التداول، وتحسب كالتالي :

الأصول المتداولة

نسبة التداول =

الخصوم المتداولة

القيم الجاهزة

نسبة السيولة الفورية =

الديون قصيرة الأجل

¹ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 76.

ب- نسب الربحية : تسمى أيضا نسب القدرة على تحقيق الأرباح، حيث تعد نسب الربحية من بين أهم النسب والمؤشرات المالية التي تساعد على الحكم على كفاءة الشركة في استغلال الموارد المتاحة أفضل استغلال لتحقيق وتوليد الأرباح من المبيعات أو من الأموال المستثمرة سواء كان مصدرها الملاك أو المقرضون، ومن نسب الربحية المهمة نجد مضاعف السعر- الربحية، ربحية السهم، المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، والتي تحسب وفق المعادلات الآتية :

سعر السهم

مضاعف السعر- الربحية =

ربحية السهم

النتيجة الصافية

ربحية السهم =

عدد الأسهم

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

المردودية الاقتصادية =

الأصول الاقتصادية

النتيجة الصافية

المردودية المالية =

الأموال الخاصة

ج- نسب النشاط : تقيس نسب النشاط كفاءة الشركة في إدارة أصولها، وبمعنى آخر قدرتها على توليد المبيعات مما تملكه من أصول، حيث إذا كان الاستثمار في الأصول أكثر من اللازم فإنه يمثل موارد مالية معطلة وقد يحمل الشركة بعض التكاليف، وإذا كان الاستثمار في الأصول أقل من اللازم سوف يفوت على الشركة فرص تحقيق مبيعات إضافية، وفي الحالتين تتأثر سلبا أرباح الشركة ومعها القيمة السوقية لأسهمها، ومن بين أهم نسب النشاط نجد معدل دوران المخزون وتحسب كالاتي :

تكلفة المبيعات

معدل دوران المخزون =

متوسط المخزون

د- نسب التغطية : تقيس نسب التغطية مدى قدرة الشركة على تغطية الالتزامات والأعباء الثابتة من خلال أرباحها أو إيراداتها، فكلما كانت أرباح الشركة مرتفعة زادت قدرة الشركة على تغطية أعبائها الثابتة، ومنه فالعلاقة بين القدرة على تغطية الأعباء الثابتة والأرباح علاقة طردية، ومن بين هذه النسب معدل تغطية الأرباح لفوائد القروض وتحسب كالاتي :

صافي الربح قبل الضريبة والفوائد

معدل تغطية الأرباح للفوائد =

الفوائد

الفرع الثالث : تقييم الأوراق المالية

بعد تحليل الشركة تأتي عملية تقييم الأوراق المالية، والتي تهدف إلى إيجاد قيمة الورقة المالية التي أصدرتها الشركة ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار الاستثمار المناسب، وتوجد عدة نماذج لتقييم الأوراق المالية وسوف نقتصر في هذه الدراسة على الأسهم العادية فقط، وتبنى أغلب نماذج تقييم الأوراق المالية على فرضية أن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية لجميع التدفقات

النقدية المتوقعة للورقة المالية، وهذا لأن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في الحاضر، ومن بين نماذج تقييم الأسهم نجد نموذج مضاعف الربحية، نموذج توزيعات الأرباح المخصومة (DDM)، نموذج (Gordon Shapiro)، وغيرها من النماذج.

أولاً- نماذج تقييم الأسهم :

أ- نموذج توزيعات الأرباح المخصومة : في نموذج توزيعات الأرباح المخصومة (Dividend Discount Model) فإن قيمة السهم اليوم تكون مساوية للقيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة لهذا السهم بالإضافة إلى قيمة التنازل عنه مستقبلاً، ونجد عدة حالات حسب معدل نمو الأرباح هي¹:

◀ الحالة الأولى : تقييم السهم بدون معدل نمو الأرباح

- الاحتفاظ بالسهم لمدة سنة واحدة : حيث تكون التدفقات النقدية المستقبلية عبارة عن توزيعات الأرباح للسهم لسنة واحدة بالإضافة إلى سعر التنازل عن السهم، ويمكن صياغتها في المعادلة الآتية :

$$P_0 = \frac{DPA_1 + P_1}{(1 + r)}$$

حيث أن:

P_0 : القيمة الحالية للسهم

DPA_1 : توزيعات الأرباح للسهم

P_1 : سعر التنازل عن السهم

r : معدل الخصم²

- الاحتفاظ بالسهم لفترة N من الزمن : هذه الحالة ما هي إلا تعميم للحالة الأولى، وتعطى بالمعادلة الآتية :

$$P_0 = \frac{DPA_1}{(1 + r)^1} + \frac{DPA_2}{(1 + r)^2} + \dots + \frac{DPA_N}{(1 + r)^N} + \frac{P_N}{(1 + r)^N}$$

حيث أن :

P_N : سعر التنازل عن السهم في الزمن N .

◀ الحالة الثانية : تقييم الأسهم مع وجود معدل نمو الأرباح

- عدم نمو الأرباح (نمو صفري): في هذه الحالة نفترض أن أرباح السهم ثابتة ولا تنمو لأن الشركة تحقق نفس الأرباح في كل عام وتقوم بتوزيع جميع هذه الأرباح، وعليه تحسب قيمة السهم الحالية بالمعادلة الآتية :

$$P_0 = \frac{DPA_1}{r}$$

¹- لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 22.

²- يمكن أن يستخدم معدل الفائدة أو معدل العائد المطلوب كمعدل خصم لتحديد التدفقات النقدية المتوقعة، في هذه الدراسة سيتم استخدام معدل العائد المطلوب كمعدل خصم وسوف نتطرق لطريقة حسابه في الدراسة التطبيقية.

- نمو الأرباح بمعدل ثابت : إذا تم الافتراض أن الأرباح تنمو بمعدل ثابت خلال كل الفترة الزمنية وأن معدل الخصم أكبر من معدل النمو، فإن قيمة السهم الحالية تحسب وفق المعادلة الآتية :

$$P_0 = \frac{DPA_1}{r - g}$$

حيث أن :

g : يمثل معدل النمو الثابت، ويشترط أن يكون $r > g$

- الأرباح تنمو بمعدل متغير (غير ثابت) : إذا كان معدل نمو الأرباح المستقبلية لا يبقى على وتيرة واحدة، ويكون هذا غالباً في الشركات حديث النشأة، فتعطى معادلة حساب القيمة الحالية للسهم في هذه الحالة بالصيغة الآتية :

$$P_0 = \frac{DPA_1}{(1+r)^1} + \frac{DPA_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DPA_{N-1}}{(1+r)^{N-1}} + \frac{\frac{DPA_N}{r-g}}{(1+r)^{N-1}}$$

ب- نموذج مضاعف الربحية : من بين نماذج المستخدمة في تقييم الأسهم نجد نموذج مضاعف الربحية (PER) ويسمى أيضاً بالنموذج الواقعي أو العملي وهذا لكثرة استخدامه من طرف المحللين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويعتمد هذا النموذج أساساً على ربحية السهم وليس على توزيعات الأرباح، وهي نسبة سعر السهم إلى ربحيته أي القيمة التي يبدي المستثمر استعداداً لدفعها مقابل كل وحدة نقدية من الربحية المتولدة من الاستثمار في هذا السهم، وتحسب وفق المعادلة الآتية :

$$PER = \frac{P}{E}$$

حيث أن:

PER : مضاعف الربحية

P : القيمة السوقية للسهم

E : ربحية السهم

غير أنه وجه لنموذج مضاعف الربحية انتقاد لاعتماده على ربحية السهم الماضية (التاريخية)، حيث أن المستثمرين يتخذون قراراتهم الاستثمارية في الحاضر على أساس الأرباح المستقبلية للأسهم وليس الماضية، وعليه يجب على المحلل أن يحدد بدقة ربحية السهم المستقبلية (بناءً على مقدرات إحصائية)، بعدها يستطيع المحلل حساب قيمة السهم التي ينبغي أن يكون عليها في المستقبل استناداً إلى قيمة مضاعف الربحية¹ حيث تعطى المعادلة بالصيغة الآتية :

$$\text{قيمة السهم} = \text{ربحية السهم المتوقعة} \times \text{مضاعف الربحية}$$

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993: ص 419، بتصرف.

ثانيا- اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية :

بعد تقييم وحساب قيمة الأوراق المالية -الأسهم- يتم مقارنتها بقيمتها السوقية، حيث نجد الحالات الآتية¹:

- أ- الحالة التي تتساوى فيها قيمة السهم مع قيمته السوقية، هذه الحالة لا تشكل فرصة استثمارية للمستثمر؛
- ب- الحالة التي تكون فيها قيمة السهم أكبر من قيمته السوقية، وهذا يعني أن السهم مسعر في السوق المالي بأقل من قيمته، وهو ما يعتبر فرصة استثمارية جيدة للمستثمر، وبالتالي يكون القرار المناسب شراء هذه الأسهم على أمل أن ترتفع أسعارها مستقبلا، لأن السوق سوف يتجه تدريجيا إلى وضع التوازن؛
- ج- الحالة التي تكون فيها قيمة السهم أقل من قيمته السوقية، وهذا يعني أن السهم مسعر في السوق المالي بأكبر من قيمته، وبالتالي فإن أسعار هذه الأسهم سوف تنخفض في المستقبل، وعليه يكون القرار المناسب هو بيع هذه الأسهم إن كان يملكها المستثمر تجنباً للخسائر المحتملة.

الفرع الرابع : مزايا وعيوب التحليل الأساسي

رغم اعتماد التحليل الأساسي في منهجه على الواقع الاقتصادي وعلى قوائمها المالية للشركة بهدف تحديد قيمة أوراقها المالية، وبالإضافة لتمييزه بالكثير من المزايا إلا أنه كغيره من مداخل التحليل لا يخلو من العيوب والانتقادات الموجهة له.

أولاً- مزايا التحليل الأساسي :

- أ- يمكن في بعض الأحيان للمستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الأساسي أن يحققوا أرباحاً غير عادية؛
- ب- التحليل الأساسي يهتم بالمستقبل، خاصة فيما يتعلق بالتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة، على عكس التحليل الفني الذي يهتم بالأسعار الماضية فقط؛
- ج- يهدف التحليل الأساسي إلى تقدير قيمة الورقة المالية والتي تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب؛
- د- يعطي استخدام التحليل الأساسي في المدى الطويل نتائج أفضل مقارنة بالتحليل الفني.

ثانيا- عيوب التحليل الأساسي :

- أ- غياب منهجية لاختيار توقيت الدخول أو الخروج من وإلى السوق المالي، ولهذا فإن التحليل الأساسي غير قادر على تحديد التوقيت المناسب لدخول السوق المالي؛
- ب- عجز التحليل الأساسي على تفسير حركة سعر السهم، ففي كثير من الأحيان نلاحظ أن سعر السهم يتغير تغيراً ملحوظاً دون وجود أي سبب وجيه لذلك؛
- ج- تعدد المعلومات الواجب دراستها قبل اتخاذ قرار الاستثمار، حيث يقوم المحلل الأساسي بدراسة كم معتبر من الوثائق والتقارير وهذا يتطلب وقتاً وجهداً كبيرين مما قد يتسبب في ضياع فرص استثمارية جيدة؛

¹- هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 171.

²- عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص.ص 82-83.

د- إن توفر كافة التقارير المتعلقة بالشركة للجمهور العام لا يعني بالضرورة أن المحلل الأساسي سيتخذ القرار الاستثماري الصائب، ذلك لأنه من الصعب إدراك كافة العوامل التي من شأنها التأثير على أداء المؤسسة، كما يمكن أن تطرأ تغيرات على إحدى هذه العوامل، ما يؤدي لاتخاذ قرار استثماري خاطئ؛

ه- إذا كانت القيمة السوقية للسهم أعلى بكثير من قيمة السهم فإنه وحسب التحليل الأساسي لا يفضل شراء السهم في هذه الحالة لأن سعره سينخفض، لكن إذا ارتفع سعر السهم في المستقبل فإن المستثمر يكون قد ضيع فرصة تحقيق أرباح.

المطلب الثالث : التحليل الفني

يعود تاريخ التحليل الفني (Technical Analysis) الذي تطور بشكل كبير خلال القرن الماضي إلى ما يقرب مائة عام، وكان لتشارلز داو (Charles Dow) دوراً محورياً في تطوير هذا التحليل من خلال نظريته المعروفة بنظرية داو، ويسمى مستعمل هذا النوع من التحليل بمستعمل الرسوم البيانية، أو بالمحلل البصري.

الفرع الأول : مفهوم ومبادئ التحليل الفني

أولاً- مفهوم التحليل الفني :

أعطيت عدة تعاريف للتحليل الفني من بينها :

عرفه جون مورفي (John Murphy) بأنه : "دراسة حركة السوق بالاعتماد على الرسوم البيانية، وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً".¹

وعرف أيضاً : "التحليل الفني هو عملية تحليل البيانات التاريخية لأسعار القيم المنقولة، بهدف تحديد سعرها المستقبلي".²

"التحليل الفني هو علم دراسة حركة السوق وليس السلع المتداولة فيه، وهو علم رصد وتسجيل-عادة في شكل رسم بياني- لجميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، السعر، حجم التداول...) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل انطلاقاً من المعطيات التاريخية".³

من التعاريف السابقة نستنتج أن التحليل الفني هو دراسة حركة السوق بالاعتماد على السجل الماضي للتغير في سعر الورقة المالية وحجم التداول، وذلك باستخدام الرسوم البيانية، والهدف منه هو اكتشاف نمط لهذا التغير والذي يمكن للمحلل الفني من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ باتجاهات سعر الورقة المالية مستقبلاً.

ثانياً- مبادئ التحليل الفني :

من بين أهم مبادئ التحليل الفني نجد :

أ- سلوك السوق يتجاهل كل شيء : "تشكل هذه العبارة ما يعتبر الركن الأساسي في التحليل الفني، بحيث أنه أي شيء يمكن أن يؤثر على السعر (سواء اقتصادياً أو نفسياً أو سياسياً أو أي عنصر آخر) وهو في الحقيقة ينعكس تماماً على سعر

¹- John Murphy, **L'analyse technique des marchés financiers**, Traduit de l'américain par, P. Stokowski et A. Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003: P 1.

²- Achilles Steven B, **Technical Analysis from A to Z**, Equips international, 2003: P 4.

³- Edwards Robert, Magee John, **Technical Analysis of stock trends**, BN Publishing, USA, 2008: P 5.

السوق ولهذا يمكن القول بأن دراسة سلوك تحرك السعر هو كل ما هو مطلوب"¹، ومن هذا المنطلق يمكن القول بأن هناك عدة عوامل تتحكم في الطلب والعرض منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات الخاصة بالسهم والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة؛

ب- الأسعار تتحرك في اتجاهات : يعتبر مفهوم الاتجاهات من إحدى الركائز الأساسية للتحليل الفني، ويبقى الغرض الأساسي من دراسة سلوك سعر السوق عن طريق الرسوم البيانية هو التعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال تطورها لغرض الاستفادة من هذا الاتجاه، وتختلف التقنيات والمؤشرات المستخدمة في هذا المجال؛

ج- التاريخ يعيد نفسه : جزء كبير من تركيبة التحليل الفني ودراسة سلوك السوق هو في الحقيقة دراسة للسلوك البشري، وبطريقة أخرى يمكن تفسير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن فهم المستقبل يكون عن طريق دراسة الماضي، أو أن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي. وتصدر الإشارة إلى أن قانون السوق القائل بأن القيمة السوقية لأي سلعة تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، مقبول سواء من طرف الفنيين أو غيرهم، لأن أي شخص يوافق على أن سعر الورقة المالية يتم تحديده من خلال تفاعل العرض والطلب، والاختلاف الوحيد في الرأي هو بخصوص تأثير العوامل غير الموضوعية أو غير الرشيدة، حيث يرى المحللون الفنيون بأن لها تأثير.

ثالثاً- أقسام التحليل الفني :

يشتمل التحليل الفني على قسمين أساسيين هما :

أ- التحليل الفني للرسوم البيانية :

وهي الصورة التي ظهر فيها التحليل الفني في البداية، حيث كان المحللون الفنيون يحددون حركة سعر السهم المستقبلية عن طريق دراسة منحنى سعر السهم على البيان بالعين المجردة فقط، حيث يعتبر الرسم البياني هو الأساس.

ب- التحليل الفني الإحصائي :

انبثق هذا النوع من التحليل عن سابقه، وذلك لعدم وجود قوانين ثابتة تحكم التحليل الفني البياني ما يجعل النتائج المحصل عليها تختلف من محلل فني لآخر، وقد شاع استخدام التحليل الفني الإحصائي خاصة بعد ظهور الحاسبات الآلية، والتحليل الفني الإحصائي يعمل على إيجاد إشارات ثابتة تشير إلى توقيت بداية ونهاية كل من الدورات نحو الارتفاع أو الدورات نحو الانخفاض، وذلك عن طريق مؤشرات تدعى المؤشرات الفنية والتي يكون أساس حسابها معطيات رقمية حول سعر السهم، حجم التداول... الخ، وهذا يسمح ببناء نظم التداول الآلية التي تعتمد على الإشارات التي تقدمها مؤشرات التحليل الفني، لكن بالرغم من أن نتائج التحليل الفني الإحصائي تعتبر أكثر منطقية وعلمية من نتائج التحليل البياني فإن ذلك لا يعني الاستغناء عنه بل يبقى التحليل البياني عنصراً هاماً لا يستغني المحلل الفني الإحصائي عن استخدامه.

¹- John Murphy, Op, Cit, P 2.

الفرع الثاني : نظريات التحليل الفني

توجد عدة نظريات للتحليل الفني ومن بين أهم هذه نظريات نجد نظرية داو ونظرية الموجات لإليوت واللذان سنشرحهما :

أولاً- نظرية داو :

توصل تشالز داو (Charles Dow) إلى نظريته (Theory Dow) من خلال سلسلة من البحوث والمنشورة في جريدة وول ستريت الأمريكية (The Wall Street Journal)، والتي تمثل الأساس الذي يبنى عليه التحليل الفني الحديث، وتهتم هذه النظرية باستخدام الاتجاهات العامة للسوق، وقد قام داو مع إدوارد جونز (Edward Jones) بتأسيس مؤسسة داو جونز وشركائه، وجريدة وول ستريت جورنال التي تهتم بأخبار عالم المال، وقد طور تشالز داو في عام 1887 اثنين من أهم مؤشرات الأسواق المالية والأكثر استخداماً، هما مؤشر داو جونز للصناعة ((Dow Jones Industrial Average (DJIA)، ومؤشر داو جونز للنقل ((Dow Jones Transportation Average (DJTA).

أ- أسس نظرية داو : تقوم نظرية داو على ستة مسلمات¹ هي :

- المؤشرات تأخذ كل شيء في الاعتبار؛
- لسوق المال ثلاثة اتجاهات (الرئيسي، المتوسط، الثانوي)؛
- يمر الاتجاه السعري في تشكله بثلاثة مراحل (التجميع، التقليد، التوزيع)؛
- التوافق بين المعلومات التي تشير إليها مؤشرات الأسعار؛
- تماشي حجم التداول مع الاتجاه السعري؛
- الاتجاه السعري يستمر ما لم تقابله قوة معاكسة.

ب- الانتقادات الموجهة لنظرية داو : رغم أن نظرية داو تعد أساس التحليل الفني، إلا أنها لا تخلو من العيوب والبعض

منها لا ينكرها المحللون الفنيون أنفسهم. ومن أهم هذه العيوب :

- تأخر إشارات انقلاب الاتجاه العام : من بين مبادئ نظرية داو أن الاتجاه العام السائد يبقى مستمرا حتى ظهور إشارة محددة تؤكد حدوث عكس ذلك، إلا أن الملاحظ أن هذه الإشارات تأتي متأخرة قليلا عن البداية الفعلية للدورة، بحيث يفوت المستثمر جزءا من الأرباح قبل اتخاذ قرار الشراء في حالة دورة نحو الارتفاع، ويتحمل جزء من الخسائر قبل اتخاذ قرار البيع في حالة الدورة نحو الانخفاض، إلا أن بعض المؤشرات الفنية قد تحلصت بشكل كبير من هذا العيب.

- صعوبة تأكيد المؤشرات لبعضها البعض : حسب نظرية داو فإن مؤشرات السوق يجب أن تؤكد بعضها البعض،

حيث أنه في السابق كان يوجد مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر داو جونز للنقل فقط واللذان كانا يمثلان الاقتصاد الأمريكي، لكن في الوقت الحالي لم تعد هذه المؤشرات تمثل إلا جزءا من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ظهرت قطاعات اقتصادية أخرى لا تقل أهمية عن سابقتها ومن أهمها قطاع التكنولوجيا الممثل في مؤشر السوق نازداك NASDAQ وقطاع المؤسسات المالية، وبالتالي من الصعب أن تؤكد المؤشرات بعضها البعض في نفس الوقت، ذلك لأنها لا تتميز بنفس الخصائص ولا تستجيب للظروف الاقتصادية بنفس الطريقة.

¹ - صفة صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مرجع سبق ذكره، ص 115.

ثانيا- نظرية الموجات لإليوت :

توصل رالف نيلسون إليوت (Ralph Nelson Elliott) من خلال دراسته المستفيضة لحركة أسعار الأوراق المالية ببورصة نيويورك أن هناك إيقاعا معيناً يحكم حركتها مثلما يحدث لمظاهر الحياة المختلفة على الأرض، حيث جاء في كتابه تحت عنوان : (قانون الطبيعة سر الكون)، أن هناك نمطا متكررا أو مقياسا لسيكولوجية الجماهير مكونا من خمسة موجات إلى أعلى وثلاث موجات إلى أدنى (حركة تصحيحية تتراجع فيها الأرقام) مجموعها ثماني موجات، هذا النمط له قيمة تنبؤية، فعندما تنتهي الموجات الخمس الصاعدة، ستليها ثلاث موجات هابطة والعكس صحيح، وتبعا لهذا المبدأ فإن هناك ثلاث ركائز رئيسية لسلوك الأسعار بالأسواق المالية¹ وهي :

أ- نمط أو شكل حركة الأسعار : توجد خمس موجات إلى أعلى وثلاث إلى أدنى أو العكس؛

ب- النسب : النسب هي التي تحكم العلاقات السعرية بعضها البعض أهمها الحركة التصحيحية بتراجع الأسعار بنسبة (61.8%، 50% و38.2%) من الحركة السابقة لها؛

ج- الزمن : وهي المدة التي تستغرقها الأسعار في حركتها من أدنى سعر نسبي إلى أعلى سعر نسبي أو العكس، وتستخدم النسبة الذهبية في التنبؤ بتاريخ تحول مسار الأسعار مستقبلا.

الفرع الثالث : أدوات ومؤشرات التحليل الفني

أولاً- أهمية الدورات في التحليل الفني :

في التحليل الفني تعتبر الدورات نحو الانخفاض والدورات نحو الارتفاع سواء على المدى القصير، المتوسط والطويل، مهمة جدا بالنسبة للمحلل الفني في تحليله للسوق وللأوراق المالية، وتوجد عدة أنواع من الدورات، هناك الدورات اليومية، الأسبوعية، الثلاثية، الموسمية والسنوية، حيث أن الدورة الصغيرة ما هي إلا جزء من دورة كبيرة، وهذه الأخيرة ما هي إلا جزء من دورة أكبر، ويستخدم المحلل الفني مؤشرات وأدوات التحليل الفني في تحديد توقيت بداية هذه الدورات بالاعتماد على إشارات البيع عند بداية الدورات نحو الانخفاض لتفادي الخسائر الناتجة عن الانخفاض في سعر السهم، وعلى إشارات الشراء عند بداية الدورات نحو الارتفاع وهذا ما يسمح الاستفادة من الفروق السعرية بين سعر البيع وسعر الشراء، وهذا ما يعرف بتوقيت السوق.

ثانيا- الرسوم البيانية :

يستخدم المحلل الفني الرسوم البيانية (charts) في تحليله للأوراق المالية وللسوق المالي لأجل معرفة اتجاهات السوق المستقبلية بالاعتماد على دراسة الأسعار وحجم التداول، ومنه تحديد توقيت البيع أو الشراء للأسهم، ومن أهم هذه الرسوم البيانية نجد : الرسوم البيانية الخطية، الرسوم البيانية بالأعمدة، الرسوم البيانية بالشموع اليابانية والرسوم البيانية بالنقطة والشكل.

أ- الرسم البياني الخطي : يعد الرسم البياني الخطي (Line Chart) من أبسط الرسوم البيانية المستخدمة في تسجيل

وعرض بيانات الأسعار، حيث يعتمد في رسمه على أسعار الإغلاق فقط في المحور الرأسي والزمن في المحور الأفقي، لأن أغلب المحللين يرون أن سعر الإغلاق هو أهم سعر في جلسة التداول، فهو بمثابة إعلان النتيجة النهائية للمباراة بين الثيران والدببة.²

¹ - عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 2004: ص 204.

² - المرجع السابق، ص 63.

ب- الرسم البياني بالأعمدة : في الرسم البياني بالأعمدة (Bar Chart) يتم تمثيل فترة زمنية من التداول في هذا الرسم بعمود رأسي، ويقدم هذا الرسم أسعار الافتتاح والإغلاق وأعلى سعر وأدنى سعر، حيث تشير العلامة الصغيرة الواقعة في الجانب الأيمن من العمود الرأسي إلى سعر الإغلاق، أما سعر الافتتاح فهو العلامة الصغيرة الواقعة على يسار العمود.¹

ج- الرسم البياني بالنقطة والشكل : ينسب هذا الرسم البياني إلى فيكتور دي فيليز (Victor De Villiers) والذي ورد في كتابه الصادر عام 1933 بعنوان : (توقعات حركات الأسهم المستقبلية باستخدام طريقة Point and finger)، ولا يعتمد هذا النوع من الرسوم البيانية على الزمن، حيث يقوم المحلل عند الرسم بتسجيل الأسعار على ورق مربعات باستخدام العلامتين (X، O)، حيث لا يسجل السعر الجديد للسهم إلا إذا كان التغيير فيه بحجم معين يحدده المحلل الفني، فإذا حقق سعر السهم ارتفاعا يسجل الرمز X أمام السعر الجديد أما إذا انخفض سعر السهم فيسجل O أمام المستوى الذي انخفض إليه السعر.

د- الرسم البياني بالشموع اليابانية : سمي هذا الرسم البياني بالشموع اليابانية (Candlestick Chart) لأن اليابانيين سجلوا الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة، وقد ظهرت منذ أكثر من 300 عام على يد تاجر يدعى (مينوهيسا هوما) ضمنها في كتاب له² عام 1755، حيث تمثل الشمعة بمستطيل يطلق عليه الجسم (Real Body) له فتيلان كل فتيل يطلق عليه الظل (Shadow) علوي وسفلي، فقمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر وأدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر، وأما سعر الفتح والإقفال فيمثلان إما بالخط العلوي أو السفلي للمستطيل، وترمز الشمعة البيضاء إلى الفتح وتحقيق أرباح أي أن سعر الإقفال أعلى من سعر الفتح، وأما الشمعة السوداء فترمز إلى الخسارة لأن سعر الإقفال أدنى من سعر الفتح³، ويمكن أن تمثل الشمعة حركة التداول خلال فترة زمنية يراد تسجيل أسعارها سواء يوم أو أسبوع أو شهر.

ثالثا- المتوسطات المتحركة :

المتوسطات المتحركة (Moving Average) هي إحدى أدوات التحليل الفني، وتستخدم لتسوية السلاسل الزمنية، حيث تعتمد على حساب المتوسط الحسابي لعدد معين من المستويات المتتالية في السلسلة الزمنية، ثم حساب المتوسط الحسابي لنفس السلسلة لكن مع إلغاء أقدم مستوى في السلسلة وتعويضه بأحدث مستوى وهكذا دواليك، فبتطبيق المتوسطات المتحركة، يتم تسوية السلسلة الزمنية لسعر السهم لتخلص من ضوضاء السعر (Price Noise)، ما يسمح بمعرفة الاتجاه العام الفعلي لسعر السهم صعودا أو هبوطا، ويعطي إشارات التداول (شراء أو بيع) عند تقاطع خط سعر السهم مع خط المتوسط المتحرك، فإشارة الشراء أي ارتفاع الأسعار عندما يعبر خط السعر فوق خط المتوسط المتحرك ويطلق عليه بالعبور الذهبي (cross golden)، أما إشارة البيع أي انخفاض الأسعار عندما يعبر خط السعر تحت خط المتوسط المتحرك ويعرف بالعبور القاتل (dead cross)، وتوجد عدة أنواع من المتوسطات المتحركة هي المتوسط المتحرك البسيط، المتوسط المتحرك الأسّي والمتوسط المتحرك المرجح، وتختلف فيما بينها في طريقة الحساب.

¹ - جون ميرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ترجمة شيماء سليمان، بدون ناشر، بدون تاريخ، ص 33.

² - لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 31.

³ - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

أ- المتوسط المتحرك البسيط : يُعد المتوسط المتحرك البسيط (Simple Moving Average) من أكثر المتوسطات المتحركة استخداماً لدى المحللين الفنيين، وهذا لطريقة حسابه البسيطة والسهلة حيث تضاف للسلسلة الزمنية آخر سعر إقفال وطرح أول سعر إقفال، وتوجد عدة أنواع من المتوسطات المتحركة البسيطة والأكثر شيوعاً هو المتوسط المتحرك البسيط للمدة القصيرة 5، 10، 14 و 20 يوم، والمتوسط المتحرك البسيط للمدة الطويلة 50، 100 و 200 يوم، ومن الانتقادات الموجه لهذا المتوسط أنه يعطي نفس الوزن لجميع الأسعار سواء الجديدة أو القديمة، ويمكن حسابه بالمعادلة الآتية :

$$SMA = \frac{\sum(CP) + (CP_{last} - CP_{first})}{N}$$

حيث أن:

CP: أسعار الإقفال، CP_{last}: أقدم سعر إقفال، CP_{first}: أحدث سعر إقفال، N: عدد أسعار الإقفال.

ب- المتوسط المتحرك المرجح : انطلاقاً من أن الأسعار الحديثة ذات أهمية أكبر من الأسعار القديمة فإنه يتم حساب المتوسط المتحرك المرجح (Weighted moving average) وذلك بإعطاء أوزان للأسعار حسب أقدمية السعر، أي نعطي لكل سعر وزناً مكافئاً حسب ترتيب اليوم في السلسلة الزمنية، فوزن اليوم الأول=1، وزن اليوم الثاني=2، وهكذا دواليك، حيث يتم حسابه بالمعادلة الآتية :

$$WMA = \frac{1(CP_1) + 2(CP_2) + \dots + N(CP_N)}{1 + 2 + \dots + N}$$

ج- المتوسط المتحرك الأسّي : المتوسط المتحرك الأسّي (Exponentially Moving Average) لا يهمل أي سعر من الأسعار القديمة لأنها تبقى ذات دلالة وإن كانت أقل أهمية، حيث عند حسابه تعطى قيمة نسبية لآخر سعر يومي والقيمة النسبية الباقية تعطى لأسعار الأيام السابقة بحيث يكون مجموع النسب يساوي مائة، والمتوسط المتحرك الأسّي يصعب حسابه بدون الحاسب الآلي.

رابعاً- المذبذبات :

المذبذبات (Oscillators) هي وسيلة أو أداة فنية مشتقة من السوق (التداول)، يتم حسابها بمعادلة محددة يتحصل من خلالها على سلسلة من المعطيات تتأرجح حول مستوى معين، وهناك نوعان من المذبذبات¹ هما :

- المذبذبات المحددة ويتم التحرك فيها ما بين (-100 و +100)؛
- المذبذبات غير المحددة لا نستطيع معرفة حدود تحركها؛

تسمح المذبذبات بقياس كمية اندفاع الحركة أي الزخم وبمعرفة حالات الإفراط في الشراء (Overbought) والإفراط في البيع (Oversold)، وتفيد في معرفة تقلبات الأسعار سواء كانت الحركة في السوق جانبية (أفقية) أو اتجاهية.

¹ - لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 38.

وتوجد عدة طرق لقراءة وتفسير المذبذبات نذكر منها¹ :

- عبور (تقاطع) المتوسطات المتحركة بعضها البعض؛
- عبور خط الصفر، وهي نفس فكرة تقاطع خطي المتوسط القصير مع الطويل؛
- تحليل الانحراف أو الافتراق (Divergence)؛
- تحليل الأشكال النمطية، أي تطبيق نفس قواعد تحليل الأشكال النمطية لحركة الأسعار على الخط البياني للمذبذب.

أ- مؤشر تقارب/ تباعد المتوسطات المتحركة : وضع الأمريكي جيرالد آبل (Gerald Appel) مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة (Moving Average Convergence/Divergence)، حيث يستخدم متوسط متحرك أسي لمدة قصيرة ومتوسط متحرك أسي آخر لمدة طويلة ومتوسط متحرك للفرق بينهما يمثل خط الإشارة (Signal Line)، ونحصل على إشارة الشراء عندما يعبر خط المتوسط المتحرك القصير فوق خط المتوسط المتحرك الطويل، أما إشارة البيع فالعكس.

ب- مؤشر الزخم : يقيس مؤشر الزخم (Momentum) معدل تغير الأسعار، أي سرعة حركتها ونسب صعودها أو هبوطها. وهو يبين ما إذا كان اتجاه الأسعار في تسارع أم في تباطؤ. بعبارة أخرى فإن الزخم يعبر عن قوة دفع الأسعار، ويتم حسابه بالمعادلة الآتية² :

$$\text{الزخم} = \text{آخر سعر إقفال} - \text{سعر الإقفال لعدد أيام سابقة}$$

ج- مؤشر القوة النسبية : وضع مؤشر القوة النسبية (Relative Strenght Index) من طرف ويلز والدر (Welles Wilder) عام 1978، وهو عبارة عن مذبذب يتحرك ما بين صفر ومائة ويتم حسابه على خطوتين كالآتي :

- حساب القوة النسبية (RS) : وهي عبارة عن متوسط أسعار الإقفال التي ارتفعت مقسوما على متوسط أسعار الإقفال التي هبطت لفترة معينة، ويتم حسابها عادة لعدد أيام 9، 10، أو 14؛
- حساب مؤشر القوة النسبية وفق المعادلة الآتية³ :

$$RSI = 100 - \left(\frac{100}{1 + RS} \right)$$

ويتم قراءة وتفسير هذا المذبذب بخمسة طرق إحداها يتم فيها تحديد قيم مؤشر القوة النسبية في رسم بياني بين الصفر والمائة فعند وصول هذه النسبة إلى ما فوق مستوى 70 يكون السوق قد وصل إلى ذروة الشراء، وعند انخفاضه إلى أقل من مستوى 30 يكون قد وصل إلى ذروة البيع.

¹ - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص 172.

² - المرجع السابق، ص 173.

³ - المرجع السابق، ص 176.

الفرع الرابع : مزايا وعيوب التحليل الفني

يتميز التحليل الفني بمزايا كثيرة كما أن له عدة عيوب، وقد وجهت له انتقادات من أنصار التحليل الأساسي وفيما يلي ذكر لبعض هذه المزايا والعيوب.

أولاً- مزايا التحليل الفني :

يتميز التحليل الفني للأوراق المالية بالعديد من المزايا والتي نذكر منها :

- أ- سهولة وسرعة استخدام وتطبيق أساليب التحليل الفني من طرف أي مستثمر في السوق المالي؛
- ب- المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني عن الأسعار والصفقات متاحة بانتظام عبر تقارير السوق والصحف المتخصصة؛
- ج- الميزة الرئيسية للتحليل الفني هي أنه لا يعتمد بصورة كبيرة على بيانات المحاسبة المالية عكس التحليل الأساسي؛
- د- توفير في الوقت والجهد لأنها تعتمد على معلومات مشتقة من السوق المالية نفسها؛
- هـ- تتصف القاعدة الفنية بشمولية التطبيق على أي نوع من أنواع الأوراق المالية.

ثانياً- عيوب التحليل الفني :

- كما أن للتحليل الفني عدة مزايا، إلا أنه لا يخلو من بعض العيوب والانتقادات التي وجهت له ومنها :
- أ- لا يمكن الاعتماد على التحليل الفني في المساعدة على اتخاذ أي قرار استثماري عند دخول مؤسسة جديدة إلى السوق المالي، ويعود ذلك لعدم وجود أي بيانات تاريخية لسعر السهم ما يضيع فرصة تحقيق عوائد؛
 - ب- يغلب على التحليل الفني طابع الذاتية، فرغم الاعتماد على البيانات والرسوم البيانية في إجراء التحليلات، إلا أنه ولأجل الوصول إلى نتائج عملية يتطلب تدخل المحلل الفني لتفسير هذه المعطيات والمعلومات وعندئذ لا يمكنه تجنب الذاتية؛
 - ج- نادرا ما يحقق المستثمر الذي يتبع قواعد التحليل الفني عوائد غير عادية في السوق المالي؛
 - د- إن نماذج الأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق مالي معين وأسعار الأسهم قد لا تتكرر، ونتيجة لذلك فإن الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق مستقبلا؛
 - هـ- إن المحللين الفنيين هم الذين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون في إمكانية حدوثها، وهذا أمر طبيعي، بعبارة أخرى أن السبب أحدثه في الأساس سلوك أولئك الذين يؤمنون ويستخدمون التحليل الفني؛
 - و- في ظل التنبؤ قد تختلف قراءات المتخصصين بالتحليل الفني للمنحنى نفسه على الرغم من وجود مبادئ وقواعد عامة.

ثالثاً- المقارنة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي :

هناك جدال قائم في الأسواق المالية بين أنصار كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني حول من هو التحليل الأفضل، حيث إن اختلاف الأسس والمبادئ والفرضيات التي يقوم عليها كل تحليل، والاختلاف في الأدوات والتقنيات المستخدمة في كل تحليل أدى إلى وجود عدة فروق جوهرية بينهما، وأدى أيضا إلى اختلاف النتائج المحصل عليها، حيث تقدر صحة نتائج التحليل الفني تقريبا بنسبة 80% أي أن من كل عشر صفقات هناك ثمانية صفقات ناجحة¹، في الجدول رقم 2.1 سيتم المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني بذكر أهم الفروق بينهما.

¹ - لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 40.

الجدول رقم 2.1 : المقارنة بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

نقاط المقارنة	التحليل الفني	التحليل الأساسي
المبدأ	يعتمد على معلومات ماضية من السوق المالي للتنبؤ باتجاه السعر مستقبلاً.	يبحث عن قيمة الورقة المالية بناء على التوقعات وذلك بالاعتماد على معلومات ماضية، حالية، مستقبلية.
من حيث الأدوات المستخدمة	الرسوم البيانية، البيانات، النماذج والبيانات الإحصائية.	يعتمد على مخرجات عملية التقييم وعلى أدوات النظرية الاقتصادية وعلى المؤشرات المالية.
محور الاهتمام والهدف	يهتم بدراسة حركة السوق المالي ليصل إلى تحديد التوقيت المناسب للبيع أو الشراء.	يهتم بدراسة العوامل الاقتصادية، القطاع، الشركة، ليصل إلى تقدير قيمة الورقة المالية.
المرونة	مرن، حيث يمكن للمحلل الفني تتبع الفرصة الاستثمارية عند انتقالها من سوق مالي إلى آخر.	غير مرن، حيث أن المحلل الأساسي مجبر على التخصص في سوق مالي واحد نظراً للكم الهائل من المعلومات الواجب عليه تحليلها.
العوامل النفسية	يأخذ في الحسبان العوامل النفسية للمتعاملين في السوق المالي.	لا يأخذها في الحسبان، لأنه يعتمد على حسابات وتحليلات علمية.
نظرية كفاءة الأسواق	لا يعترف بكفاءة السوق عند أي مستوى لها.	يعتقد بكفاءة السوق في مستواها الضعيف أو شبه القوي فقط ¹ .
نظرية السير العشوائي للأسعار	لا يعتقد بها، ويرى أن الأسعار تتحرك في اتجاهات تميل إلى الاستمرار في مسارها إلى حين تغير العرض والطلب.	يؤمن بنظرية السير العشوائي للأسعار.
الخلفية النظرية	لا يعتمد على نظرية.	النظرية الاقتصادية، نظرية اختيار الاستثمارات والتقييم.
مصدر المعلومة	الأسواق المالية.	الاقتصاد العالمي، الاقتصاد الكلي، القطاع والشركة.
التكلفة	غير مكلف.	مكلف.
طبيعة العمل	عمل مهني صرف لا يتطلب إطلاعا واسعا.	عمل أكاديمي.
المدى الزمني	يستخدم في المدى القصير، المتوسط والطويل.	يستخدم في المدى الطويل.

المصدر : من إعداد الطالب

¹ - نفسه، ص 40.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة التي تناولت التحليل الأساسي والتحليل الفني

نستعرض في هذا المبحث بعض من الدراسات السابقة سواء باللغة العربية أو اللغات الأجنبية التي تناولت موضوع التحليل الأساسي أو التحليل الفني، بهدف التوسع في فهم الموضوع بمختلف جوانبه وتبيان موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة وإبراز الإضافة التي يمكن أن تقدمها هذه الدراسة.

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع التحليل الأساسي والتحليل الفني إلا أن الملاحظ في الدراسات السابقة باللغة العربية أغلبها ركزت على جانب التحليل الفني فقط، وسيتم فيما يأتي عرض بعض هذه الدراسات السابقة.

الفرع الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

أولاً- دراسة حياة زيد (2015) :

مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، بعنوان : " دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم". تمثلت إشكالية الدراسة في تحديد دور التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في بعض أسواق المال العربية، وقد هدفت الدراسة إلى معرفة دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم ببعض أسواق المال العربية، وذلك باستخدام مؤشرين فنيين هما : مؤشر القوة النسبية ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة على بنكين من كل سوق مالي، وكانت الدراسة التطبيقية على عينة من الأسواق المالية العربية هي (الأردن، السعودية وفلسطين) خلال سنة 2014.

توصلت الدراسة إلى أن للتحليل الفني دورا فعالا في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، حيث يساعد المستثمر على تحديد الوقت المناسب للاستثمار فيقوم بالشراء عند التنبؤ بالدورة نحو الارتفاع والبيع عند التنبؤ بالدورة نحو الانخفاض، كما اختلفت نتائج المؤشرات المستخدمة، فمؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة أنت إشارات متأخرة نوعا ما، أما مؤشر القوة النسبية كانت إشارات مبكرة بتغير الاتجاه وبداية دورة جديدة، وبالتالي فإن المكاسب الممكنة تحقيقها عند استخدام مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة ستكون أقل مقارنة بالمكاسب المحققة من مؤشر القوة النسبية، أهم توصيات الدراسة كانت حث المستثمر على الجمع بين المؤشرات لتجنب الإشارات المضللة.

ثانيا- دراسة أحمد سليمان أحمد سليمان وافي (2013) :

مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة القاهرة، تحت عنوان : "دراسة لمصادقية نتائج التحليل الفني مقارنة بنتائج التحليل الأساسي بالنسبة لأسعار وعوائد الأسهم في السوق المصري"، وكانت إشكالية الدراسة حول تحديد أسلوب من أساليب التداول ذو المصادقية في التنبؤ بقيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية، وهدفت الدراسة إلى تفسير مدى مصادقية نتائج التحليل الفني بالمقارنة مع نتائج التحليل الأساسي عند التنبؤ بقيمة الأسهم في السوق المالي المصري، واستخدم الباحث عدة أساليب ونماذج إحصائية مثل أساليب التحليل الوصفي، اختبارات الكشف عن بعض المشاكل القياسية، تحليل الانحدار خاصة أسلوب الجمع بين تحليل السلاسل الزمنية والتحليل القطاعي، بالإضافة إلى اختبار القدرة التنبؤية من خلال عدة مؤشرات منها معدل التحديد المعدل، مقياس جذر متوسط تربيع الخطأ، معامل التفاوت تيل، نسبة الحيز ونسبة التباين، وقد اختار الباحث في التحليل

الأساسي سعر السهم السوقي كمتغير تابع، والقيمة الدفترية للسهم والربحية لكل سهم كمتغيرين مستقلين، ومعدل العائد السنوي على الأوراق المالية كمتغير تابع ونسبة ربحية السهم إلى سعر السهم كمتغير مستقل، أما في التحليل الفني فقد اختار سعر السهم السوقي كمتغير تابع وأسعار الإغلاق للأوراق المالية لفترات سابقة كمتغير مستقل، ومعدل العائد السنوي على الأوراق المالية كمتغير تابع ومعدل العائد السنوي للأوراق المالية لفترات سابقة كمتغير مستقل. وشملت عينة الدراسة 37 شركة مدرجة بالسوق المالي المصري خلال الفترة من 1998 إلى 2009.

توصلت الدراسة إلى أن نتائج التحليل الفني أكثر مصداقية في التنبؤ بأسعار وعوائد الأسهم المستقبلية مقارنة بنتائج التحليل الأساسي، ويرجع الباحث سبب ذلك إلى قلة المعلومات وضعفها في السوق المالي المصري وعدم انعكاس أي من البيانات المالية على أسعار الأسهم أو العوائد كما يعبر عنه مفهوم التحليل الأساسي.

ثالثاً- دراسة برودي نعيمة (2013) :

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أوبوكر بلقايد تلمسان بعنوان : "التحليل الفني للأسواق المالية كأداة للتنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق"، تناولت الدراسة إشكالية مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ باتجاهات الأسواق المالية وبالتالي التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، وهدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ بأسعار الأوراق المالية واتجاهات الأسواق المالية باستخدام مختلف المؤشرات الفنية وكيفية قراءتها واستعمالها وتطبيقها للمساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، وقد استخدمت الباحثة في تحليل البيانات عدة مؤشرات فنية منها المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه كأساس (مؤشر البولنجر باوند ومؤشر اختيار المتوسطات المتحركة)، والمؤشرات الفنية التي تعتمد على العزم (زخم التداول) كأساس (مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة، مؤشر قناة السلع ومؤشر القوة النسبية...)، واعتمدت الباحثة أيضاً في التحليل على موقع (www.asmainfo.com)، واقتصرت الدراسة على سهم مصرف الراجحي وسهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)، بسوق الأسهم السعودي، خلال الفترة من 01 جانفي 2012 إلى 01 ديسمبر 2012.

من بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن مؤشر البولنجر باوند من المؤشرات الفنية التي لها القدرة على تحديد المستويات المستهدفة للارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر أو أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، بالإضافة لإمكانية الاعتماد على مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) للتنبؤ بانعكاس اتجاه المؤشر أو أسعار الأسهم.

رابعاً- دراسة شماخي بوبكر (2010) :

مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، تحت عنوان : "تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الاستثمار المالي"، وعالجت الدراسة إشكالية مدى فاعلية مدخل التحليل الأساسي في تقييم الأوراق المالية واختيارها في بورصة الدار البيضاء، ومن بين أهداف الدراسة تطبيق منهج التحليل الأساسي في تحليل واختيار الأوراق المالية بالإضافة إلى التحكم في الأساليب الإحصائية المستخدمة في تقييم الأوراق المالية، وقد استخدم الباحث نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) وبعض النماذج الإحصائية، وتمت الدراسة التطبيقية على بعض أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة من 2004 إلى 2008. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين المردودية والمخاطرة في بورصة الدار البيضاء، وعلاقة عكسية في سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية.

خامسا- دراسة عبد النور موساوي وعماد الدين شرابي (2010) :

مقال منشور بمجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 6، بعنوان : " اختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني، دراسة تطبيقية على أسهم 20 مؤسسة مدرجة في CAC40"، وهدفت هذه الدراسة إلى اختبار القدرة لتنبؤية لمؤشرات التحليل الفني ومدى إمكانية اعتماد المستثمرين في الأسهم على هذه المؤشرات الفنية لتحقيق أكبر عائد ممكن، وقد تم استخدام ستة مؤشرات فنية مختلفة (مؤشر القوة النسبية، مؤشر العشوائية، مؤشر الزخم، مؤشر المتوسطات المتحركة، مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة ومؤشر متوسط اتجاه الحركة) وذلك على عشرين شركة الأكثر سيولة والمدرجة في مؤشر السوق CAC40، لفترة اختبار تمت لسنتين 2009 و2010.

توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات الزخم وهي مؤشر القوة النسبية، مؤشر العشوائية ومؤشر الزخم قد مكنت من تحقيق عوائد جيدة، أما مؤشرات تتبع الاتجاه العام وهي مؤشر المتوسطات المتحركة، مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة ومؤشر متوسط اتجاه الحركة فقد كانت العوائد ضعيفة وذلك مقارنة بأداء مؤشر السوق CAC40.

الفرع الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

تم اختيار الدراسات السابقة باللغة الأجنبية التي ركزت على موضوع التحليل الأساسي، وهذا لسد النقص الملاحظ في الدراسات السابقة باللغة العربية (حسب إطلاع الباحث)، والتي لم تتناول التحليل الأساسي بالشكل الكافي خاصة في الجانب التطبيقي منها.

أولاً- دراسة Kshitija Gandhi (2018) :

مقال منشور في مجلة الأعمال والإدارة، العدد 3، بعنوان : " Research Paper on Fundamental Analysis of Indian Paint Industry"، هدفت هذه الدراسة إلى تقدير القيمة الحقيقية (الجوهريّة) لأسهم الشركتين المختارتين من خلال مدخل التحليل الأساسي لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في قطاع صناعة الدهان، بالإضافة إلى تحليل أداء قطاع صناعة الدهان في الهند. واستخدمت الباحثة نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF)، ومؤشر ربحية السهم (EPS) وحصصة السهم من توزيعات الأرباح (DPS)، وتمت الدراسة على شركتي Asian Paints و Berger Paints اللتان تنشطان في قطاع صناعة الدهان بالهند، خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2017.

توصلت الدراسة إلى أن أسهم شركة Asian Paints تحقق عوائد أكبر من أسهم شركة Berger Paints، بالإضافة إلى أن أسعار أسهم شركة Berger Paints أقل تقلبا من أسعار أسهم شركة Asian Paints، وعليه فإن هذه الأخيرة أكثر خطورة من الأولى، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن القيمة الحقيقية لسهم شركة Asian Paints أكبر من قيمتها السوقية، ومنه فإن القرار السليم للمستثمر في هذه الحالة هو شراء أسهم هذه الشركة لأن أسعارها ستؤول للارتفاع في المستقبل، بينما كانت القيمة الحقيقية لسهم شركة Berger Paints أقل من قيمتها السوقية، وعليه القرار السليم للمستثمر في هذه الحالة هو بيع أسهم هذه الشركة لأن أسعارها ستؤول للانخفاض مستقبلا.

ثانيا- دراسة Silpa K S, Arya Molj, Dr. As Ambily (2017) :

مقال منشور في مجلة البحوث المتقدمة في الأنظمة الديناميكية والتحكمية، تحت عنوان " A study on Fundamental Analysis of Selected IT¹companies Listed at NSE"، وهدفت هذه الدراسة إلى دراسة خمس شركات باستخدام مدخل التحليل الأساسي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم هذه الشركات، ولاختيار أفضلها، بالإضافة لدراسة أداء ونمو قطاع تكنولوجيا المعلومات، واستخدمت الباحثة في هذه الدراسة مؤشر ربحية السهم (EPS)، مؤشر نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين (DPR)، وشملت الدراسة خمسة شركات تنشط في قطاع تكنولوجيا المعلومات والمدرجة بسوق الأوراق المالية الوطنية الهندية (NSE)، خلال الفترة من 2012 إلى 2016.

وتوصلت الدراسة إلى أن القيمة الحقيقية لأسهم كل من الشركات Wipro، TCS و Infosys كانت أكبر من قيمتها السوقية، وعليه يجب على المستثمر في هذه الحالة شراء أسهم هذه الشركات لأنها ستميل للارتفاع في المستقبل، في المقابل فإن القيمة الحقيقية لأسهم الشركتين HCL و Technologies كانت أقل من قيمتها السوقية، وعليه يجب على المستثمر في هذه الحالة بيع أسهم هاتين الشركتين لأنها ستميلان للانخفاض في المستقبل، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن قطاع تكنولوجيا المعلومات قد ساهم بشكل كبير في نمو الاقتصاد الهندي، حيث يعتبر هذا القطاع من القطاعات المساهمة بشكل كبير في الناتج المحلي الإجمالي للهند.

ثالثا- دراسة Veronika Čaljkušić (2011) :

مقال منشور بمجلة "Croatian Operational Research Review"، بعنوان "Fundamental and technical analysis on croatian stock market"، هدفت هذه الدراسة إلى العثور على النهج الصحيح لتقييم الأسهم والتنبؤ باللحظة التي يجب أن يتخذ المستثمرون فيها قراراتهم الاستثمارية باستخدام طرق وأساليب مختلفة خلال فترة معينة من الزمن، واستخدمت الباحثة في جانب التحليل الفني عدة مؤشرات فنية في التحليل منها : مؤشر المتوسط المتحرك البسيط (SMA)، مؤشر القوة النسبية (RSI) ومؤشر بولينجر باند، وقد تم تطبيق هذه المؤشرات الفنية على 11 سهما لأبرز ممثلي الصناعات في الاقتصاد الكرواتي. وكانت الدراسة في جانب التحليل الأساسي على خمس شركات ذات أعلى قيمة مضافة في الناتج المحلي الإجمالي والمدرجة في سوق الأوراق المالية بكرواتيا (زغرب) وهي : Dalekovod, Podravka, Konzum و Atlantic Group و Industrogradnja وكانت الدراسة خلال الفترة من 2007 إلى 2009.

توصلت الدراسة إلى أنه لا ينبغي للمستثمر أن يبنّي قراراته الاستثمارية بناء على مدخل التحليل الأساسي أو التحليل الفني لوحده فقط، ولكن من الأفضل الجمع بينهما لاتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة خاصة في الأجل الطويلة، بالإضافة إلى تقييم ردود الفعل النفسية والسلوكية للمشاركين والمتعاملين الآخرين في السوق المالي خلال الأزمات المالية والاقتصادية، مثل ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008.

¹- IT: Information Technology (تكنولوجيا المعلومات)

المطلب الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

الفرع الأول : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

ستتم المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية من خلال الجدول الآتي :

الجدول رقم 3.1 : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

الدراسة	الهدف من الدراسة	الأدوات المستخدمة	الحدود الزمنية والمكانية	النتائج المتوصل إليها
دراسة حياة زيد (2015)	تحديد دور التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم في بعض أسواق المال العربية.	مؤشر القوة النسبية (RSI)، مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة (MACD).	عينة من الأسواق المالية العربية هي (الأردن، السعودية وفلسطين) خلال سنة 2014.	- للتحليل الفني دور فعال في عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم. - اختلفت نتائج وعوائد المؤشرات المستخدمة، فمؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة أتت إشاراته متأخرة نوعاً ما، أما مؤشر القوة النسبية كانت إشاراته مبكرة بتغير الاتجاه وبداية دورة جديدة.
دراسة أحمد سليمان أحمد سليمان وافي (2013)	تحديد أي أسلوب من أساليب التداول ذو مصداقية في التنبؤ بقيمة الأسهم في سوق الأوراق المالية.	أساليب ونماذج إحصائية مثل أساليب التحليل الوصفي، تحليل الانحدار خاصة أسلوب الجمع بين تحليل السلاسل الزمنية والتحليل القطاعي.	عينة الدراسة كانت على 37 شركة مدرجة بالسوق المالي المصري خلال الفترة من 1998 إلى 2009.	- نتائج التحليل الفني أكثر مصداقية في التنبؤ بأسعار وعوائد الأسهم المستقبلية مقارنة بنتائج التحليل الأساسي، ويرجع الباحث سبب ذلك إلى قلة المعلومات وضعفها في السوق المالي المصري وعدم انعكاس أي من البيانات المالية على أسعار الأسهم أو العوائد كما يعبر عنه مفهوم التحليل الأساسي.
دراسة برودي نعيمة (2013)	تحديد مدى قدرة التحليل الفني على التنبؤ باتجاهات الأسواق المالية وبالتالي التنبؤ بأسعار الأوراق المالية خاصة السهم.	المؤشرات الفنية التي تعتمد على الاتجاه (مؤشر البولنجر باوند، مؤشر اختيار المتوسطات المتحركة)، ومؤشرات الزخم (مؤشر MACD، مؤشر CCI، مؤشر RSI).	اقتصرت الدراسة على سهم مصرف الراجحي وسهم الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)، بسوق الأسهم السعودي، خلال الفترة من 01 جانفي 2012 إلى 01 ديسمبر 2012.	- مؤشر البولنجر باوند من المؤشرات الفنية التي لها القدرة على تحديد المستويات المستهدفة للارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر أو أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي. - إمكانية الاعتماد على مؤشر التذبذب لقوة الدفع (زخم التداول) للتنبؤ بانعكاس اتجاه المؤشر أو أسعار الأسهم.
دراسة شماخي بوبكر (2010)	معرفة مدى فاعلية مدخل التحليل الأساسي في تقييم الأوراق المالية واختيارها في بورصة الدار البيضاء.	استخدم الباحث نموذج MEDAF وبعض النماذج الإحصائية مثل تحليل الانحدار.	أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة من 2004 إلى 2008.	- وجود علاقة طردية بين المردودية والمخاطرة في بورصة الدار البيضاء، وعلاقة عكسية في سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية.
دراسة عبد النور موساوي وعماد الدين شرابي (2010)	اختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني وأي منها يحقق أكبر عائد ممكن.	سنة مؤشرات فنية (مؤشر RSI، مؤشر العشوائية، مؤشر الزخم، مؤشر المتوسطات المتحركة، مؤشر MACD ومؤشر متوسط اتجاه الحركة).	عشرين مؤسسة الأكثر سيولة والمدرجة في مؤشر السوق CAC40، لفترة اختبار تمتد إلى سنتين 2009 و2010.	- مؤشرات الزخم وهي مؤشر القوة النسبية، مؤشر العشوائية ومؤشر الزخم قد مكنت من تحقيق عوائد جيدة. - مؤشرات تتبع الاتجاه العام وهي مؤشر المتوسطات المتحركة، مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة ومؤشر متوسط اتجاه الحركة فقد كانت العوائد ضعيفة وذلك مقارنة بأداء مؤشر السوق CAC40.

المصدر : من إعداد الطالب

الفرع الثاني : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

ستتم المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية من خلال الجدول الآتي :

الجدول رقم 4.1 : المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

الدراسة	الهدف من الدراسة	الأدوات المستخدمة	الحدود الزمنية والمكانية	النتائج المتوصل إليها
دراسة Kshitiya Gandhi (2018)	حساب القيمة الحقيقية لأسهم الشركتين المختارتين من خلال مدخل التحليل الأساسي لمساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في قطاع صناعة الدهان الهندي.	نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF)، مؤشر ربحية السهم (EPS) وحصصة السهم من توزيعات الأرباح (DPS).	تمت الدراسة على شركتي Asian Paints و Berger Paints اللتان تنشطان في قطاع صناعة الدهان الهندي خلال الفترة من 2013 إلى 2017.	- أسهم شركة Asian Paints تحقق عوائد أكبر من أسهم شركة Berger Paints. - أسعار أسهم شركة Berger Paints أقل تقلبا من أسعار أسهم شركة Asian Paints. - القيمة الحقيقية لسهم شركة Asian Paints أكبر من قيمته السوقية ومنه فإن القرار السليم للمستثمر هو شراء أسهم هذه الشركة. - القيمة الحقيقية لسهم شركة Berger Paints أقل من قيمته السوقية وعليه القرار السليم للمستثمر هو بيع أسهم هذه الشركة.
دراسة Silpa K s, Arya Molj, Dr. As Ambily (2017)	حساب القيمة الحقيقية من خلال مدخل التحليل الأساسي، لاختيار أفضل استثمار.	مؤشر ربحية السهم (EPS)، مؤشر نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين (DPR).	خمس شركات تنشط في قطاع تكنولوجيا المعلومات والمدرجة بسوق الأوراق المالية الوطنية الهندية (NSE)، خلال الفترة من 2012 إلى 2016.	- القيمة الحقيقية لأسهم كل من الشركات Wipro، TCS و Infosys أكبر من القيمة السوقية وعليه يجب على المستثمر شراء أسهم هذه الشركات. - القيمة الحقيقية لأسهم الشركتين HCL Technologies و أقل من القيمة السوقية وعليه يجب على المستثمر بيع أسهم هاتين الشركتين. - قطاع تكنولوجيا المعلومات قد ساهم بشكل كبير في نمو الاقتصاد الهندي، حيث يعتبر هذا القطاع المساهم الرئيسي في الناتج المحلي الإجمالي للهند.
دراسة Veronika Čaljkušić (2011)	العثور على النهج الصحيح لتقييم الأسهم والتنبؤ باللحظة التي يجب أن يتخذ المستثمرون فيها قراراتهم الاستثمارية باستخدام طرق وأساليب مختلفة خلال فترة معينة من الزمن.	مؤشر المتوسط المتحرك البسيط (SMA)، مؤشر القوة النسبية (RSI) ومؤشر بولينجر باند.	في التحليل الأساسي على خمس شركات ذات أعلى قيمة مضافة في الناتج المحلي الإجمالي والمدرجة في سوق الأوراق المالية الكرواتي (زغرب) وهي: Dalekovod، Atlantic، Podravka، Group، Konzum، Industogradnja، للفترة من 2007 إلى 2009، أما في جانب التحليل الفني فقد تم اختيار 11 سهما لأبرز ممثلي الصناعات.	- لا ينبغي للمستثمر أن يبي قراراته بناء على مدخل التحليل الأساسي أو التحليل الفني لوحده فقط. - الأفضل الجمع بينهما لاتخاذ القرارات الصحيحة خاصة في الأجل الطويلة. - تقييم ردود الفعل النفسية والسلوكية للمشاركين الآخرين في السوق خلال الأزمات، مثل ما حدث في الأزمة المالية العالمية 2008.

المصدر : من إعداد الطالب

الفرع الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

أولاً- من حيث الهدف والأدوات المستخدمة :

تهدف هذه الدراسة لمعرفة مدى فاعلية التحليل الأساسي والتحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في الأسواق المالية، حيث نجد أن أغلب الدراسات السابقة قد ركزت على التحليل الفني فقط والذي أُعطي النصيب الأكبر من الاهتمام عكس التحليل الأساسي الذي لم تتناوله الدراسات السابقة باللغة العربية بالقدر الكافي، في الدراسات السابقة تم استخدام عدة تقنيات وأدوات مختلفة سواء الخاصة بالتحليل الفني أو بالتحليل الأساسي، أما في هذه الدراسة ففي مدخل التحليل الأساسي فقد تم الاعتماد على نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) في حساب معدل العائد المطلوب لاستخدامه كمعدل خصم، وعلى نموذج مضاعف الربحية في حساب قيمة سهم الشركة المختارة ثم مقارنتها بالقيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وفي مدخل التحليل الفني تم الاعتماد على المتوسطات المتحركة (البيسيط، الأسي والمرجح) والمذبذبات (مؤشر القوة النسبية، مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة) وهذا لأجل التنبؤ باتجاه سعر سهم الشركة المختارة واستنتاج إشارات البيع أو الشراء. أما من حيث عينة الدراسة فقد كانت على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية خلال الفترة 2013-2018.

ومن خلال تحليل الدراسات السابقة تبين أن دراسة " شماخي بوبكر " هي الأقرب لهذه الدراسة، إلا أنها تختلف عنها في عدة نقاط نذكر منها : في مدخل التحليل الأساسي في الدراسة السابقة لم يتم حساب قيمة سهم الشركة المختارة كأفضل شركة من حيث الأداء في السوق المالي، بينما في هذه الدراسة فقد تم حساب قيمة سهم الشركة المختارة وفق نموذج مضاعف الربحية، أما في مدخل التحليل الفني اقتصرت الدراسة السابقة على استخدام المتوسطات المتحركة البسيطة فقط، أما في هذه الدراسة فقد تم استخدام المتوسطات المتحركة (البسيطة، الأسي والمرجحة) بالإضافة إلى المذبذبات (مؤشر القوة النسبية، مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة).

ثانياً- من حيث النتائج المتوصل إليها :

بالنسبة لمدخل التحليل الفني توصلت هذه الدراسة والدراسات السابقة، إلى أن للتحليل الفني فاعلية كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب من خلال قدرة المؤشرات الفنية على تحديد الاتجاهات السعرية وإعطاء إشارات البيع أو الشراء في الوقت المناسب، وأما بالنسبة لمدخل التحليل الأساسي توصلت هذه الدراسة والدراسات السابقة إلى أن للتحليل الأساسي فاعلية في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب من خلال قدرة النماذج الرياضية على تقدير قيمة السهم، ثم مقارنتها بالقيمة السوقية لتحديد فرص للمراجعة.

تميزت هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة سواء باللغة العربية أو باللغات الأجنبية باستخدام مضاعف الربحية لحساب قيمة سهم الشركة المختارة في مدخل التحليل الأساسي، وباستخدام عدة مؤشرات فنية -خاصة المذبذبات- في مدخل التحليل الفني، حيث تم الاعتماد على المدخلين معا في تقييم الأوراق المالية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية، ومن حيث النتائج توصلت هذه الدراسة إلى أن للتحليل الأساسي فاعلية كبيرة في المدى الطويل، وللتحليل الفني فاعلية كبيرة في المدى القصير.

خلاصة :

في هذا الفصل تم تناول الإطار النظري والمفاهيم الأساسية لمدخل التحليل الأساسي ومدخل التحليل الفني، حيث تم التوصل إلى أن التحليل الأساسي يختلف اختلافا جذريا عن التحليل الفني سواء من حيث الفرضيات أو المبادئ التي يقوم عليها كل مدخل، أو من حيث الأدوات والتقنيات المستخدمة في تقييم وتحليل الأوراق المالية. حيث يهدف التحليل الأساسي إلى تقدير قيمة الورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، بينما يهدف التحليل الفني إلى دراسة البيانات الماضية (التاريخية) بواسطة الرسوم البيانية والمؤشرات الفنية للتنبؤ بحركة (اتجاه) أسعار الأوراق المالية مستقبلا.

الفصل الثاني :

استخدام التحليل الأساسي
والتحليل الفني لتقييم أسهم
الشركات المدرجة في بورصة
الدار البيضاء

تمهيد :

بعد التطرق في الفصل الأول للمفاهيم الأساسية للتحليل الأساسي وللتحليل الفني وأدوات وتقنيات كل منهما في تقييم الأوراق المالية، سيتم تخصيص هذا الفصل للدراسة التطبيقية والتي ستكون على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية، حيث يتم التطرق في المبحث الأول إلى طريقة وأدوات الدراسة، وفي المبحث الثاني يتم عرض ومناقشة نتائج الدراسة من خلال استخدام مدخل التحليل الأساسي وذلك بتحليل اقتصاد المغرب خلال فترة الدراسة من 2013 إلى 2018، ثم تحليل القطاع لاختيار القطاع الواعد، وبناء عليه يتم اختيار الشركة الواعدة، وفي الأخير استخدام مدخل التحليل الفني لتقييم أسهم هذه الشركة وذلك باستخدام المتوسطات المتحركة والمذبذبات.

المبحث الأول : طريقة وأدوات الدراسة

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى المنهج أو الطريقة المتبعة في هذه الدراسة وكذلك ذكر مصادر جمع بيانات الدراسة، بالإضافة إلى تحديد مختلف الأدوات المستخدمة في معالجة البيانات سواء الإحصائية أو النماذج الرياضية والبرامج المساعدة.

المطلب الأول : الطريقة المستخدمة في الدراسة

في هذا المطلب سيتم تقديم وتعريف مجتمع وعينة الدراسة وهي أحد أسواق المال العربية، بالإضافة إلى طريقة أو المنهج المتبع في هذه الدراسة.

الفرع الأول : مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع هذه الدراسة في بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية، والتي تضم 24 مؤشر قطاعي، وبلغ عدد الشركات المدرجة بها 75 شركة في نهاية سنة 2018، وسيتم تقديم مجتمع الدراسة بشيء من التفصيل.

أولاً- تقديم عام لبورصة الدار البيضاء :

بورصة الدار البيضاء هي شركة مجهولة الاسم، تتوفر على مجلس إدارة وإدارة عامة، وهي خاضعة لوصاية وزارة الاقتصاد والمالية، وتزاول نشاطها بناء على ضوابط وقواعد يحددها النظام العام لبورصة القيم المنقولة، وبلغ رأسمالها في نهاية سنة 2018 مبلغ 387 517 900.00 درهم¹.

أ- نشأة البورصة : تم تأسيس بورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم (مكتب مقاصة القيم المنقولة)، إلا أن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ولنظام مراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتنظيم تنظيم وسير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين وبقي الأمر على حاله إلى غاية سنة 1986، أين شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم.

¹ - بورصة الدار البيضاء، التقرير السنوي لسنة 2018، الدار البيضاء، 2018: ص 29.

ب- مراحل تطور البورصة : عرفت بورصة الدار البيضاء تطورا وإصلاحات عبر عدة مراحل¹، ففي سنة 1993 تم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص قانونية تمثلت في القانون الأول رقم : 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم، والقانون الثاني رقم : 1-93-212 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم، والقانون الثالث رقم : 1-93-213 الخاص بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتوسع هذه الإصلاحات إلى تحديث البورصة من خلال :

- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم (SBVC)، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية؛
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛
- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
- الترخيص لشركات البورصة بالعمل كوسطاء متخصصين، وجعلهم الجهة الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.

في سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم : 34 لسنة 1996 الذي قام بتعديل واستكمال القانون رقم : 211 لسنة 1993 المتعلق ببورصة القيم، حيث نص القانون المعدل على إحداث هيئة إيداع مركزية ماروكليز. في أكتوبر من سنة 1998 ومنذ هذا التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا، وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة. ابتداء من سنة 2001 فقد تم اعتماد عدة أنظمة تخدم الجانب التقني للبورصة وهي :

- في جانفي 2002 تم إطلاق مؤشرات جديدة (MASI، MADEX)، المؤشرات القطاعية، مؤشرات المردودية ومؤشرات العملات)؛
- اعتماد لا مركزية التداول الإلكتروني وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة في جانفي 2001؛
- تقليل مدة إتمام الصفقات من (T+5) إلى (T+3) في ماي 2001.

في ديسمبر 2008 أنشأت بورصة الدار البيضاء لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة، وفي أبريل 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة ويرتكز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

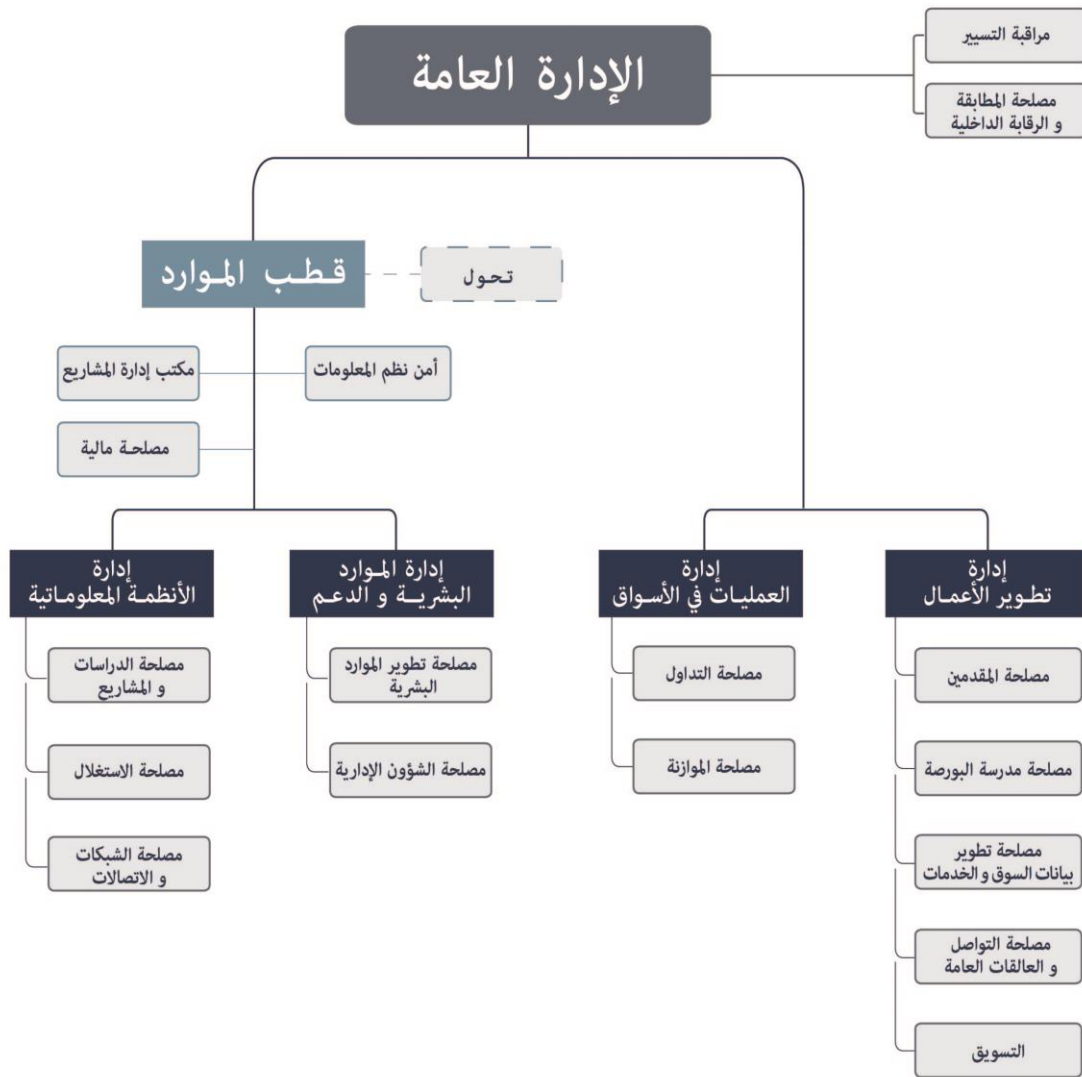
ثانيا- الهيكل التنظيمي للبورصة :

يوضح الشكل رقم : (1.2) الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء، حيث نلاحظ أن الإدارة العامة للبورصة تتكون من أربعة إدارات فرعية هي :

¹ - الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>، تاريخ الاطلاع: 2020/03/26.

- إدارة تطوير الأعمال : وتتكون من خمسة مصالح مكلفة بكل من التسويق، تطوير بيانات السوق والتواصل والعلاقات العامة بالإضافة إلى مصلحة مدرسة البورصة؛
- إدارة العمليات في الأسواق : وتتكون من مصلحتين هما مصلحة التداول مكلفة بتسيير كل ما يتعلق بعمليات التداول في السوق، ومصلحة الموازنة؛
- إدارة الموارد البشرية والدعم : وتتكون من مصلحتين هما مصلحة تطوير الموارد البشرية مكلفة بتسيير وتطوير كل ما يتعلق بالعنصر البشري، ومصلحة الشؤون الإدارية؛
- إدارة الأنظمة المعلوماتية : وبها ثلاثة مصالح مهمتها تسيير وإدارة نظم المعلومات سواء برامج أو أجهزة والعمل على تطويرها وحمايتها وصيانتها حيث تعتبر هذه الإدارة ذات أهمية كبيرة في البورصة.

الشكل رقم 1.2 : الهيكل التنظيمي لبورصة الدار البيضاء



ثالثاً- مؤشرات البورصة :

يُعد مؤشر مازي لجميع القيم المنقولة من نوع الأسهم (Moroccan All Shares Index) هو المؤشر الرئيسي لبورصة الدار البيضاء، كما أن بورصة الدار البيضاء في قياسها للمردودية تأخذ بمبدأ الرسملة العائمة، أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجم تداوله في السوق وليس برأسمال الشركة المصدرة له كما كان يُعمل به سابقاً، حيث أن مؤشر مازي (MASI) يأخذ بعين الاعتبار جميع القيم المدرجة في بورصة الدار البيضاء، على عكس مؤشر مادكس (MADX) الذي يأخذ بعين الاعتبار فقط القيم الأكثر نشاطاً وغير المنقطعة التداول في السوق.

أ- سنة 1986 تم إحداث مؤشر البورصة العام (IGB)؛

ب- سنة 2002 تم إحداث مؤشر مازي (MASI) والمؤشرات المنبثقة عنه، مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم؛

ج- سنة 2002 تم إحداث مؤشر (MADX) والمؤشرات المنبثقة عنه، مؤشر مدمج يتكون من القيم الخاضعة للتداول المستمر؛

د- سنة 2002 تم إحداث مؤشرات قطاعية وهي مؤشرات مدمجة تتكون من القيم المنتسبة لنفس القطاع.

ابتداء من 01 ديسمبر 2004 تبنت بورصة الدار البيضاء طريقة جديدة في حساب المؤشرات اعتمدت على الرسملة العائمة (مبدأ التعويم) والتي تستخدمها عدة بورصات عالمية، وتهدف إلى التمثيل الحقيقي للشركات المدرجة في المؤشر كل حسب وزنها في السوق، وتعطى معادلة حساب المؤشرات كالاتي¹:

$$I=1000 \frac{\sum_{i=1}^N fit.Fit.Qit.Cit}{Bo.Kt}$$

حيث أن :

fit : معامل التعويم

Fit : معامل التسقيف

Qit : عدد الأسهم الإجمالي للقيمة i في اللحظة t

Cit : أسعار القيمة i في اللحظة t

Bo : رسملة المرجعية بتاريخ 31 ديسمبر 1991

Kt : معامل التصحيح في اللحظة t

N : عدد قيم المعنبرة

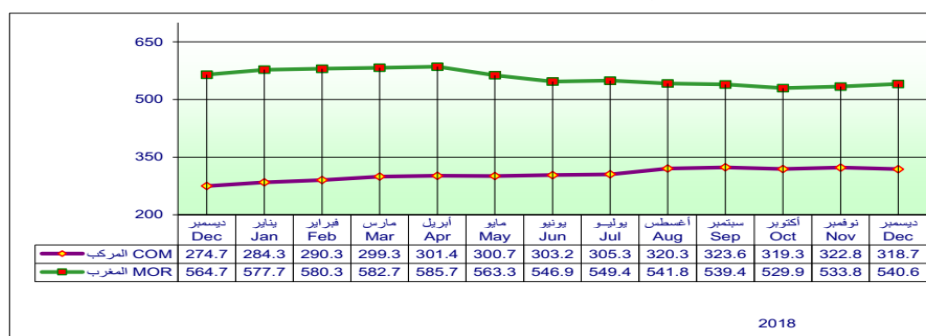
t : زمن حساب المؤشر

¹- الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>، تاريخ الاطلاع: 2020/03/27.

رابعاً- أداء بورصة الدار البيضاء :

أ- أداء مؤشرات بورصة الدار البيضاء : سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بالبورصة في الربع الأخير من سنة 2018 بعض التحسن وذلك بعد تراجعها خلال الربعين السابقين، فقد سجل مؤشر الصندوق لهذه البورصة ارتفاعاً بنحو 0.2 في المائة خلال الربع الأخير من سنة 2018، فيما كان هذا المؤشر قد سجل انخفاضاً بنحو 1.4 في المائة عن الربع السابق، أما مؤشر بورصة الدار البيضاء، فقد ارتفع بدوره بنحو ربع نقطة مئوية عن نفس الفترة، ويلغى عند نحو 11364 نقطة بنهاية 2018¹. والشكل الآتي يوضح أداء بورصة الدار البيضاء خلال سنة 2018.

الشكل رقم 2.2 : أداء بورصة الدار البيضاء سنة 2018

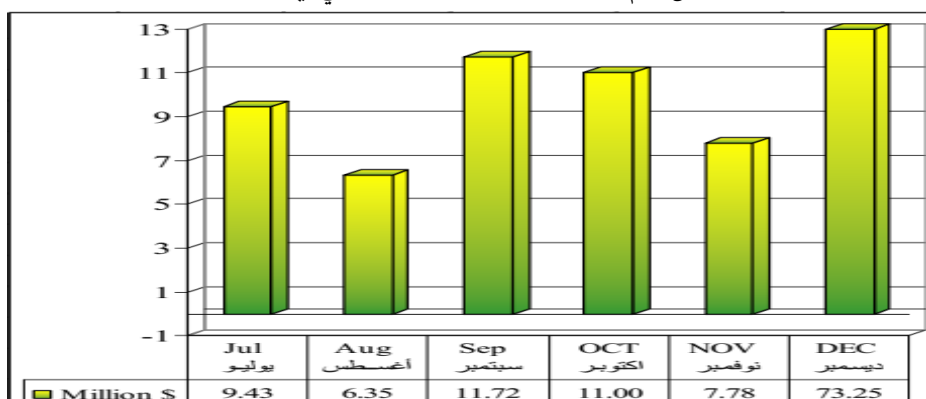


نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2017 DEC	ديسمبر 2018 DEC	نسبة التغير بين الفترتين (%)	سبتمبر 2018 Sep	ديسمبر 2018 DEC
-4.3	564.7	540.6	0.2	539.4	540.6

المصدر : النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع 2018، ص 49.

ب- حجم التداول في البورصة : ارتفعت كل من أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة خلال الربع الأخير من سنة 2018 وذلك بالمقارنة مع الربع السابق من نفس السنة، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة لتبلغ نحو 1936 مليون دولار مقارنة مع 535 مليون دولار قيمة التداولات خلال الربع السابق، كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال الربع الأخير من سنة 2018 ليصل إلى 115.6 مليون سهم مقابل 30.7 مليون سهم تم تداولها خلال الربع السابق².

الشكل رقم 3.2 : متوسط التداول اليومي في البورصة



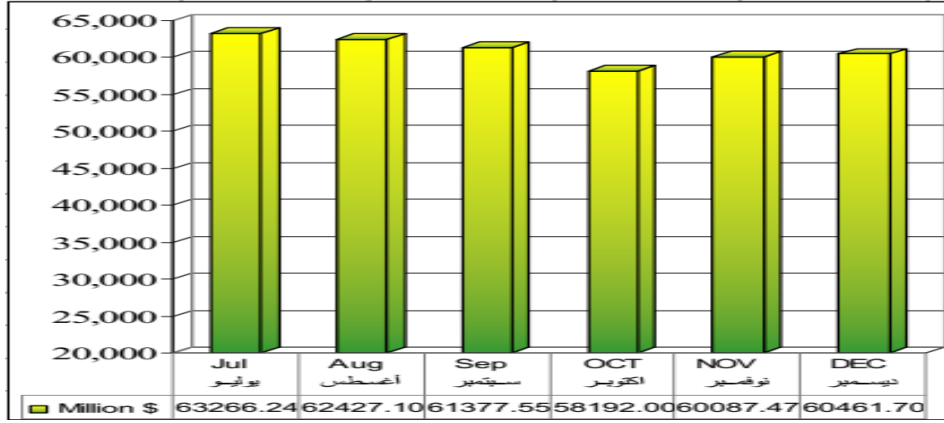
المصدر : النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع 2018، ص 52.

¹ - صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية (النشرة الفصلية)، العدد 95، 2018، ص 49.

² - نفسه، ص 49.

ج- الرهمنة السوقية : بسبب التحسن المسجل في مؤشرات الأسعار خلال الأشهر الثلاثة الأخيرة من سنة 2018، شهدت القيمة السوقية تحسنا خلال الربع الأخير حيث بلغت نحو 3.46 مليار درهم، ولكن بسبب تراجع سعر الصرف أمام الدولار، تراجعت القيمة السوقية بنحو 0.9 مليار دولار، لتبلغ نحو 60.5 مليار دولار بنهاية سنة 2018.¹

الشكل رقم 4.2 : القيمة السوقية



المصدر : النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع 2018، ص 52.

الفرع الثاني : عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في المؤشرات القطاعية لبورصة الدار البيضاء والتي بلغ عددها 24 مؤشرا، أما الشركات المدرجة بالبورصة فقد بلغ عددها 75 شركة في نهاية سنة 2018، والتي تتوزع على مختلف القطاعات. حيث بعد اختيار القطاع الواعد² سيتم دراسة الشركات المنضوية تحته من أجل اختيار الشركة الواعدة وتقييم أسهمها، وإمكانية القيام بمراجعة على تلك الأسهم، وتمتد فترة الدراسة من 2013 إلى 2018.

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

الفرع الأول : المنهج المتبع في الدراسة

إن لكل دراسة أسلوب ومنهجها الخاص بها، ونظرا لنوع هذه الدراسة والأهداف التي تسعى الدراسة لتحقيقها تم إتباع منهج دراسة حالة في هذا الفصل، حيث سيتم دراسة حالة عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء باستخدام أهم تقنيات ومؤشرات ونماذج تقييم الأسهم سواء للتحليل الأساسي أو التحليل الفني.

الفرع الثاني : الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

أولا- الأدوات المستخدمة في جمع ومعالجة البيانات :

بخصوص جمع ومعالجة البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية فقد تم الاعتماد على موقع بورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com) حيث تم جمع البيانات التاريخية لمؤشر السوق مازي (MASI) وللمؤشرات القطاعية

¹ - نفسه، ص 49.

² - الواعد : يقصد به الأحسن والأفضل أداء بمقياس العائد والمخاطرة.

وكذلك البيانات التاريخية لأسعار أسهم وتوزيعات الأرباح للشركات والمتعلقة بفترة الدراسة من 2013 إلى 2018، أما فيما يخص الإحصائيات والمؤشرات الاقتصادية المعتمد عليها في تحليل الاقتصاد المغربي أو تحليل القطاعات فقد تم الحصول عليها من النشرة الفصلية لصندوق النقد العربي للربع الرابع من سنة 2018، ومن التقرير السنوي لبنك المغرب للسنة المالية 2018. وفي انجاز الرسوم البيانية للمتوسطات المتحركة وللمذبذبات فقد تم الاعتماد على موقع (www.sa.investing.com)، وموقع (www.zonebourse.com). أما في معالجة البيانات التاريخية وحساب النتائج فقد تم استخدام برنامج الإكسل (Excel).

ثانيا- الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة :

في هذه الدراسة التطبيقية تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية المختلفة، منها المتوسط الحسابي لحساب معدل العوائد سواء للقطاعات أو الشركات وكذلك معدل عائد السوق، وأيضا الانحراف المعياري لقياس المخاطرة المرتبطة بعوائد القطاعات أو المرتبطة بعوائد الشركات، والتباين لحساب تباين عوائد السوق، والتباين المشترك لعوائد القطاعات وعوائد السوق أو التباين المشترك لعوائد القطاعات وعوائد الشركات.

ثالثا- النماذج الرياضية المستخدمة في الدراسة :

أما فيما يخص النماذج الرياضية المستخدمة فقد تم الاعتماد على نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF) لحساب معدل العائد المطلوب (معدل خصم)، ولحساب قيمة معامل بيتا لقياس المخاطر النظامية للسوق المالي، وتم استخدام نموذج مضاعف الربحية لحساب قيمة السهم ومقارنتها بالقيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وفي الملحق 16 تم تجميع أهم الصيغ الرياضية المستخدمة في حساب معدل العائد، الانحراف المعياري، وقيمة معامل بيتا.

المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

خلال هذا المبحث سنستعرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها حيث نخصص المطلب الأول لعرض ومناقشة نتائج مدخل التحليل الأساسي، وفي المطلب الثاني نستعرض نتائج مدخل التحليل الفني مع مناقشتها.

المطلب الأول : التقييم من خلال مدخل التحليل الأساسي

في مدخل التحليل الأساسي سيتم أولا تحليل ظروف الاقتصاد المغربي ثم يليه تحليل القطاعات بناء على مؤشراتنا في بورصة الدار البيضاء وهذا لاختيار القطاع الواعد، ثم اختيار الشركة الواعدة وتحليل وتقييم أسهمها.

الفرع الأول : تحليل الاقتصاد المغربي

أولا- الأوضاع الدولية :

على الصعيد الدولي سجل الاقتصاد العالمي وتيرة نمو متباطئة، وشمل هذا التباطؤ معظم البلدان المتقدمة والبلدان النامية، وفي ظل الحرب التجارية الدائرة بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين وتقلب الأسواق المالية، وعدم اتضاح الرؤية بشأن تداعيات خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي (البريكسيت). وعلى الصعيد الإفريقي شهدت سنة 2018 حدثا بارزا تمثل في التوقيع على الاتفاق المتعلق بإقامة منطقة التجارة الحرة القارية الإفريقية (ZLECAF)، كلها عناصر طبعها الساحة الدولية ومن المحتمل أن يكون لها تأثير غير مباشر على الاقتصاد المغربي.

وحسب الإحصائيات حول النشاط الاقتصادي العالمي، فقد تباطأ النمو في منطقة الأورو من 2,2% إلى 1,6% في سنة 2018، متأثرة على الخصوص بالتباطؤ المسجل في ألمانيا، وعلى العكس من ذلك تسارع النمو إلى 3% في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب التداير المالية الجديدة على الاستهلاك وعلى الاستثمار، كما تزايد النمو مجدداً إلى 1,5% في المملكة المتحدة، أما في الصين فقد أثرت التوترات التجارية مع الولايات المتحدة الأمريكية والمستويات المرتفعة للديون على النمو، حيث تباطأ النمو إلى 6,5% في الفصل الثالث مقابل 6,7% في الفصل الثاني من سنة 2018، أما في الهند فقد تباطأ النمو من 8% إلى 6,9%، وفي البرازيل تسارع النمو من 0,9% إلى 1,3%، وفي روسيا تشير البيانات الخاصة بالفصل الثاني من سنة 2018 إلى تحسن النمو من 1,3% إلى 1,9%.

وفي الأسواق المالية العالمية انخفضت مؤشرات أبرز الاقتصاديات المتقدمة بين أكتوبر ونوفمبر من سنة 2018، مع تسجيل أداء سلبى لمؤشر داوجونز بنسبة 1,5%، وبالنسبة لمؤشر بورصة الهند فقد ارتفع بنسبة 4,7%، و1,7% بالنسبة لمؤشر بورصة الصين. وفي أسواق السلع الأساسية اتجهت أسعار النفط نحو الانخفاض بسبب المخاوف من وفرة العرض، فقد بلغ سعر البرنت 65,2 دولار للبرميل في شهر نوفمبر متراجعا بنسبة 19% مقارنة مع شهر أكتوبر من سنة 2018، وبالنسبة للمنتجات غير الطاقوية، فقد تراجعت أسعارها بنسبة 7,1% للمعادن والخامات، وبنسبة 3,9% بالنسبة للمنتجات الفلاحية.¹

ثانيا- السياسة المالية في المغرب :

بالرغم من تواصل تنفيذ الاصطلاحات في الاقتصاد المغربي، إلا أن النشاط الاقتصادي شهد خلال سنة 2018 تباطؤا ما يدل على أن الاقتصاد المغربي ما يزال يعاني من العديد من مكامن الضعف البنوية التي ينبغي معالجتها، كما تميزت هذه السنة بتوتر المناخ الاجتماعي الذي تجلّى في المظاهرات التي عرفتها بعض المناطق من البلاد، إذ تفاقم العجز من 3,5% إلى 3,7% من الناتج الداخلي الإجمالي، وبلغت نسبة النمو الاقتصادي للمغرب 3% في سنة 2018 مقابل 4,2% في سنة 2017، كما بلغ الناتج الداخلي الإجمالي 1106,8 مليار درهم، مرتفعا بنسبة 4.1%.

من حيث الإيرادات فقد انخفضت بسبب التراجع في الهبات المقدمة من طرف مجلس التعاون الخليجي والتي لم تتجاوز 2,8 مليار درهم سنة 2018 مقابل 9,5 مليار درهم المحصلة سنة 2017، أما الموارد الجبائية فقد شهدت تحسنا بواقع 4,2% وتشمل على الخصوص ارتفاع عائدات الضريبة على القيمة المضافة والضريبة على الدخل، أما من حيث النفقات فقد تم تنفيذ اغلب الاستثمارات المبرمجة، إلا أنه سجل تراجعاً من سنة لأخرى، وذلك للمرة الأولى منذ سنة 2013 وهذا بفعل الارتفاع المهم للأسعار الدولية للمنتجات الطاقوية، وبلغ عجز الميزانية 41,4 مليار درهم ومتفاقما بواقع 4,2 مليار درهم مقارنة بسنة 2017، كما تفاقم عجز الميزان التجاري بمقدار 16,6 مليار درهم ليصل إلى 205,9 مليار درهم نتيجة لتنامي الواردات بواقع 43 مليار درهم، وهو ما يفوق مقدار ارتفاع الصادرات الذي بلغ 26,3 مليار درهم، الذي يمثل نسبة 18,6% إلى الناتج الداخلي الإجمالي، مقابل 17,8% في سنة 2017.²

¹- بنك المغرب، التقرير السنوي لبنك المغرب للسنة المالية 2018، 2018: ص.ص 3-5.

²- المرجع السابق، ص.ص 66-78.

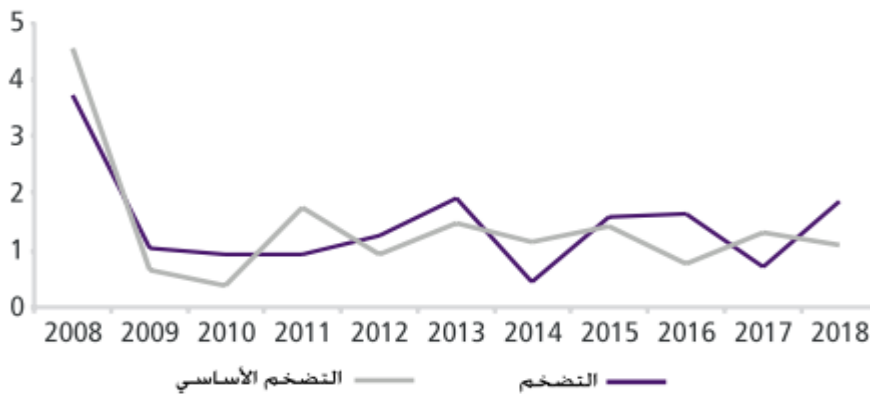
ثالثا- السياسة النقدية في المغرب :

خلال سنة 2018 تراجعت أسعار الفائدة على القروض لاسيما لدى المقاولات، وبموازاة ذلك سجل سعر الصرف الفعلي الحقيقي ارتفاعا طفيفا، ليعكس تطور القيمة الاسمية للدرهم إزاء الأورو، كما عرفت هذه السنة أيضا تزايد حاجة البنوك إلى السيولة نظرا للارتفاع الهام لحجم النقد المتداول، وارتفع سعر الفائدة ما بين البنوك من 2.27% سنة 2016 إلى 2.28% سنة 2017 وبقي في نفس المستوى خلال سنة 2018، أما سعر الفائدة على سندات الخزينة لمدة 52 أسبوعا فقد ارتفع هو الآخر من 2.26% سنة 2016 إلى 2.39% سنة 2018، كما شهد سعر الفائدة على الودائع لمدة سنة انخفاض طفيفا من 3.46% سنة 2016 إلى 3.09% سنة 2018، وفي العموم ظلت أسعار الفائدة شبه مستقرة في 2018، باستثناء تلك المطبقة على القروض والتي انخفضت، أما في السوق القائمة بين البنوك بقي متوسط سعر الفائدة المرجح متماشيا مع سعر الفائدة الرئيسي طيلة السنة، حيث عمل بنك المغرب على رفع مبالغ تدخلاته بالنظر إلى تفاقم عجز السيولة.¹

رابعا- معدل التضخم في المغرب :

منذ سنة 2013 ارتفعت نسبة التضخم إلى 1,4% في المتوسط، وتراجع النمو إلى 3,4% بفعل انخفاض وتيرة الأنشطة غير الفلاحية، كما شهد التضخم الذي يقاس بتغير مؤشر أسعار الاستهلاك ارتفاعا ملحوظا سنة 2018 مع بقاءه في مستوى معتدل، ولقد تسارعت نسبته إلى 1,9% بعد أن كانت 0,7% سنة 2017 و 1,5% كنسبة متوسطة بين سنتي 2008 و 2016، ويعزى هذا التغير بالأساس إلى ارتفاع أسعار المواد الغذائية المتقلبة الأسعار بنسبة 2,6%، كما يعود وبدرجة أقل إلى ارتفاع الأسعار المقننة بنسبة 2,8% على إثر رفع الضريبة الداخلية على استهلاك التبغ الداكن ورسوم الطابع، من جهة أخرى تنامت أسعار المحروقات وزيوت التشحيم بواقع 5,2%، خاصة بفعل استمرار المنحى التصاعدي للأسعار الدولية، الذي بدأ في مستهل سنة 2016، أما التضخم الأساسي الذي يعكس التوجه الرئيسي للأسعار، فقد تراجع من 1,3% إلى 1,1% بفعل تباطؤ أسعار بعض المواد الغذائية.²

الشكل رقم 5.2 : تطور معدل التضخم



المصدر : التقرير السنوي لبنك المغرب للسنة المالية 2018، ص 49.

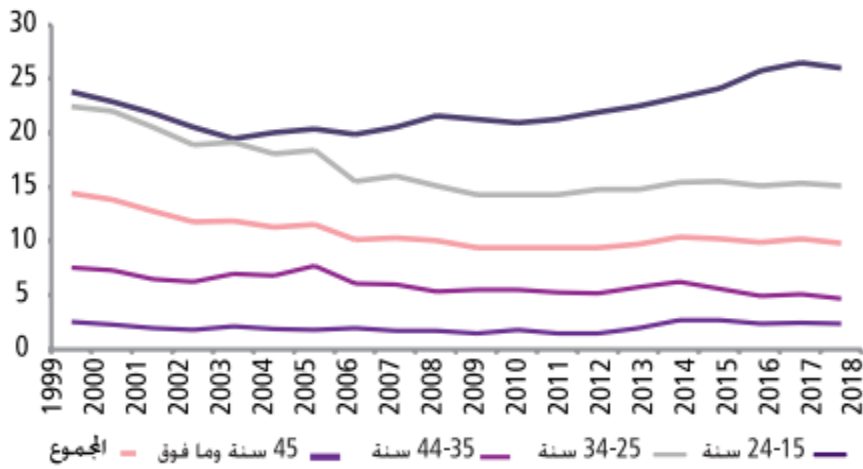
¹ - المرجع السابق، ص.ص 90-91.

² - المرجع السابق، ص 49.

خامسا- معدل البطالة في المغرب :

ابتداء من سنة 2013 ارتفعت نسبة البطالة لتستقر في 14,2% في سنة 2018، حيث سجل تراجع في عدد مناصب الشغل خلال هذه الفترة من 93,2 ألف منصب سنويا إلى 38,3 ألف، أما في سنة 2018 انخفضت نسبة البطالة من 10,2% إلى 9,8% على الصعيد الوطني، ومن 14,7% إلى 14,2% في الوسط الحضري ومن 4% إلى 3,5% في القرى، وكان الانخفاض أكثر وضوحا في صفوف النساء حيث بلغ 0,7 نقطة لتصل إلى 14% مقابل 0,4 نقطة لدى الرجال لتصل إلى 8,4%، كما شمل التحسن مختلف الشرائح العمرية، باستثناء فئة الشباب المتراوحة أعمارهم بين 15 و24 سنة في المدن الذين تفاقمت لديهم نسبة البطالة إلى 43,2%¹.

الشكل رقم 6.2 : تطور معدل البطالة



المصدر : التقرير السنوي لبنك المغرب للسنة المالية 2018، ص 45.

بناء على تحليل الأوضاع الدولية والظروف الاقتصادية للمغرب، ورغم تباطؤ النشاط الاقتصادي خلال سنة 2018، يمكن القول أن الظروف الاقتصادية للمغرب بشكل عام مواتية للاستثمار المالي.

الفرع الثاني : تحليل القطاع

أولا- اختبار القطاع الواعد :

بعد تقديم الأوضاع الدولية وتحليل الاقتصاد المغربي سيتم تحليل مختلف القطاعات لاختيار القطاع الواعد، حيث نعمل على تحليل مختلف المؤشرات القطاعية ببورصة الدار البيضاء مقارنة بمؤشر السوق مازي (MASI) والذي يضم جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، وسيتم الاعتماد في اختيار القطاع الواعد على المحددات الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية وهي ثنائية العائد والمخاطرة، بالإضافة لمعامل بيتا للمخاطر النظامية، حيث سيتم حساب معدل العائد لمحفظة السوق من خلال التغير في مؤشر السوق مازي، وحساب معدل العائد لكل قطاع من خلال التغير في قيمة مؤشر القطاع، ثم حساب المخاطر المرتبطة بهذه العوائد وذلك بحساب الانحراف المعياري وحساب قيمة معامل بيتا للمخاطر النظامية، وذلك لكل سنة على حدى وفي الأخير حساب لكامل فترة الدراسة من 2013 إلى 2018.

¹ - المرجع السابق، ص 44.

أ- عرض النتائج المتوصل إليها : باستخدام برنامج الإكسل وبالاعتماد على البيانات التاريخية لمؤشرات أربع وعشرون قطاع والمأخوذة من موقع بورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com)، تم حساب معدل العائد لكل قطاع والانحراف المعياري وقيمة معامل بيتا (لمعرفة طريقة الحساب أنظر الملحق 16) لكل سنة على حدى، حيث تم تجميع النتائج المتوصل إليها في الجداول الملحقة (أنظر الملاحق من 10 إلى 15)، أما النتائج المتوصل إليها والخاصة بكامل فترة الدراسة فهي مبينة في الجدول الآتي :

الجدول رقم 1.2 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات خلال فترة الدراسة

الرقم	القطاعات (S)	معدل عائد القطاع (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	البنوك	%0,0215	%0,70	0,94
2	الاتصالات	%0,0238	%0,93	0,92
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,0858	%1,18	0,42
4	البناء ومواد البناء	%0,0307	%1,47	1,66
5	التأمينات	%0,0223	%1,44	0,85
6	التجهيز الإلكتروني والكهربائي	%-0,0003	%2,29	-0,11
7	الترفيه والفندقة	%0,0634	%2,60	0,59
8	الحراجة والورق	%0,0312	%3,31	0,39
9	الخدمات للجماعات	%0,0660	%2,08	0,73
10	الصناعة الصيدلانية	%0,0234	%1,19	0,15
11	الكهرباء	%0,0668	%1,56	0,62
12	الكيمياء	%0,0951	%2,54	0,70
13	المشاركة والترويج العقاري	%-0,0741	%1,61	1,38
14	المشروبات	%0,0304	%1,39	0,29
15	المناجم	%-0,0187	%1,56	0,92
16	الموزعون	%0,0300	%1,24	0,44
17	النفط والغاز	%0,0295	%1,42	0,76
18	النقل	%0,0962	%1,62	0,12
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%-0,0370	%2,00	0,33
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%-0,0040	%0,98	0,18
21	شركات المساهمة	%0,0183	%2,19	0,89
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%0,0460	%1,02	0,64
23	خدمات النقل	%0,1478	%1,51	1,09
24	شركات الاستثمار العقاري	%0,0029	%1,06	0,26

المصدر : من إعداد الطالب

ب- تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها : من خلال النتائج المتحصل عليها والمجموعة بالجدول الملحق (أنظر الملاحق من 10 إلى 15) يظهر أن أغلب القطاعات خلال سنوات فترة الدراسة قد حققت نتائج إيجابية في بعض السنوات ونتائج سلبية في سنوات أخرى ما عدا أربعة قطاعات هي: قطاع النقل، قطاع الأجهزة والبرمجيات والخدمات الحاسوبية، قطاع الموزعون وقطاع خدمات النقل، هذه القطاعات حققت نتائج إيجابية خلال كل سنوات فترة الدراسة.

من خلال الجدول رقم 1.2 نلاحظ أن كل من قطاع خدمات النقل، قطاع النقل وقطاع الكيمياء قد حققت أعلى معدل عائد خلال فترة الدراسة بنسبة 0.1478%، 0.0962% و 0.0951% على التوالي، حيث وبالرغم من أن قطاع خدمات النقل أستحدث سنة 2016 وذلك بإدراج شركة استغلال الموانئ (مرسى المغرب) بالبورصة¹ في 19 جويلية 2016، إلا أنه حقق أعلى معدل عائد، وهذا راجع لعدم وجود منافسين لهذه الشركة في هذا النشاط، بالإضافة لكبر حجم نشاط ومعاملات هذه الشركة، بينما كان معدل عائد كل من قطاع النقل وقطاع الكيمياء جد متقارب، كما سجل كل من قطاع المناجم، قطاع الهندسيات والتجهيزات الصناعية وقطاع المشاركة والترويج العقاري أكبر الخسائر خلال فترة الدراسة بنسبة -0.0187%، -0.0370% و -0.0741% على التوالي.

أما من حيث المخاطر الإجمالية والمقاسة بالانحراف المعياري، والذي يقيس مدى انحراف العوائد عن متوسطها الحسابي، فقد كان كل من قطاع البنوك، قطاع الاتصالات وقطاع شركات التمويل والخدمات المالية، من القطاعات ذات المخاطر الإجمالية الأقل مقارنة بالقطاعات الأخرى بانحراف معياري بنسبة 0.70%، 0.93% و 0.98% على التوالي، بينما كان كل من قطاع الكيمياء، قطاع الترفيه والفندقة وقطاع الحراجه والورق من القطاعات ذات المخاطر الإجمالية الأكبر بانحراف معياري بنسبة 2.54%، 2.60% و 3.31% على التوالي، والملاحظ أن قطاع الكيمياء رغم تحقيقه لمعدل عائد كبير بنسبة 0.0951% إلا أنه ذو مخاطر إجمالية كبيرة مقارنة مع القطاعات ذات معدل العائد الكبير وهي قطاع خدمات النقل وقطاع النقل حيث كانت مخاطرها الإجمالية بنسبة 1.51% و 1.62% على التوالي.

أما من حيث المخاطر النظامية والمقاسة بمعامل بيتا والذي يقيس درجة حساسية عوائد القطاعات لتغيرات عوائد محفظة السوق، فقد كان كل من قطاع التجهيز الإلكتروني والكهربائي، قطاع النقل وقطاع الصناعة الصيدلية من القطاعات ذات المخاطر النظامية المنخفضة مقارنة ببقية القطاعات بمعامل بيتا يساوي -0.11، 0.12 و 0.15 على التوالي، والتي تعتبر قطاعات دفاعية لأن قيمة معامل بيتا أقل من الواحد، وهي لا تتأثر كثيرا بتغيرات عوائد محفظة السوق، ومن الملاحظ أن نسبة المخاطر النظامية لقطاع التجهيز الإلكتروني والكهربائي جاءت سالبة وهذا يدل على العلاقة العكسية بين عوائد هذا القطاع وعوائد محفظة السوق أي كلما زادت عوائد محفظة السوق تنخفض عوائد هذا القطاع والعكس صحيح، أما كل من قطاع خدمات النقل، قطاع المشاركة والترويج العقاري وقطاع البناء ومواد البناء فهي قطاعات ذات مخاطر نظامية مرتفعة بمعامل بيتا يساوي 1.09، 1.38 و 1.66 على التوالي، حيث تعتبر هذه القطاعات الثلاثة قطاعات هجومية لأن قيمة معامل بيتا أكبر من الواحد، حيث أن درجة حساسية عوائد هذه القطاعات كبيرة جدا بالنسبة لعوائد محفظة السوق، أي أن كل انخفاض في عوائد محفظة السوق يتبعه انخفاض في عوائد هذه القطاعات ونسبة أكبر والعكس صحيح، ومن الجدير بالذكر أن قطاع خدمات النقل رغم تحقيقه لأعلى معدل عائد بنسبة 0.148% إلا أنه يتميز بدرجة مخاطر نظامية مرتفعة مقارنة مع بقية القطاعات الأخرى.

¹ - بورصة الدار البيضاء، التقرير السنوي لسنة 2016، الدار البيضاء، 2016: ص 36.

من خلال ما سبق يظهر أن أفضل ثلاثة قطاعات هي قطاع النقل، قطاع خدمات النقل وقطاع الكيمياء، وستتم المفاضلة بينهم، حيث إن قطاع الكيمياء قد حقق أقل معدل عائد من بين هذه القطاعات الثلاثة بنسبة 0.0951%، بالإضافة إلى مخاطره الإجمالية المرتفعة جدا بنسبة 2.54% مقارنة بالقطاعات الآخرين، بالإضافة لتكبدته خسائر في سنتي 2015 و 2018 من فترة الدراسة، لهذا يتم استبعاد هذا القطاع، أما قطاع خدمات النقل وبسبب أنه قطاع حديث النشأة له مدة ثلاث سنوات فقط في السوق المالي لا يمكن أن تكون نتائج الدراسة له دقيقة لصغر حجم عينة البيانات التاريخية المستخدمة في حساب الانحراف المعياري ومعامل بيتا، بالإضافة لأنه قطاع ذو مخاطر نظامية مرتفعة جدا بمعامل بيتا يساوي 1.09 أي أن عوائد هذا القطاع تتأثر كثيرا بعوائد محفظة السوق مقارنة مع قطاع النقل ذو المخاطر النظامية المنخفضة بمعامل بيتا يساوي 0.12، وعليه يتم استبعاد أيضا هذا القطاع، أما قطاع النقل والذي لم يتكبد أية خسائر خلال فترة الدراسة، وبسبب تحقيقه لثاني أعلى معدل عائد ولتميزه بمخاطر إجمالية منخفضة بنسبة 1.62% ومخاطر نظامية منخفضة بمعامل بيتا يساوي 0.12 مقارنة بالقطاعات الآخرين، لهذا وبناء على تحليل النتائج السابقة فإن قطاع النقل هو القطاع الواعد بالنسبة للمستثمر في بورصة الدار البيضاء.

ثانيا- اختيار الشركة الواعدة :

بعد اختيار القطاع الواعد وهو قطاع النقل، سوف يتم اختيار الشركة الواعدة بنفس الخطوات المتبعة في اختيار القطاع الواعد أي بناء على ثنائية العائد والمخاطرة، حيث أن قطاع النقل يضم شركتين فقط هما شركة تيمار (TIMAR) وشركة النقل بالمغرب (CTM)، وستتم عملية الحساب بنفس الطريقة السابقة.

أ- النتائج المتحصل عليها : باستخدام برنامج الإكسل وبالاعتماد على البيانات التاريخية لأسعار سهمي الشركتين والمأخوذة من موقع بورصة الدار البيضاء (www.casablanca-bourse.com)، وبعد الحساب تم تجميع النتائج المتحصل عليها في الجدولين الآتيين :

الجدول رقم 2.2 : معدل العائد والمخاطر لشركة النقل بالمغرب

شركة النقل بالمغرب (CTM)			
السنة	معدل عائد السهم (R)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
2013	%0,14	%2,58	0,378
2014	%0,24	%1,99	0,005
2015	%0,15	%1,82	0,292
2016	%0,19	%1,73	0,241
2017	%0,15	%1,67	0,101
2018	%0,05	%1,76	-0,296
لكل السنوات	%0,15	%1,95	0,146

المصدر: من إعداد الطالب

الجدول رقم 3.2 : معدل العائد والمخاطر لشركة تيمار

شركة تيمار (TIMAR)			
السنة	معدل عائد السهم (R)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
2013	%-0,06	%1,60	0,065
2014	%0,10	%1,30	0,042
2015	%-0,01	%1,79	-0,383
2016	%-0,05	%2,37	0,040
2017	%-0,10	%3,07	-0,025
2018	%0,02	%2,03	0,223
لكل السنوات	%-0,02	%2,11	-0,011

المصدر: من إعداد الطالب

ب- تحليل ومناقشة النتائج : من خلال الجدولين السابقين نلاحظ أن شركة النقل بالمغرب قد حققت معدل عائد إيجابي خلال فترة الدراسة ولم تتكبد أية خسائر، حيث كان أكبر معدل عائد محقق سنة 2014 بنسبة 0.24%، وأقل معدل عائد محقق كان سنة 2018 بنسبة 0.05%، أما معدل العائد لكامل فترة الدراسة فبلغ نسبة 0.15%، أما شركة تيمار فقد حققت نتائج إيجابية خلال السنتين 2014 و2018 فقط وتكبدت خسائر خلال بقية سنوات فترة الدراسة، حيث كان أكبر معدل عائد محقق سنة 2018 بنسبة 0.02% وأكبر خسارة كانت في سنة 2017 بنسبة 0.10-، وأما بالنسبة لكامل فترة الدراسة فقد تكبدت الشركة خسارة بنسبة 0.02-.

من حيث المخاطر الإجمالية نلاحظ أن شركة النقل بالمغرب فقد كانت مخاطرها الإجمالية كبيرة في سنة 2013 حيث بلغ الانحراف المعياري نسبة 2.58%، وكانت أقل المخاطر الإجمالية لشركة سنة 2017 بنسبة 1.67%، أما المخاطر الإجمالية لكامل الفترة الدراسة فقد بلغت نسبة 1.95%، أما بالنسبة لشركة تيمار فقد كانت أعلى نسبة مخاطر إجمالية في سنة 2017 بنسبة 3.07% وأقلها سنة 2014 بنسبة 1.30%، أما بالنسبة للمخاطر الإجمالية لكامل فترة الدراسة فقد بلغت نسبة 2.11% وهي نسبة مخاطر إجمالية مرتفعة مقارنة مع شركة النقل بالمغرب.

أما من حيث المخاطر النظامية فبالنسبة لشركة النقل بالمغرب نلاحظ أن قيمة معامل بيتا موجبة خلال كل سنوات الدراسة ما عدا سنة 2018 كانت سالبة بقيمة 0.296- وهذا يدل على تحول العلاقة بين عوائد الشركة وعوائد محفظة السوق من العلاقة الطردية إلى العلاقة العكسية أي كلما ارتفعت عوائد محفظة السوق تنخفض عوائد الشركة وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية للشركة في سنة 2018 بنسبة 5.49-، أما لبقية السنوات فسجلت سنة 2014 أقل المخاطر النظامية بمعامل بيتا يساوي 0.005 وكانت أعلى المخاطر النظامية سنة 2013 بمعامل بيتا يساوي 0.378، وبالنسبة للمخاطر النظامية لكامل فترة الدراسة فقد بلغ معامل بيتا 0.146، أما فيما يخص شركة تيمار فكانت العلاقة بين عوائد الشركة وعوائد محفظة السوق

علاقة عكسية خلال سنتي 2015 و 2017 بمعامل بيتا سالب بلغ -0.383 و -0.025 على التوالي، وعلاقة طردية في بقية سنوات فترة الدراسة، وهذا راجع إلى النتائج السلبية لشركة خلال أربعة سنوات من فترة الدراسة، حيث كانت أعلى المخاطر النظامية لشركة خلال سنة 2015 بمعامل بيتا يساوي -0.383 وأقل المخاطر النظامية كانت سنة 2016 بمعامل بيتا يساوي 0.040 ، وبالنسبة للمخاطر النظامية لكامل فترة الدراسة فقد بلغ معامل بيتا -0.011 ويدل على العلاقة العكسية بين عوائد الشركة وعوائد محفظة السوق.

بناء على ما سبق يتبين أن شركة النقل بالمغرب رغم مخاطرها النظامية المرتفعة بقيمة معامل بيتا تساوي 0.146 لكامل فترة الدراسة إلا أنها حققت نتائج إيجابية بالنسبة لكامل فترة الدراسة بمعدل عائد بلغ نسبة 0.15% وبمخاطر إجمالية منخفضة 1.95% مقارنة بشركة تيمار التي تكبدت خسارة بالنسبة لكامل فترة الدراسة، حيث بلغت نسبة $0.02-0\%$ وبمخاطر إجمالية مرتفعة بلغت 2.11% ، وبناء عليه فإن شركة النقل بالمغرب تعتبر الشركة الواعدة والمناسبة للمستثمر في بورصة الدار البيضاء.

الفرع الثالث : تحليل الشركة

بعد اختيار القطاع الواعد ثم اختيار الشركة الواعدة وهي شركة النقل بالمغرب (CTM)، تأتي مرحلة تحليل الشركة من خلال تقييم الأداء للشركة، وذلك باستخدام مختلف النسب المالية وبالاعتماد على القوائم المالية، من أجل الوقوف على الوضعية المالية للشركة ومدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وعلى تحقيق الأرباح مستقبلا، ثم يتم حساب قيمة سهم الشركة باستخدام نموذج مضاعف الربحية، وهذا لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

أولا- تقديم شركة النقل بالمغرب :

شركة النقل بالمغرب (Compagnie de Transports au Maroc) والمعروفة بالاسم المختصر ستيام (CTM) تُعد من الشركات العريقة بالمملكة المغربية، حيث تم تأسيسها في 30 نوفمبر 1919، وتنشط في مجال نقل المسافرين ونقل الطرود والرحلات السياحية، يقع مقرها الرئيسي في كلم 13.5 الشارع السيار الدار البيضاء الرباط، سيدي البرنوصي الدار البيضاء بالمملكة المغربية، ويبلغ رأسمال الشركة 122 597 800,00 درهم مغربي، وبتاريخ 03 جوان 1993 أدرجت الشركة في بورصة الدار البيضاء، حيث يبلغ عدد أسهمها 1 225 978 سهم، وتنتمي لقطاع النقل.

ثانيا- تقييم الأداء المالي لشركة النقل بالمغرب :

يتم تقييم الأداء المالي لشركة النقل بالمغرب باستخدام مختلف النسب المالية وبالاعتماد على قوائمها المالية لسنوات فترة الدراسة ما عدا سنتي 2013 و 2014 وهذا لعدم توفرها، حيث تم الحصول على القوائم المالية للشركة من موقعها الإلكتروني (www.ctm.ma). ومن بين أهم هذه النسب المالية المستخدمة نجد نسب السيولة، نسب التغطية، نسب الربحية، نسب السوق، نسب المديونية وغيرها من النسب المالية، وبما أن هذه الدراسة تشمل اتخاذ القرار الاستثماري سيتم التركيز على أهم النسب المالية التي تم استثمارها، وأكثرها استخداما هي : نسب الربحية، نسب السيولة، ونسب السوق، بالإضافة لبعض مؤشرات خلق القيمة، وباستخدام برنامج الإكسل تم حساب مختلف النسب المالية والمبينة في الجدول الآتي :

الجدول رقم 4.2 : النسب المالية لشركة النقل بالمغرب

2018	2017	2016	2015	طريقة الحساب	النسب المالية
0.06	0.05	0.03	0.08	القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل	نسبة السيولة الفورية
0.97	0.98	0.94	0.99	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	نسبة التداول
% 10	%11	% 12	% 9	النتيجة الصافية / رقم الأعمال	هامش الربحية
%19.90	%21.78	%22.71	%17.68	$R_{cp} = R_{net}/CP$	المردودية المالية
%17.67	%15.13	%14.41	%12.46	$R_e = R_{exp}(1-IS)/AE$	المردودية الاقتصادية
%2.23	%6.65	%8.30	%5.22	$LF = R_{cp} - R_e$	أثر الرافعة المالية
54.02	57.16	56.84	41.81	$EPS = R_{net}/N$	ربحية السهم
16.31	14.52	10.71	10.02	$PER = P/EPS$	مضاعف السعر - الربحية
3.25	3.16	2.43	1.77	القيمة السوقية / القيمة الدفترية	القيمة السوقية / القيمة الدفترية
7.18	7.78	8.05	5.58	$Iv = R_e / R_{MEDAF}$	مؤشر خلق القيمة Iv

المصدر : من إعداد الطالب

أ- نسبة السيولة الفورية : وتعني مدى قدرة الشركة على تسديد ديونها قصيرة الأجل، بالنسبة لشركة النقل بالمغرب ومن خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة السيولة الفورية تراوحت بين 0.03 و 0.08 خلال سنوات فترة الدراسة، حيث تعتبر نسب سيولة فورية ضعيفة، وهذا راجع إلى زيادة حجم الديون قصيرة الأجل من 168 773 066.78 درهم سنة 2015 إلى 194 145 129.39 درهم سنة 2018 أي زيادة بنسبة 15.03%، بالإضافة لانخفاض حجم النقدية بالجزينة من 13 292 869.34 درهم سنة 2015 إلى 11 241 064.58 درهم سنة 2018 أي انخفاض بنسبة 15.43%، وهذا يدل على أن الشركة قد تواجه مشاكل في تسديد ديونها قصيرة الأجل.

ب- نسبة التداول : وتعني مدى قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بأصولها المتداولة، ومن خلال الجدول رقم (4.2) نلاحظ أن نسبة التداول لشركة النقل بالمغرب متقاربة جدا خلال كامل سنوات فترة الدراسة حيث تراوحت بين 0.94 و 0.99، كما نلاحظ أيضا أنها كلها أقل من الواحد بقليل، مما يدل على أن أصول الشركة المتداولة بالكاد تغطي التزاماتها قصيرة الأجل وهذا خلال كل سنوات فترة الدراسة، وهذا يعتبر مؤشر سلبي للسيولة في الشركة.

ج- هامش الربحية : وتعني به مدى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من خلال نشاطها الرئيسي وأيضا مدى تحكمها في إدارة ومراقبة مختلف التكاليف، وبالعودة إلى الجدول رقم 4.2 نلاحظ أن هامش الربحية لشركة النقل بالمغرب بدأ ينخفض منذ سنة 2016 من 12% إلى 10% سنة 2018، ويعود سبب هذا التراجع إلى الزيادة المتتالية في رقم الأعمال من 576 833 000.00 درهم سنة 2015 إلى 657 263 000.00 درهم سنة 2018 أي زيادة بنسبة 13.94% والتي قابلتها زيادة طفيفة في النتيجة الصافية بين سنتي 2015 و 2017 إلا أنها انخفضت سنة 2018 بنسبة 5.03% مقارنة بسنة 2016، ورغم ذلك إلا أنها تعتبر نسبة مقبولة.

د- المردودية المالية : ويطلق عليها أيضا معدل العائد على حقوق المساهمين أو على حقوق الملكية (ROE)، وتستخدم لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين، ونلاحظ من خلال الجدول رقم 4.2 أن نسبة المردودية المالية لشركة النقل بالمغرب قد ارتفعت من 17.68% سنة 2015 إلى 22.71% سنة 2016، ثم بدأت في الانخفاض إلى غاية 19.90% سنة 2018، وهذا راجع إلى الزيادة في الأموال الخاصة من 306 872 000.00 درهم سنة 2016 إلى 332 840 000.00 درهم سنة 2018 أي زيادة بنسبة 8.46%، دون أن يقابلها زيادة في النتيجة الصافية بل قابلها انخفاض في النتيجة الصافية من 69 688 000.00 درهم سنة 2016 إلى 66 227 000.00 درهم سنة 2018 أي انخفاض بنسبة 4.97%.

هـ- المردودية الاقتصادية : ويطلق عليها معدل العائد على الأموال المستثمرة أو على رأس المال المستثمر (ROI)، وتمثل نسبة نتيجة الاستغلال بعد الضرائب إلى الأصل الاقتصادي، ومن خلال الجدول رقم (4.2) نلاحظ أن المردودية الاقتصادية لشركة النقل بالمغرب متزايدة على مر سنوات فترة الدراسة حيث ارتفعت من 12.46% سنة 2015 إلى 17.67% سنة 2018، وهذا راجع إلى الزيادة في الأصل الاقتصادي من 376 681 486.99 درهم سنة 2015 إلى 436 897 440.22 درهم أي زيادة بنسبة 15.99% والتي ساهمت في زيادة نتيجة الاستغلال من 49 022 918.02 درهم سنة 2015 إلى 74 608 173.44 درهم سنة 2018 أي زيادة بنسبة 52.19%، وهذا يدل على كفاءة إدارة الشركة في استغلال أصولها الاقتصادية.

و- أثر الرافعة المالية : يفسر أثر الرافعة المالية الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، ونلاحظ من خلال الجدول رقم (4.2) أن أثر الرافعة المالية لشركة النقل بالمغرب قد ارتفع حتى بلغ نسبة 8.30% سنة 2016، ثم بدأ في الانخفاض حتى وصل إلى نسبة 2.23% سنة 2018، وهذا راجع بالأساس إلى الزيادة المستمرة في الأموال الخاصة، حيث ارتفعت من 305 868 470.29 درهم سنة 2015 إلى 338 022 840.49 درهم سنة 2018، بنسبة زيادة 10.51%، مع أن المردودية الاقتصادية ارتفعت بنسبة 5.21% بين سنتي 2015 و2018، ورغم انخفاض أثر الرافعة المالية إلا أنه يعتبر أثر إيجابي للشركة.

ز- ربحية السهم : ويقصد بهذه النسبة نصيب السهم الواحد من الأرباح الصافية للشركة أي بعد خصم الضرائب وتوزيعات الأرباح للأسهم الممتازة إن وجدت، ومن خلال الجدول رقم (4.2) نلاحظ أن ربحية سهم شركة النقل بالمغرب في تزايد من 41.81 درهم سنة 2015 إلى غاية 57.16 درهم سنة 2017 ثم انخفضت سنة 2018 إلى 54.02 درهم، وهذا راجع لانخفاض في النتيجة الصافية المحققة سنة 2018 والتي بلغت 66 227 000.00 درهم أي انخفاض بنسبة 5.49% مقارنة بسنة 2017، رغم هذا تعتبر ربحية السهم بقيمة 54.02 درهم مقبولة.

ح- مضاعف السعر- الربحية : وهي نسبة سعر السهم الحالي إلى ربحيته، نلاحظ من خلال الجدول رقم (4.2) أن قيمة مضاعف السعر- الربحية لشركة النقل بالمغرب في تزايد عبر كامل سنوات الدراسة من 10.2 سنة 2015 إلى 16.31 سنة 2018، وهذا راجع لارتفاع سعر سهم الشركة خلال هذه الفترة، حيث ارتفع سعر سهم الشركة من 325 درهم في بداية سنة 2015 إلى 881 درهم في نهاية سنة 2018، وتعتبر قيمة مضاعف السعر - الربحية 16.31 مرتفعة نوعا ما.

ط- القيمة السوقية على القيمة الدفترية : وهي نسبة سعر السهم في السوق المالي إلى قيمته الدفترية، وبالنسبة لشركة النقل بالمغرب نلاحظ من خلال الجدول رقم (4.2) أن هذه النسبة في تزايد مستمر خلال كل سنوات فترة الدراسة من 1.77 سنة 2015 إلى 3.25 سنة 2018، وهي كلها نسب مقبولة لأنها أكبر من الواحد، مما يدل على أن المستثمرين في السوق المالي مستعدون أن يدفعوا لشراء سهم الشركة قيمة أعلى من قيمته الدفترية (الحاسبية)، ويُعد هذا مؤشر على الأداء الجيد للشركة لأنه يتم تداول أسهمها بالسوق المالي بأضعاف قيمتها الدفترية، ويدل أيضا على أن هناك خلق للقيمة في الشركة.

ي- مؤشر خلق القيمة Iv : وهو مؤشر يقيس مدى قدرة الشركة على خلق القيمة للمساهمين، حيث نلاحظ بالنسبة لشركة النقل بالمغرب ومن خلال الجدول رقم (4.2) أن قيمة مؤشر خلق القيمة Iv ارتفعت سنة 2016 إلى 8.05 ثم أخذت في التناقص إلى غاية 7.18 سنة 2018، ويراجع هذا إلى انخفاض المردودية المالية للشركة بين سنتي 2016 و 2018، غير أن قيمة مؤشر خلق القيمة Iv وخلال كل سنوات فترة الدراسة بقية أكبر من الواحد، مما يدل على أن هناك خلق للقيمة بالشركة خلال فترة الدراسة ما دام أن المردودية المحققة للمساهمين أكبر من المردودية المطلوبة (معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين بالاعتماد على نموذج تقييم الأصول المالية). وتجدر الإشارة إلى أن معدل العائد المطلوب يعتبر منخفض بسبب تراجع عام في عائد محفظة السوق.

من خلال تحليل الأداء المالي - بالاعتماد على النسب المالية والمؤشرات المتعلقة بالأداء في السوق المالي - لشركة النقل بالمغرب نجد أن الشركة تعاني من ضعف في السيولة الفورية وذلك بسبب حجم النقدية الصغير بالخزينة، إلا أنها حققت نتيجة صافية إيجابية على مدار سنوات فترة الدراسة، وعلى العموم يمكن القول أنّ الأداء المالي لشركة النقل بالمغرب في تطور رغم تراجع الطفيف في سنة 2018.

ثالثا- حساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب :

توجد عدة نماذج لحساب قيمة الأسهم العادية، ومن بينها نموذج مضاعف الربحية المطور من طرف "وليمس وفايندلي"، ويعرف هذا النموذج بنسبة السعر إلى ربحيته أو المضاعف، حيث يقدر القيمة التي يكون المستثمر مستعد لدفعها للحصول على سهم الشركة بناء على الأرباح التي يتوقعها، أي أن المستثمر مستعد لدفع سعر السهم أضعاف ربحيته، وتحسب قيمة السهم (V) وفق المعادلة الآتية¹ :

$$V = \frac{PER * EPS}{(1 + K)}$$

حيث أن :

V : قيمة السهم

PER : يمثل مضاعف السعر - الربحية

EPS : يمثل ربحية السهم المتوقعة

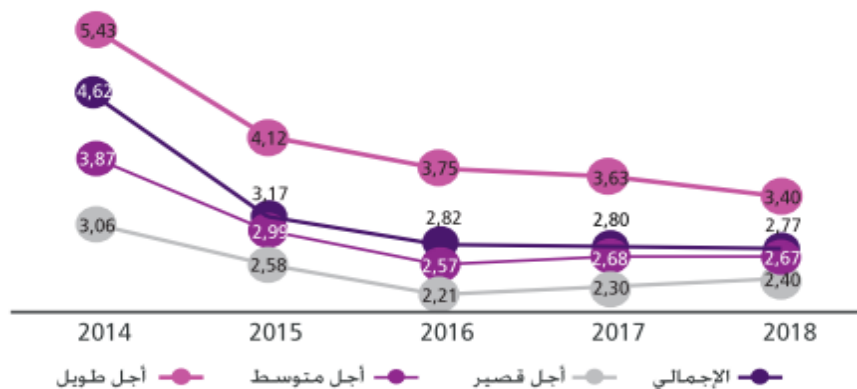
K : معدل العائد المطلوب على هذا السهم (معدل الخصم)

¹- كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العدد 29، بلون تاريخ، ص 202.

ولحساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب لآب د من حساب عناصر المعادلة السابقة وهي :

أ- تحديد معدل العائد الخالي من الخطر : سوف نستخدم سعر الفائدة على سندات الخزينة للأجل القصير في سنة 2018 كمعدل عائد خالي من الخطر والذي يساوي 2.40% حسب التقرير السنوي الصادر عن بنك المغرب لسنة 2018 كما موضح في الشكل أدناه.

الشكل رقم 7.2 : متوسط أسعار الفائدة على سندات الخزينة في السوق الأولية (%)



المصدر : التقرير السنوي لبنك المغرب لسنة 2018، ص 108.

ب- حساب معدل العائد المطلوب : بعد تحديد معدل العائد الخالي من الخطر، وبما أنه تم حساب قيمة معامل بيتا للمخاطر النظامية لكامل فترة الدراسة (تم حساب معامل بيتا لستة سنوات متتالية كما هو موضح بالجدول السابق رقم 2.2)، وكذلك تم حساب معدل عائد محفظة السوق لسنة 2018 (لأنها سنة اتخاذ القرار الاستثماري) والذي يساوي -0.0003، فإنه يمكن الآن حساب معدل العائد المطلوب (K) وفق المعادلة (1)، والنتائج مبينة في الجدول الآتي :

$$K = RF + \beta(RM - RF) \dots \dots \dots (1)$$

الجدول رقم 5.2 : حساب معدل العائد المطلوب

شركة النقل بالمغرب (CTM)			
معدل العائد المطلوب 2018 (K)	معدل العائد الخالي من الخطر (RF) 2018	معدل عائد محفظة السوق (RM) 2018	معامل بيتا (β) لكامل فترة الدراسة 2018-2013
0,0205	0,0240	-0,0003	0,1456

المصدر : من إعداد الطالب

ج- تحديد ربحية السهم المتوقعة : من أجل الحصول على نتائج دقيقة ومنطقية لآب د لنا من تقدير قيمة ربحية السهم (EPS) المتوقعة في السنة التي تلي سنة اتخاذ القرار الاستثماري وهي سنة 2019، ولهذا تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني (www.ruleoneinvesting.com) في حساب معدل نمو ربحية السهم بين سنتي 2017 و2018، حيث كان معدل النمو يساوي 5-، والذي سيتم اعتباره كمعدل نمو لربحية السهم في سنة 2019، وبناء عليه فإن القيمة المتوقعة لربحية السهم لسنة 2019 تساوي 51.319 درهم.

د- تحديد مضاعف السعر - الربحية : بالنسبة لقيمة مضاعف السعر- الربحية (PER) سوف نأخذ قيمة مضاعف السعر- الربحية لسنة 2018 والتي تساوي 16.31 درهم، وهذا لأنها سنة اتخاذ القرار الاستثماري (أنظر الجدول رقم 4.2).

هـ- حساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب : بعد تحديد قيمة كل عناصر معادلة نموذج مضاعف الربحية نستطيع الآن حساب قيمة السهم (V) لشركة النقل بالمغرب كما هو موضح في الجدول أدناه :

الجدول رقم 6.2 : حساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب

شركة النقل بالمغرب (CTM)					
القيمة السوقية للسهم نهاية 2018	متوسط القيمة السوقية للسهم 2018	قيمة السهم (V)	مضاعف السعر - الربحية (PER) 2018	ربحية السهم المتوقعة (EPS) 2019	معدل العائد المطلوب (K) 2018
881	894,29	820,23	16,31	51,319	0,0205

المصدر: من إعداد الطالب

و- تحليل ومناقشة النتائج المتحصل عليها :

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة سهم شركة النقل بالمغرب والمحسوبة وفق نموذج مضاعف الربحية تساوي 820.23 درهم، وبمقارنتها بمتوسط القيمة السوقية لسهم الشركة لسنة 2018 والتي تساوي 894.29 درهم أو بمقارنتها بالقيمة السوقية للسهم في نهاية سنة 2018 والتي تساوي 881 درهم، نلاحظ أنها أقل منهما وهذا يعني أن السوق المالي (بورصة الدار البيضاء) يسعر سهم شركة النقل بالمغرب بأكبر من قيمته، وبالتالي فإن سهم الشركة سيكون محل مراجعة من قبل المستثمرين، ويمكن أخذ مركز على هذا السهم. ووفق لآلية السوق المالي سوف يقل الطلب عليه ويُعرض للبيع، وبالتالي سينخفض سعر سهم الشركة مستقبلا وصولا لوضع التوازن. وبالرجوع إلى بيانات التداول لسهم الشركة في بورصة الدار البيضاء لشهر جانفي من سنة 2019 (أنظر الملحق 9) نلاحظ أن تسعير السهم عاد إلى وضع التوازن بعد أسبوعين تقريبا حيث أصبح سعر سهم الشركة في السوق المالي يساوي 822 درهم.

بناء على ما سبق ومن خلال مدخل التحليل الأساسي يمكن القول بأن سهم شركة النقل بالمغرب لا يمثل فرصة استثمارية مناسبة بالنسبة للمستثمر العادي (غير المضارب) إن كان لا يملك أسهم هذه الشركة، أما في حالة امتلاكه لأسهمها فإن القرار الاستثماري المناسب هو بيعها لتفادي الخسائر المحتملة جراء انخفاض سعرها مستقبلا لأنها أسهم مسعرة بأكبر من قيمتها.

المطلب الثاني : التقييم من خلال مدخل التحليل الفني

بعد حساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب وفق مدخل التحليل الأساسي، سوف يتم التنبؤ بالاتجاه السعري لسهم الشركة وفق مدخل التحليل الفني، حيث نقوم بتحليل الاتجاه العام لسعر سهم الشركة خلال كامل فترة الدراسة ثم نقوم بتحليل سعر السهم بواسطة المتوسطات المتحركة والمذبذبات.

الفرع الأول : الاتجاه العام

يعتبر خط الاتجاه العام لسعر السهم من أهم أدوات التحليل الفني، وهو عبارة عن خط مستقيم يربط بين نقطتين على الأقل تمثلان قمتين أو قاعين ويمتد مع حركة سعر السهم، ويوجد ثلاثة أنواع لخط الاتجاه العام هي : الاتجاه الصاعد، الاتجاه النازل والاتجاه الأفقي.

أولاً- الرسم البياني للاتجاه العام لسعر سهم الشركة :

من خلال موقع (www.zonebourse.com) والذي يوفر الرسوم البيانية، تم الحصول على الرسم البياني للاتجاه العام لسعر سهم شركة النقل بالمغرب خلال فترة الدراسة، مع إضافة التحليل على الرسم البياني.

الشكل رقم 8.2 : الرسم البياني للاتجاه العام لسعر سهم شركة النقل بالمغرب



المصدر : www.zonebourse.com

ثانياً- تحليل الرسم البياني للاتجاه العام :

من خلال الرسم البياني أعلاه نلاحظ أن الاتجاه العام لسعر سهم شركة النقل بالمغرب أخذ أربعة اتجاهات عامة خلال فترة الدراسة، حيث أخذ اتجاهها صاعداً ولمدة أربع سنوات وثمانية أشهر تقريباً من بداية سنة 2013 وإلى غاية أوائل شهر سبتمبر من سنة 2017، ثم أخذ سعر السهم اتجاهها نازلاً ولمدة ثلاثة أشهر تقريباً إلى غاية أوائل شهر ديسمبر من سنة 2017، ثم عاد إلى الصعود مرة أخرى حتى نهاية شهر أوت من سنة 2018 ولمدة تسعة أشهر تقريباً، وفي الأخير أخذ اتجاهها نازلاً حتى منتصف شهر جانفي من سنة 2019، ومنه يمكن القول أن سعر سهم الشركة مر بفترة جيدة وطويلة من سنة 2013 وإلى غاية سنة 2017 حيث ارتفع سعر سهم الشركة من 175 درهم بداية سنة 2013 إلى غاية 1004 درهم في أوائل شهر سبتمبر من سنة 2017، ثم مر بفترة متذبذبة نوع ما تراوح فيها سعر سهم الشركة بين 750 درهم و1000 درهم صعوداً ونزولاً واستمر على هذه الحالة إلى غاية نهاية 2018.

الفرع الثاني : المتوسطات المتحركة

تُعد المتوسطات المتحركة من بين أدوات التحليل الفني البسيطة، والتي يستخدمها المحلل الفني لتحديد إشارات البيع أو الشراء، وتختلف هذه المتوسطات المتحركة حسب مدة وطريقة حسابها، ومن أشهرها المتوسطات المتحركة البسيطة لمدة 20، 50 و100 يوم، والمتوسطات المتحركة الأسية لمدة 9 و21 يوم.

أولاً- المتوسط المتحرك البسيط :

أ- الرسم البياني للمتوسطات المتحركة البسيطة لسهم الشركة : من خلال موقع (www.zonebourse.com) والذي يوفر الرسوم البيانية، تم الحصول على الرسم البياني للمتوسطات المتحركة البسيطة مع إضافة التحليل على الرسم البياني، حيث أستخدم متوسط متحرك بسيط قصير لمدة 20 يوم (MA 20) والمميز باللون الأزرق، ومتوسط متحرك بسيط طويل لمدة 50 يوم (MA 50) والمميز باللون الأحمر، وقد أقتصر في الرسم البياني على سنة اتخاذ القرار الاستثماري فقط وهي سنة 2018، وهذا لأجل وضوح الرسم البياني.

الشكل رقم 9.2 : الرسم البياني للمتوسطات المتحركة البسيطة لسهم شركة النقل بالمغرب



المصدر : www.zonebourse.com

ب- تحليل الرسم البياني للمتوسطات المتحركة البسيطة : من خلال الرسم البياني أعلاه نلاحظ أن هناك إشارات شراء كثيرة وواضحة، وهذا عندما يقطع خط سعر السهم (باللون الأسود) لخط المتوسط المتحرك البسيط القصير وخط المتوسط المتحرك البسيط الطويل من أسفل لأعلى أو يقطع خط المتوسط المتحرك البسيط القصير خط المتوسط المتحرك البسيط الطويل من أسفل لأعلى مع استمرارها في نفس الاتجاه صعوداً، ومن أبرز إشارات الشراء نجد إشارة شراء في أواخر شهر ديسمبر سنة 2017 حيث قطع خط سعر السهم خطي المتوسطين المتحركين البسيطين القصير والطويل معا من أسفل لأعلى وقطع خط المتوسط المتحرك البسيط القصير خط المتوسط المتحرك البسيط الطويل من أسفل لأعلى حيث ارتفع سعر السهم من 750 درهم إلى

948 درهم في أوائل شهر فيفري من سنة 2018، كما تبرز إشارة شراء مهمة جدا في أواخر شهر ديسمبر من سنة 2018، حيث قطع سعر السهم خط المتوسط المتحرك البسيط القصير من أسفل لأعلى حيث ارتفع سعر السهم من 845 درهم إلى 881 درهم في نهاية سنة 2018 وتعتبر هذه إشارة شراء مهمة جدا ومساعدة للمستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري، وهذا ما يعتبر عكس نتائج التحليل الأساسي التي تقول بأن سعر السهم سينخفض في المستقبل، ويفسر هذا بأن سعر السهم استمر في الارتفاع لمدة حتى وصل إلى 903 درهم ثم بدأ في الانخفاض، أي أن هناك فاصل زمني حتى يعود السوق المالي لسعر التوازن بالنسبة لسهم الشركة، وهذا راجع لمدى كفاءة السوق المالي (بورصة الدار البيضاء).

أما بالنسبة لإشارات البيع فهي أيضا كثيرة وواضحة ومن أبرزها إشارة البيع في بداية شهر سبتمبر من سنة 2018 عندما قطع خط سعر السهم خطي المتوسطين المتحركين البسيطين القصير والطويل من أعلى لأسفل ثم قطع خط المتوسط المتحرك البسيط القصير خط المتوسط المتحرك البسيط الطويل من أعلى لأسفل حيث انخفض سعر السهم من 1000 درهم إلى 839.2 درهم في نهاية نفس الشهر.

ثانيا- المتوسط المتحرك الأسي :

أ- الرسم البياني للمتوسطات المتحركة الأسية لسهم الشركة : من خلال موقع (www.investing.com) والذي يوفر الرسوم البيانية، تم الحصول على الرسم البياني للمتوسطات المتحركة الأسية مع إضافة التحليل على الرسم البياني، حيث أستخدم متوسط متحرك أسي قصير لمدة 9 أيام (EMA 9) والمميز باللون الأزرق، ومتوسط متحرك أسي طويل لمدة 21 يوم (EMA 21) والمميز باللون الأحمر.

الشكل رقم 10.2 : الرسم البياني للمتوسطات المتحركة الأسية لسهم شركة النقل بالمغرب



المصدر : www.investing.com

ب- تحليل الرسم البياني للمتوسطات المتحركة الأسبوعية : من خلال الرسم البياني أعلاه نلاحظ أن هناك تشابه كبير مع الرسم البياني للمتوسطات المتحركة البسيطة من حيث إشارات البيع وإشارات الشراء، إلا أن المميز في خطوط المتوسطات المتحركة الأسبوعية هو أنها قريبة جدا من خط سعر السهم (باللون الأسود) عكس خطوط المتوسطات المتحركة البسيطة التي تظهر متباعدة عن خط سعر السهم، وهذا ما يدل على أن هذه الأخيرة أبطئ أي أن خطوط المتوسطات المتحركة الأسبوعية أسرع نوعا ما في تتبع اتجاه خط سعر السهم، حيث نلاحظ أن إشارات الشراء أو البيع دقيقة وواضحة، ومن أبرزها والمهمة جدا بالنسبة للمستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري هي إشارة الشراء في نهاية شهر ديسمبر من سنة 2018، حيث قطع خط سعر السهم خط المتوسط المتحرك الأسبوعي وخط المتوسط المتحرك الأسبوعي الطويل من أسفل لأعلى مع استمرارهم في نفس الاتجاه.

الفرع الثالث : المذبذبات

أولا- مؤشر القوة النسبية :

أ- الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية لسهم الشركة : من خلال موقع (www.zonebourse.com) والذي يوفر الرسوم البيانية، تم الحصول على الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية (RSI) مع إضافة التحليل على الرسم البياني، حيث أستخدم في الرسم البياني مؤشر القوة النسبية لمدة 14 يوم، وقد تم تمييز خط مستوى 70% باللون الأحمر للدلالة على ذروة الشراء، وخط مستوى 30% باللون الأخضر للدلالة على ذروة البيع.

الشكل رقم 11.2 : الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية لسهم شركة النقل بالمغرب



المصدر : www.zonebourse.com

ب- تحليل الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية : من خلال الرسم البياني لمؤشر القوة النسبية لسهم شركة النقل بالمغرب نلاحظ وجود ذروة بيع في نهاية سنة 2017، حيث هبط خط مؤشر القوة النسبية تحت خط مستوى 30% لينخفض سعر سهم الشركة إلى 750 درهم، وهذه إشارة على أن السوق المالي وصل إلى ذروة البيع بالنسبة لسهم الشركة وسيعكس اتجاهه وهو

ما حدث بالفعل حيث عاد للارتفاع حتى وصل إلى 948 درهم في بداية فيفري من سنة 2018، واستمر في الارتفاع ليتجاوز خط مستوى 70%، مما يعطي إشارة أن السوق المالي وصل إلى ذروة الشراء بالنسبة لسهم الشركة وسوف يعكس سعر السهم اتجاهه هبوطا وهو ما حدث أيضا، حيث انخفض سعر السهم حتى وصل إلى 851 درهم في منتصف مارس من نفس السنة، ثم بقي مؤشر القوة النسبية داخل المجال بين مستوى 70% و30% صعودا وهبوطا دون أن يتجاوزها إلى غاية بداية شهر سبتمبر حيث ارتفع سعر السهم حتى بلغ 1000 درهم ليصل مؤشر القوة النسبية لمستوى 70% والذي يدل على وصول السوق المالي لذروة الشراء لسهم الشركة، ثم عكس السعر اتجاهه هبوطا حتى بلغ 839.2 درهم بنهاية شهر سبتمبر، وليصل مؤشر القوة النسبية لمستوى 30% وهذا يعطي إشارة على أن السوق المالي وصل لذروة البيع لسهم الشركة، ليعكس السعر اتجاهه مرة أخرى صعودا، ومن الملاحظ أن مؤشر القوة النسبية لم يعطي أي إشارة مهمة في نهاية سنة 2018 تساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

ثانيا- مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة :

أ- الرسم البياني لمؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة لسهم الشركة : تم الحصول على الرسم البياني لمؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة من خلال موقع (www.investing.com) والذي يوفر الرسوم البيانية، مع إضافة التحليل على الرسم البياني، حيث تم اختيار متوسط متحرك أسّي قصير لمدة 8 أيام (EMA 8) والمميز باللون الأزرق، ومتوسط متحرك أسّي طويل لمدة 17 يوم (EMA 17) والمميز باللون الأخضر، ومتوسط متحرك أسّي للفرق بينهما لمدة 9 أيام (EMA 9) والذي يعتبر خط الإشارة والمميز باللون الأحمر.

الشكل رقم 12.2 : الرسم البياني لمؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة لسهم شركة النقل بالمغرب



المصدر : www.investing.com

ب- تحليل الرسم البياني لمؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة : من خلال الرسم البياني نلاحظ أن مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة قد أعطى عدة إشارات للشراء وأخرى للبيع، ومن أهمها إشارة البيع في أوائل شهر فيفري حيث قطع خط المتوسط المتحرك الأسي القصير خط المتوسط المتحرك الأسي الطويل من أعلى لأسفل مع اتجاههما في نفس الاتجاه لأسفل حيث نزل سعر سهم الشركة من 948 درهم إلى 851 درهم منتصف شهر مارس، أما أهم إشارة شراء والتي تمه للمستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري هي إشارة الشراء في نهاية شهر ديسمبر، حيث قطع خط المتوسط المتحرك الأسي القصير خط المتوسط المتحرك الأسي الطويل من أسفل لأعلى، حيث ارتفع سعر سهم الشركة خلال نفس الشهر من 845 درهم إلى غاية 881 درهم في نهاية السنة، وعليه يمكن القول أن مؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة يعطي إشارات دقيقة إلى حد ما ويمكن للمستثمر الاعتماد عليه في عملية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

بناء على ما سبق ومن خلال استخدام مدخل التحليل الفني لتقييم سهم شركة النقل بالمغرب، يتبين أن المتوسطات المتحركة الأسيية ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة قد أعطت أفضل النتائج، وذلك من خلال إشارات الشراء أو البيع الواضحة والمهمة التي تساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

خلاصة :

في هذا الفصل قمنا بتطبيق الجانب النظري من خلال دراسة حالة على عينة من أسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية. وهذا بتحليل وتقييم الأوراق المالية باستخدام مدخل التحليل الأساسي من خلال القيام بتحليل الاقتصاد المغربي باستخدام عدة مؤشرات اقتصادية، ثم تحليل مختلف القطاعات لاختيار القطاع الواعد وهذا بالاعتماد على ثنائية العائد والمخاطرة (الإجمالية والنظامية)، وقد توصلت الدراسة إلى أن قطاع النقل هو القطاع الواعد. ومن ثم وبنفس الطريقة تم اختيار الشركة الواعدة ضمن هذا القطاع والتي كانت شركة النقل بالمغرب (CTM)، وكانت الخطوة التالية هي تحليل الشركة للوقوف على وضعها المالي وذلك بتقييم أدائها المالي باستخدام مختلف النسب المالية وبالاعتماد على قوائمها المالية. وفي الأخير تم حساب قيمة سهم الشركة باستخدام نموذج مضاعف الربحية، حيث كانت قيمته أقل من القيمة السوقية وأقل من متوسط القيمة السوقية في سنة 2018، أي أن السوق المالي يسعر سهم الشركة بأكبر من قيمته، وعليه فإن سعر سهم الشركة سيكون محل مراجعة وسوف ينخفض في المستقبل.

ومن خلال مدخل التحليل الفني تم تحليل وتقييم سهم الشركة النقل بالمغرب وذلك باستخدام المتوسطات المتحركة (البسيطة والأسية)، وباستخدام المذبذبات (مؤشر القوة النسبية (RSI) ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة (MACD))، حيث أعطى هذا الأخير مع المتوسطات المتحركة الأسية (EMA) أفضل وأدق النتائج المساعدة على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء ومن أهمها إشارة الشراء في نهاية شهر ديسمبر من سنة 2018.

خاتمة

خاتمة :

يُعد موضوع التحليل الأساسي والتحليل الفني ذو أهمية بالغة لارتباطه بالأسواق المالية وبعملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، ولهذا حاولت هذه الدراسة تحت عنوان : "التحليل الأساسي والتحليل الفني كمدخل لتقييم الأوراق المالية" معالجة إشكالية الدراسة التي تدور حول مدى فاعلية التحليل الأساسي والتحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء، حيث جاءت الدراسة في فصلين، الفصل الأول تناول المفاهيم الأساسية للتحليل الأساسي والتحليل الفني، والفصل الثاني خصص للدراسة التطبيقية التي كانت على عينة من أسهم الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء بالمملكة المغربية خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2018.

أولاً- النتائج واختبار فرضيات الدراسة :

- انطلاقاً من الفرضيات الموضوعية، وبناء على ما تم طرحه في هذا الموضوع، أظهرت الدراسة النتائج الآتية :
 - من خلال حساب معدل العائد والانحراف المعياري لقياس المخاطر الإجمالية ومعامل بيتا لقياس المخاطر النظامية لكل قطاع تم اختيار القطاع الأفضل أداء، وكذلك الأمر بالنسبة لاختيار الشركة ذات الأداء الأفضل، وعليه يمكن الاعتماد على ثنائية العائد والمخاطرة (نموذج MEDAF) لاختيار القطاع أو الشركة الأفضل أداء، وعليه فإن الفرضية الأولى صحيحة؛
 - باستخدام نموذج مضاعف الربحية في حساب قيمة سهم شركة النقل بالمغرب، توصلت الدراسة إلى أن سهم الشركة مسعر في السوق المالي بأكبر من قيمته، ومنه فإن سهم الشركة سيكون محل مراجعة، وبالتالي سوف ينخفض سعره مستقبلاً، وبناء عليه يمكن الاعتماد على مدخل التحليل الأساسي (من خلال مضاعف الربحية كمقدر لقيمة السهم بناء على الربحية المتوقعة) لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب عن طريق معرفة وجود فرص للمراجعة. وعند تتبع سعر السهم في المدى القصير من خلال بيانات التداول لشهر جانفي من سنة 2019 (انظر الملحق 9) نلاحظ أن سعر سهم الشركة تراجع إلى 815 درهم، أي أنه عاد إلى سعره التوازني تقريباً بناء على ربحية السهم المتوقعة، ومنه فإن الفرضية الثانية صحيحة؛
 - أعطى استخدام المؤشرات الفنية للتحليل الفني خاصة المتوسطات المتحركة الأسية ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة إشارات بيع وإشارات شراء واضحة للمستثمر تحدد له التوقيت المناسب للاستثمار، وبالتالي يمكن القول أنه يمكن الاعتماد على مدخل التحليل الفني لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب عن طريق التنبؤ بالتوقيت المناسب للاستثمار، ومنه فإن الفرضية الثالثة صحيحة؛
 - من خلال استخدام مدخل التحليل الأساسي توصلت هذه الدراسة إلى أن سهم الشركة مسعر بأكبر من قيمته وسوف ينخفض سعره مستقبلاً، لكن السؤال المطروح: متى سينخفض السعر؟ هنا يعجز التحليل الأساسي عن إيجاد إجابة لهذا السؤال، والذي يجيب عليه التحليل الفني من خلال المؤشرات الفنية المتنوعة، حيث وباستخدام المتوسطات المتحركة الأسية ومؤشر تقارب/تباعد المتوسطات المتحركة تم تحديد اتجاه سعر سهم الشركة وكذلك إشارات الشراء والبيع المهمة، ومنه يمكن القول أن هناك تكامل بين مدخلي التحليل الأساسي والتحليل الفني لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وتحديد التوقيت المناسب لذلك، ومنه فإن الفرضية الرابعة صحيحة.

بناء على كل ما سبق يمكن القول أن للتحليل الأساسي والتحليل الفني فاعلية كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب ببورصة الدار البيضاء، إلا أنه وحسب النتائج المتوصل إليها نجد أن للتحليل الفني فاعلية كبيرة على المدى القصير، حيث يمكن للمستثمر أن يستفيد من الفروق السعرية للسهم، وهذا ما يناسب المستثمر المضارب، وأما التحليل الأساسي فله فاعلية كبيرة على

المدى الطويل، حيث يمكن للمستثمر أن يختار الشركات ذات الأداء الجيد وتقييم أسهمها لاتخاذ القرار الاستثماري ببيعها أو شرائها، وهذا ما يناسب المستثمر الذي يبني محافظ الدخل ويشترى الأوراق المالية بنية الاحتفاظ بها.

ثانيا- توصيات الدراسة :

- من أهم التوصيات التي يمكن تقديمها للمستثمر بالسوق المالي سواء كان فردا أو مؤسسة هي :
- على المستثمر التحكم الجيد في أدوات وتقنيات التحليل الأساسي والتحليل الفني وتفسير نتائجها بشكل صحيح، لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب؛
- عند استخدام مدخل التحليل الأساسي في تقييم الأوراق المالية لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار مدى كفاءة السوق المالي الذي يتداول فيه؛
- عند استخدام مدخل التحليل الفني على المستثمر ألا يعتمد على مؤشر فني واحد فقط، بل عليه استخدام عدة مؤشرات فنية، وهذا لتأكيد النتائج؛
- لاتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وفي الوقت المناسب على المستثمر الجمع بين التحليل الأساسي والتحليل الفني وهذا من أجل تأكيد النتائج المتحصل عليها وتجنب الأخطاء التي قد تقع في كل تحليل والتي من الممكن أن تكبد المستثمر خسائر فادحة قد تضطره للخروج من السوق المالي؛
- أثبتت بعض الدراسات أن الحالة النفسية والعاطفية للمستثمر وميوله وسلوكه تجاه المخاطر كلها عوامل لها تأثير كبير على عملية اتخاذ القرار الاستثماري، وهذا الجانب أغفله التحليل الأساسي باعتماده على ثنائية العائد والمخاطرة فقط وعلى نموذج تقييم الأصول المالية (MEDAF)، وكذلك عجز التحليل الفني على التنبؤ بالسعر في ظل التشوهات والانحرافات الملاحظة في الأسواق المالية، وهذا ما يحتم على الباحثين مناقشة نماذج أخرى لتقييم الأوراق المالية تأخذ نفسية وميول المستثمر بعين الاعتبار كالنظرية المالية السلوكية.

ثالثا- آفاق الدراسة :

- موضوع التحليل الأساسي والتحليل الفني من المواضيع الواسعة والتي لها جوانب تستحق المزيد من الدراسة نذكر منها :
- من جوانب الموضوع التي لم تعطى حقها من الدراسة والبحث - حسب وجهة نظر الباحث- جانب طرق الجمع بين التحليل الأساسي والتحليل الفني عند اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وهذا على افتراض أن المزج بين التحليلين يمكن أن يكون له فوائد إيجابية، حيث أن الجمع بين مزايا التحليل الأساسي والتحليل الفني يعطي للمستثمر خيارات أخرى لبناء استراتيجيات تداول لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب لتحقيق عوائد أعلى وتجنب الخسائر قدر الإمكان؛
- تطبيق نماذج رياضية أخرى لتقييم الأسهم على عينات مختلفة من الأسواق المالية والمقارنة بينها من حيث النتائج وسهولة التطبيق وغيرها من المعايير لتحديد أي منها الأفضل؛
- تعتبر كفاءة الأسواق المالية من العناصر المؤثرة على فاعلية التحليل الأساسي والتحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ولهذا فإن موضوع دراسة مدى تأثير كفاءة الأسواق المالية على نتائج وفاعلية التحليل الأساسي والتحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، يُعد من المواضيع المهمة التي تستحق الدراسة.

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع :

أولاً- المراجع باللغة العربية :

- 1- بنك المغرب، التقرير السنوي لبنك المغرب للسنة المالية 2018، الرباط، 2018.
- 2- بورصة الدار البيضاء، التقرير السنوي لسنة 2016، الدار البيضاء، 2016.
- 3- بورصة الدار البيضاء، التقرير السنوي لسنة 2018، الدار البيضاء، 2018.
- 4- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 5- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 6- صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي إستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، عمان، 2000.
- 7- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 8- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 9- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
- 10- هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008/2007.
- 11- عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2011/2010.
- 12- صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012/2011.
- 13- صفية صديقي، الإستراتيجية المالية (دروس وتطبيقات)، مطبوعة بيداغوجية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2019/2018.
- 14- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية (نشرة فصلية)، العدد 95، أبو ظبي، 2018.
- 15- كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه وحسنيين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العدد 29، بدون تاريخ.
- 16- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999.
- 17- لمياء عماني، عبد الوهاب دادن، إدارة المحافظ المالية دروس وتطبيقات، مطبوعة بيداغوجية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018/2017.
- 18- زينب حسن عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2003.

- 19- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 20- عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2010/2011.
- 21- أحمد مصيبيح، الاستثمار المالي (دراسة حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2001/2002.
- 22- محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، الطبعة الثانية، دار الوراق، عمان، 1999.
- 23- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 2004.
- 24- جون ميرفي، التحليل الفني للأسواق المالية، ترجمة شيماء سليمان، بدون مكان نشر، بدون تاريخ.
- 25- علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 26- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.

ثانيا- المراجع باللغة الأجنبية :

- 1- Achilles Steven B, **Technical Analysis From A To Z**, Equips international, 2003.
- 2- Edwards Robert, Magee John, **Technical Analysis of stock trends**, BN Publishing, USA, 2008.
- 3- Jaques Hamon, **Eugene fama et l'efficience des marchés financiers**, In :Les grands Auteurs en finance, collection dirigée par M. Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.
- 4- John Murphy, **L'analyse technique des marchés financiers**, Traduit del'américain par, P. Stokowski et A. Dublanc, Valor Editions, Hendaye, 2003.

ثالثا- المواقع الالكترونية :

- 1- www.casablanca-bourse.com
- 2- www.ctm.ma
- 3- www.sa.investing.com
- 4- www.zonebourse.com
- 5- www.ruleoneinvesting.com

الملاحق

الملحق 1 : البطاقة التقنية لشركة النقل بالمغرب



FICHE TECHNIQUE

Extraction publiée le: vendredi 10 avril 2020 18:48

Informations sur la société

Raison sociale	CTM
ISIN	MA0000010340
Ticker	CTM
Siège social	Km 13.5 Autoroute de Casa-Rabat. Sidi Bernoussi. Casablanca
Secteur d'activité	Transport
Commissaire aux comptes	Fidaroc Grant Thornton/Ernst&Young
Date de constitution	30/11/1919
Date d'introduction	03/06/1993
Durée de l'Exercice Social	12
Devise de cotation	MAD

Evolution annuelle



Dirigeants

Président Directeur Général	Ezzoubeir ERRHAIMINI
Directeur des Activités Support	Ahmed Réda DOUIHRI
Directeur des Opérations	EI Ghazouani JNINI

Principaux actionnaires au 25/03/2019

RMA WATANYA	49,5247
JOUMMANI GROUP	23,0000
DIVERS ACTIONNAIRES	21,3006
HAKAM ABDELLATIF FINANCE SA	5,0018
INTERFINA	1,1729

Relations investisseurs

Personne(s) à contacter	Ahmed Réda DOUIHRI & Hassan EL HILALI
E-mail	elhilali@ctm.ma
Téléphone	(212) 05 22 76 21 00 (LG)
Fax	(212) 05 22 76 54 28
Site internet	www.ctm.ma

Chiffres clés	2018	2017	2016
Comptes consolidés	Oui	Oui	Oui
Capital social	122 597 800,00	122 597 800,00	122 597 800,00
Capitaux propres	332 840 000,00	321 782 000,00	306 872 000,00
Nombre titres	1 225 978	1 225 978	1 225 978
Chiffre d'Affaires	657 263 000,00	616 796 000,00	600 015 000,00
Résultat d'exploitation	83 893 000,00	74 301 000,00	65 404 000,00
Résultat net	66 227 000,00	70 078 000,00	69 688 000,00
RATIO (Formules de calcul)			
BPA	54,02	57,16	56,84
ROE (en %)	19,90	21,78	22,71
Payout (en %)	87,01	78,73	79,17
Dividend yield (en %)	5,33	5,42	7,39
PER	16,31	14,52	10,71
PBR	3,25	3,16	2,43

المصدر : www.casablanca-bourse.com

الملحق 2 : توزيعات الأرباح في شركة النقل بالمغرب

Année	Dividende Ordinaire	Date de détachement	Date de paiement	Dividende Exceptionnel	Date de détachement	Date de paiement
2018	35,00	18/09/2019	27/09/2019	12,00	18/09/2019	27/09/2019
2017	32,00	19/09/2018	28/09/2018	13,00	19/09/2018	28/09/2018
2016	32,00	19/09/2017	29/09/2017	13,00	19/09/2017	29/09/2017
2015	32,00	23/08/2016	01/09/2016	11,00	23/08/2016	01/09/2016
2014	32,00	19/08/2015	01/09/2015	-	-	-
2013	30,00	19/08/2014	01/09/2014	-	-	-
2012	25,00	22/08/2013	02/09/2013	-	-	-
2011	10,00	23/08/2012	03/09/2012	-	-	-
2010	22,50	23/08/2011	05/09/2011	-	-	-
2009	25,00	22/07/2010	03/08/2010	-	-	-
2008	18,00	27/08/2009	07/09/2009	22,00	27/08/2009	07/09/2009
2007	16,00	19/08/2008	01/09/2008	-	-	-
2006	10,00	03/09/2007	03/09/2007	-	-	-
2005	0,00	-	-	-	-	-
2004	16,00	15/09/2005	15/09/2005	-	-	-
2003	15,00	02/08/2004	02/08/2004	-	-	-
2002	15,00	31/07/2003	31/07/2003	-	-	-

المصدر : www.casablanca-bourse.com

الملحق 3 : توزيعات الأرباح في شركة تيمار

Année	Dividende Ordinaire	Date de détachement	Date de paiement	Dividende Exceptionnel	Date de détachement	Date de paiement
2018	4,00	05/07/2019	16/07/2019	-	-	-
2017	4,00	10/07/2018	19/07/2018	-	-	-
2016	0,00	-	-	-	-	-
2015	0,00	-	-	-	-	-
2014	8,00	24/06/2015	03/07/2015	-	-	-
2013	8,00	11/06/2014	20/06/2014	-	-	-
2012	8,00	11/06/2013	20/06/2013	-	-	-
2011	8,00	31/05/2012	11/06/2012	-	-	-
2010	10,00	30/05/2011	08/06/2011	-	-	-
2009	10,00	08/06/2010	17/06/2010	-	-	-
2008	7,50	08/06/2009	17/06/2009	-	-	-
2007	5,00	30/05/2008	10/06/2008	-	-	-
2006	5,30	09/04/2007	09/04/2007	-	-	-

المصدر : www.casablanca-bourse.com

الملحق 4 : القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنة 2015 و 2016



COMPAGNIE DE TRANSPORTS AU MAROC - CTM
Société anonyme au capital de 122.597.800,00 dirhams
Siège social : Km 13,5 Autoroute Casablanca-Rabat - CASABLANCA
R.C. Casablanca n°30 831

SITUATION PROVISOIRE COMPTES CONSOLIDES AU 31/12/2016

BILAN ACTIF CONSOLIDE DU GROUPE CTM AU 31/12/2016		
Actif en Kdh	31/12/2016	31/12/2015
Actif immobilisé	448 557	422 560
. Ecarts d'acquisition - Actif	0	0
. Immobilisations incorporelles	12 486	8 456
. Immobilisations corporelles	434 286	412 013
. Immobilisations financières	1 785	2 091
. Titres mis en équivalence	0	0
Actif circulant	235 238	214 972
. Stocks et en-cours	7 781	7 011
. Clients et comptes rattachés	193 142	202 056
. Impôt différé Actif	2 203	1 572
. Valeurs mobilières de placement	32 112	4 333
Trésorerie Actif	33 933	17 664
Total Actif	717 728	655 196

BILAN PASSIF CONSOLIDE DU GROUPE CTM AU 31/12/2016		
Passif en Kdh	31/12/2016	31/12/2015
Financement permanent	467 436	438 202
. Capitaux propres	306 872	289 901
. Capitaux propres - part du Groupe	306 861	289 891
. Capital social ou personnel	122 598	122 598
. Primes	42 438	42 438
. Réserves consolidées	72 137	73 597
. Résultat net de l'exercice (part du Groupe)	69 688	51 258
. Intérêts minoritaires	11	10
. IM / Résultat	1	1
. IM / Réserves consolidées	10	9
. Provisions pour risques et charges	3 078	2 677
. Dettes de financement	157 486	145 624
Passif circulant	250 292	216 706
. Fournisseurs et comptes rattachés	93 630	80 549
. Autres dettes	156 662	136 157
. Impôt différé Passif	0	0
. Autres Provisions	0	0
Trésorerie Passif	0	288
Total Passif	717 728	655 196

COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES CONSOLIDE DU GROUPE CTM AU 31/12/2016		
En Kdh	31/12/2016	31/12/2015
Produits d'exploitation	605 487	583 440
. Vente de biens et services produits	600 015	576 833
. Autres produits d'exploitation	2 864	3 104
. Reprise d'exploitation, transferts de charges	2 608	3 503
Charges d'exploitation	540 083	525 476
. Achats consommés de matières et fournitures	155 588	163 970
. Charges externes	97 772	89 747
. Impôts & taxes	8 948	8 512
. Charges du personnel	170 858	162 755
. Autres charges d'exploitation	800	800
. Dotations d'exploitation	106 117	99 692
RESULTAT D'EXPLOITATION	65 404	57 964
. Produits financiers	590	1 288
. Charges financières	8 546	10 188
RESULTAT FINANCIER	(7 956)	(8 900)
RESULTAT COURANT	57 448	49 064
. Produits non courants	55 636	42 262
. Charges non courantes	8 612	13 843
RESULTAT NON COURANT	47 024	28 419
. Impôt sur les sociétés	34 783	26 224
Résultat net des entreprises intégrées	69 689	51 259
. Quote-part dans les résultats des entreprises mises en équivalence	0	0
. Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	0	0
. Reprises sur écarts d'acquisition	0	0
Résultat net de l'ensemble consolidé	69 689	51 259
. Intérêts minoritaires	1	1
Résultat net (part du groupe)	69 688	51 258

TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE DU GROUPE CTM AU 31/12/2016		
En Kdh	31/12/2016	31/12/2015
Capacité d'autofinancement des sociétés intégrées	120 391	109 945
. Résultat net des sociétés intégrées	69 689	51 259
. Dotations d'exploitation	96 606	87 521
. Variation des impôts différés	(631)	(665)
. Plus-values de cessions, nettes d'impôt	45 273	28 170
Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence		
Coût de l'endettement financier net	8 377	9 418
. Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	(41 181)	(20 601)
Flux net de trésorerie généré par l'activité	169 949	139 964
. Acquisition d'immobilisations	(130 814)	(112 058)
. Cessions d'immobilisations, nettes d'impôt	54 080	41 224
. Récupérations sur créances d'immobilisations		
. Prêts & avances consentis	(195)	(271)
. Intérêts financiers versés	(8 377)	(9 418)
Flux net de trésorerie liés aux opérations d'investissement	(85 306)	(80 523)
. Dividendes versés aux actionnaires de la société mère	(52 169)	(39 228)
. Dividendes versés aux minoritaires des sociétés intégrées		
. Augmentation de capital en numéraire		
. Emissions d'emprunts	124 976	15 179
. Remboursements d'emprunts	(113 114)	(61 519)
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	(40 307)	(85 568)
Autres impacts		
. Variation de trésorerie	44 336	(26 127)
. Trésorerie d'ouverture	21 709	47 836
. Trésorerie de clôture	66 045	21 709

Présentation des comptes consolidés

Les comptes sociaux provisoires arrêtés au 31/12/2016 des sociétés entrant dans le périmètre de consolidation ont servi de base à l'établissement des comptes consolidés. Ces comptes consolidés ont été établis suivant les règles et pratiques comptables applicables au Maroc telles que prescrites par le Conseil National de la Comptabilité (CNC).

Périmètre de consolidation

Société	Forme juridique	% d'intérêt et de contrôle	Méthode de consolidation
Compagnie de Transports au Maroc (CTM)	S.A	100,00%	Société consolidante
CTM Messagerie	S.A	99,99%	Intégration globale
CTM Tourisme	S.A	99,87%	Intégration globale
Issal	S.A	99,87%	Intégration globale

ATTESTATION DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

ERNST & YOUNG BARR
37, Boulevard Abdelatif Berthodour
90 000 Casablanca
Maroc

Fidarc Grant Thornton
L'instinct de la croissance
47, rue Abi Ben Abdallah
20 800 Casablanca
Maroc

GROUPE CTM

ATTESTATION D'EXAMEN LIMITE DE LA SITUATION PROVISOIRE CONSOLIDÉE
PERIODE ALLANT DU 1^{er} JANVIER AU 31 DECEMBRE 2016

Nous avons procédé à un examen limité de la situation provisoire de la Compagnie de Transports au Maroc « CTM » et de ses filiales (Groupe CTM) comprenant le bilan et le compte de produits et charges consolidés ainsi que le tableau des flux de trésorerie relatifs à la période allant du 1^{er} janvier au 31 décembre 2016. Cette situation provisoire fait ressortir un montant de capitaux propres consolidés totalisant 655 196 000 Dirhams dont un bénéfice net consolidé de 51 259 000 Dirhams.

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes de la Profession au Maroc. Ces normes requièrent que l'examen limité soit planifié et réalisé en vue d'obtenir une assurance modérée que la situation provisoire du bilan consolidé et du compte de résultat consolidé ne comporte pas d'anomalie significative. Un examen limité comporte essentiellement des entretiens avec le personnel de la société et des vérifications analytiques appliquées aux données financières; il fournit donc un niveau d'assurance moins élevé qu'un audit. Nous n'avons pas effectué un audit et, en conséquence, nous n'exprimons donc pas d'opinion d'audit.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé de faits qui nous laissent penser que les états consolidés, ci-joints, ne donnent pas une image fidèle du résultat des opérations de la période écoulée ainsi que de la situation financière et du patrimoine du Groupe CTM au 31 décembre 2016, conformément aux normes comptables nationales en vigueur.

Casablanca, le 24 mars 2017

Les Commissaires aux Comptes

Hicham DOURI
Associé

FIDAROC GRANT THORNTON
FIDAROC GRANT THORNTON
Membre du Réseau Grant Thornton
Bureau de Casablanca
47, Rue Ben Abdallah, Casablanca, Maroc
Associé

www.ctm.ma

المصدر : www.ctm.ma

الملحق 6 : القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2017 و 2018



COMPAGNIE DE TRANSPORTS AU MAROC - CTM
Société anonyme au capital de 122.597.800,00 dirhams
Siège social : Km 13,5 Autoroute Casablanca-Rabat - CASABLANCA
R.C. Casablanca n°30 831

SITUATION PROVISOIRE COMPTES CONSOLIDES AU 31/12/2018

BILAN ACTIF CONSOLIDE DU GROUPE CTM AU 31/12/2018		
Actif en Kdh	31/12/18	31/12/17
Actif immobilisé	466 338	438 411
- Ecarts d'acquisition - Actif	0	0
- Immobilisations incorporelles	10 833	12 634
- Immobilisations corporelles	454 152	424 330
- Immobilisations financières	1 353	1 447
- Titres mis en équivalence	0	0
Actif circulant	242 616	229 426
- Stocks et en-cours	8 772	7 873
- Clients et comptes rattachés	204 005	203 066
- Impôt différé - Actif	3 816	2 716
- Valeurs mobilières de placement	26 023	15 771
Trésorerie - Actif	26 214	21 494
Total Actif	735 168	689 331

BILAN PASSIF CONSOLIDE DU GROUPE CTM AU 31/12/2018		
Passif en Kdh	31/12/18	31/12/17
Financement permanent	486 327	454 848
- Capitaux propres	332 840	321 782
- Capitaux propres - part du Groupe	332 827	321 769
- Capital social ou personnel	122 598	122 598
- Primes	42 438	42 438
- Réserves consolidées	101 564	86 656
- Résultat net de l'exercice (part du Groupe)	66 227	70 078
- Intérêts minoritaires	13	12
- IM / Résultat	1	1
- IM / Réserves consolidées	12	11
- Provisions pour risques et charges	3 063	2 699
- Dettes de financement	150 424	130 367
Passif circulant	248 841	234 483
- Fournisseurs et comptes rattachés	104 049	87 361
- Autres dettes	144 792	147 122
- Impôt différé - Passif	0	0
- Autres Provisions	0	0
Trésorerie - Passif	0	0
Total Passif	735 168	689 331

COMPTE DE PRODUITS ET CHARGES CONSOLIDE DU GROUPE CTM AU 31/12/2018		
En Kdh	31/12/18	31/12/17
Produits d'exploitation	664 232	624 264
- Vente de biens et services produits	657 263	616 796
- Autres produits d'exploitation	3 056	2 956
- Reprise d'exploitation, transferts de charges	3 913	4 512
Charges d'exploitation	580 339	549 963
- Achats consommés de matières et fournitures	178 354	162 604
- Charges externes	96 087	92 143
- Impôts & taxes	8 984	8 478
- Charges du personnel	181 413	176 080
- Autres charges d'exploitation	1 400	940
- Dotations d'exploitation	114 101	109 718
RESULTAT D'EXPLOITATION	83 893	74 301
- Produits financiers	565	743
- Charges financières	6 304	7 045
RESULTAT FINANCIER	(5 739)	(6 302)
RESULTAT COURANT	78 154	67 999
- Produits non courants	50 864	46 136
- Charges non courantes	32 147	9 208
RESULTAT NON COURANT	18 717	36 928
- Impôt sur les sociétés	30 643	34 848
Résultat net des entreprises intégrées	66 228	70 079
- Quote-part dans les résultats des entreprises mises en équivalence	0	0
- Dotations aux amortissements des écarts d'acquisition	0	0
- Reprises sur écarts d'acquisition	0	0
Résultat net de l'ensemble consolidé	66 228	70 079
- Intérêts minoritaires	1	1
Résultat net (part du groupe)	66 227	70 078

TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE DU GROUPE CTM AU 31/12/2018		
En Kdh	31/12/18	31/12/17
Capacité d'autofinancement des sociétés intégrées	159 690	137 255
- Résultat net des sociétés intégrées	66 228	70 079
- Dotations d'exploitation	86 612	93 421
- Variation des impôts différés	(1 100)	(513)
- Plus-values de cessions, nettes d'impôt	(7 950)	25 732
- Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	0	0
- Coût de l'endettement financier net	6 191	6 640
- Variation du besoin en fonds de roulement lié à l'activité	(11 946)	26 399
Flux net de trésorerie généré par l'activité	177 827	117 496
- Acquisition d'immobilisations	(171 596)	(96 165)
- Cessions d'immobilisations, nettes d'impôt	49 616	38 392
- Récupérations sur créances d'immobilisations	0	0
- Prêts & avances consentis	(145)	(149)
- Intérêts financiers versés	(6 191)	(6 640)
Flux net de trésorerie liés aux opérations d'investissement	(128 316)	(64 562)
- Dividendes versés aux actionnaires de la société mère	(54 596)	(54 595)
- Dividendes versés aux minoritaires des sociétés intégrées	0	0
- Augmentation de capital en numéraire	0	0
- Emissions d'emprunts	64 973	27 510
- Remboursements d'emprunts	(44 916)	(54 629)
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement	(34 539)	(81 714)
- Autres impacts	0	0
Variation de trésorerie	14 972	(28 780)
- Trésorerie d'ouverture	37 265	66 045
- Trésorerie de clôture	52 237	37 265

Présentation des comptes consolidés

Les comptes sociaux provisoires arrêtés au 31/12/2018 des sociétés entrant dans le périmètre de consolidation ont servi de base à l'établissement des comptes consolidés. Ces comptes consolidés ont été établis suivant les règles et pratiques comptables applicables au Maroc telles que prescrites par le Conseil National de la Comptabilité (CNC).

Périmètre de consolidation

Société	Forme juridique	% d'intérêt et de contrôle	Méthode de consolidation
Compagnie de Transports au Maroc	S.A	100,00%	Société consolidante
CTM Messagerie	S.A	99,99%	Intégration globale
CTM Tourisme	S.A	99,87%	Intégration globale
Issal	S.A	99,87%	Intégration globale

ATTESTATION DES COMMISSAIRES AUX COMPTES

ERNST & YOUNG SARL
37, Boulevard Anouar Ben Koubaou
20 000 Casablanca
Maroc

Grant Thornton
L'instinct de la croissance
47, rue Abai Ben Abdallah
20 000 Casablanca
Maroc

GROUPE CTM

ATTESTATION D'EXAMEN LIMITE DE LA SITUATION PROVISOIRE CONSOLIDÉE
PERIODE ALLANT DU 1^{er} JANVIER AU 31 DECEMBRE 2018

Nous avons procédé à un examen limité de la situation provisoire de la Compagnie de Transports au Maroc « CTM » et de ses filiales (Groupe CTM) comprenant le bilan et le compte de produits et charges consolidés ainsi que le tableau des flux de trésorerie relatifs à la période allant du 1^{er} janvier au 31 décembre 2018. Cette situation provisoire fait ressortir un montant de capitaux propres consolidés totalisant KMAD 332.840 dont un bénéfice net consolidé de KMAD 66.227.

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes de la Profession au Maroc. Ces normes requièrent que l'examen limité soit planifié et réalisé en vue d'obtenir une assurance modérée que la situation provisoire du bilan consolidé et du compte de résultat consolidé ne comporte pas d'anomalie significative. Un examen limité comporte essentiellement des entretiens avec le personnel de la société et des vérifications analytiques appliquées aux données financières; il fournit donc un niveau d'assurance moins élevé qu'un audit. Nous n'avons pas effectué un audit et, en conséquence, nous n'exprimons donc pas d'opinion d'audit.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé de faits qui nous laissent penser que les états consolidés, ci-joints, ne donnent pas une image fidèle du résultat des opérations de la période écoulée ainsi que de la situation financière et du patrimoine du Groupe CTM au 31 décembre 2018, conformément aux normes comptables nationales en vigueur.

Casablanca, le 26 mars 2019

Les Commissaires aux Comptes

ERNST & YOUNG
Associé
37, Boulevard Anouar Ben Koubaou
CASABLANCA
Tél : +33 5 22 55 79 00 Fax : +33 5 22 55 87 57

FIDAROC GRANT THORNTON
Associé
47, rue Abai Ben Abdallah
20 000 Casablanca
Maroc

الملحق 7 : الحسابات الاجتماعية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2017 و 2018



COMPAGNIE DE TRANSPORTS AU MAROC - CTM
 Société anonyme au capital de 122.597.800,00 dirhams
 Siège social : Km 13,5 Autoroute Casablanca-Rabat - CASABLANCA
 R.C. Casablanca n°30 831

SITUATION PROVISOIRE COMPTES SOCIAUX AU 31/12/2018

BILAN ACTIF-MODELE NORMAL EN DH	BILAN ACTIF CTM SA AU 31/12/2018		Exercice clos le: 31/12/2018	
	EXERCICE AU 31/12/2018		EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017	
	BRUT	AMORTISSEMENT ET PROVISIONS	NET	NET
IMMOBILISATION EN NON VALEURS A	1 704 747,40	1 562 424,80	642 322,80	250 074,00
Frais préliminaires	0,00	0,00	0,00	0,00
Charges à répartir sur plusieurs exercices	1 704 747,40	1 062 424,80	642 322,80	250 074,00
A Primes de remboursement des obligations	0,00	0,00	0,00	0,00
IMMOBILISATIONS INCORPORELLES B	20 894 860,00	12 320 535,59	8 574 324,50	9 418 284,33
T Immobilisation en recherche et développement	0,00	0,00	0,00	0,00
I Brevets, marques, droits et valeurs similaires	14 002 083,13	12 320 535,59	1 681 547,54	1 146 569,72
F Fonds commercial	2 000 000,00	0,00	1 200 000,00	1 200 000,00
Autres immobilisations incorporelles	4 892 776,96	0,00	5 992 776,96	7 071 714,61
IMMOBILISATIONS CORPORELLES C	37 807 883,81	456 802 264,43	372 024 380,62	353 828 882,80
M Terrains	66 481 496,07	0,00	66 481 496,07	65 981 496,07
M Constructions	223 937 078,76	148 779 714,57	75 157 364,19	80 161 738,34
D Installations techniques, matériel et outillage	12 874 696,77	10 574 705,36	2 299 990,91	2 301 613,24
M Matériel de transport	494 922 012,89	271 198 453,73	223 723 559,16	197 200 532,53
I Mobilier, matériel de bureau et aménagements divers	31 407 719,36	26 059 591,76	5 348 127,60	5 077 805,99
L Autres immobilisations corporelles	286 625,85	199 798,86	86 826,99	102 671,54
I Immobilisations corporelles en cours	2 296 484,24	0,00	2 296 484,24	1 521 924,24
IMMOBILISATIONS FINANCIERES D	5 511 869,81	2 252 610,61	3 259 259,20	5 298 302,80
E Prêt Immobilisé	324 534,30	324 534,30	61 146,76	129 398,36
Autres créances financières	603 519,64	147 119,64	136 400,00	121 400,00
Titres de participation	54 183 700,00	2 104 325,00	52 079 375,00	52 079 375,00
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
ECARTS DE CONVERSION-ACTIF E	0,00	0,00	0,00	0,00
Diminution des créances immobilisées	0,00	0,00	0,00	0,00
Augmentation des dettes financières	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL (I+A+B+C+D+E)	109 917 475,57	473 020 035,33	436 897 440,22	414 346 204,4
STOCKS F	8 614 700,95	824 818,73	7 789 882,22	7 168 730,43
M Marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
A Matières et fournitures consommables	8 614 700,95	824 818,73	7 789 882,22	7 168 730,43
C Produits en cours	0,00	0,00	0,00	0,00
T Produits intermédiaires et résiduel	0,00	0,00	0,00	0,00
I Produits finis	0,00	0,00	0,00	0,00
CRÉANCES DE L'ACTIF CIRCULANT G	192 094 181,98	20 486 595,15	171 607 586,83	168 804 082,55
F Fournisseurs débiteurs, avances et acomptes	2 474 897,21	2 474 897,21	2 474 897,21	472 224,86
C Clients et comptes rattachés	157 027 028,82	16 416 717,95	140 610 310,87	129 997 364,46
I Personnel	4 143 141,91	2 284 962,96	1 858 178,95	1 551 864,52
R Etat	16 406 845,16	0,00	16 406 845,16	10 814 692,32
C Comptes d'associés	0,00	0,00	0,00	0,00
U Autres débiteurs	10 884 704,86	1 784 914,24	9 099 790,62	24 949 137,88
L Comptes de régularisation actif	1 147 564,02	0,00	1 147 564,02	1 018 798,51
A TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT H	24 999 571,83	0,00	24 999 571,83	0,00
N ECARTS DE CONVERSION-PASSIF I	5 711,03	0,00	5 711,03	14 050,93
T (E+G+H+I)	125 765 272,49	21 311 413,28	104 453 859,21	173 988 973,36
TOTAL (I+A+B+C+D+E+F+G+H+I)	111 982 246,54	494 331 448,61	541 351 329,43	588 335 177,81
R Chèques et valeurs à encaisser	1 183 174,26	520 510,00	662 664,26	1 734 611,60
E Banques, T.C et C.P	9 636 990,08	0,00	9 636 990,08	5 203 523,53
S Caisse, chèques émis et accédités	942 310,24	0,00	942 310,24	1 760 284,63
O TOTAL III	11 762 474,58	520 510,00	11 241 024,58	8 698 419,76
TOTAL GENERAL (I+II+III)	147 444 425,84	494 851 958,61	652 592 466,61	599 031 541,72

BILAN PASSIF-MODELE NORMAL EN DH	BILAN PASSIF CTM SA AU 31/12/2018		Exercice clos le: 31/12/2018	
	EXERCICE AU 31/12/2018		EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017	
	EXERCICE AU 31/12/2018	EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017	EXERCICE AU 31/12/2018	EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017
CAPITAUX PROPRES				
Capital social ou personnel (1)	122 597 800,00	122 597 800,00	122 597 800,00	122 597 800,00
Moins: actionnaires, capital souscrit non appelé,	0,00	0,00	0,00	0,00
F capital appelé dont versé.....	0,00	0,00	0,00	0,00
I Primes d'émission, de fusion, d'apport	42 437 700,00	42 437 700,00	42 437 700,00	42 437 700,00
N Ecarts de réévaluation	0,00	0,00	0,00	0,00
A Réserve légale	12 259 780,00	12 259 780,00	12 259 780,00	12 259 780,00
N Autres réserves	68 324 083,15	68 324 083,15	68 324 083,15	68 324 083,15
C Report à nouveau (2)	28 884 828,75	19 775 976,08	28 884 828,75	19 775 976,08
E Résultats net en instance d'affectation (2)	0,00	0,00	0,00	0,00
M Résultats net de l'exercice (2)	63 518 648,59	64 277 862,67	63 518 648,59	64 277 862,67
E Total des capitaux propres A	338 022 840,49	329 671 201,90	338 022 840,49	329 671 201,90
N CAPITAUX PROPRES ASSIMILES B	0,00	0,00	0,00	0,00
T Subventions d'investissement	0,00	0,00	0,00	0,00
N Provisions réglementées	0,00	0,00	0,00	0,00
P DETTES DE FINANCEMENT C	117 949 471,76	99 259 899,36	117 949 471,76	99 259 899,36
E Emprunts obligataires	0,00	0,00	0,00	0,00
R Autres dettes de financement	117 949 471,76	99 259 899,36	117 949 471,76	99 259 899,36
REPROVISIONS D'INTERETS POUR RISQUE ET CHARGES D	2 475 024,97	2 054 337,62	2 475 024,97	2 054 337,62
A Provisions pour risques	2 475 024,97	2 054 337,62	2 475 024,97	2 054 337,62
N Provisions pour charges	0,00	0,00	0,00	0,00
E ECARTS DE CONVERSION-PASSIF E	0,00	0,00	0,00	0,00
N Augmentation des créances Immobilisées	0,00	0,00	0,00	0,00
T Diminution des dettes de financement	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL I (A+B+C+D+E)	458 447 337,22	430 987 438,88	458 447 337,22	430 987 438,88
DETTES DU PASSIF CIRCULANT F	188 565 942,89	162 483 889,98	188 565 942,89	162 483 889,98
A Fournisseurs et comptes rattachés	89 347 207,41	70 287 756,08	89 347 207,41	70 287 756,08
S Clients créditeurs, avances et acomptes	921 580,51	4 781 074,43	921 580,51	4 781 074,43
S Personnel	24 178 814,79	23 823 145,95	24 178 814,79	23 823 145,95
I Organismes sociaux	9 459 668,05	8 107 240,82	9 459 668,05	8 107 240,82
F Etat	27 575 380,54	29 058 628,89	27 575 380,54	29 058 628,89
C Comptes d'associés	1 189 538,63	617 373,63	1 189 538,63	617 373,63
I Autres créanciers	12 842 804,90	13 066 047,99	12 842 804,90	13 066 047,99
R Comptes de régularisation-passif	23 050 848,26	12 740 622,19	23 050 848,26	12 740 622,19
AUTRES PROVISIONS POUR RISQUE ET CHARGES G	5 576 870,08	5 534 237,38	5 576 870,08	5 534 237,38
L ECARTS DE CONVERSION-PASSIF H	2 316,42	25 975,51	2 316,42	25 975,51
(Éléments circulants)				
TOTAL II (F+G+H)	194 145 129,39	168 044 102,87	194 145 129,39	168 044 102,87
TRESORERIE PASSIF I	0,00	0,00	0,00	0,00
R Crédits d'escompte	0,00	0,00	0,00	0,00
E Crédits de trésorerie	0,00	0,00	0,00	0,00
S Banques (soldes créditeurs)	0,00	0,00	0,00	0,00
O TOTAL III	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL GENERAL (I+II+III)	652 592 466,61	599 031 541,72	652 592 466,61	599 031 541,72
(1) Capital personnel débiteur				
(2) Bénéficiaire (+), Déficitaire (-)				

COMPTES DE PRODUITS ET CHARGES EN DH (hors taxes)	EXERCICE AU 31/12/2018		EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017	
	EXERCICE AU 31/12/2018		EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017	
	PROPRIETES A L'EXERCICE	CONCERNANT LES EXERCICES PRECEDENTS	TOTAL DE L'EXERCICE AU 31/12/2018	TOTAL DE L'EXERCICE PRECEDENT AU 31/12/2017
PRODUITS D'EXPLOITATION	548 182 629,55	0,00	548 182 629,55	512 282 227,60
E Produits de marchandises (en taxes)	0,00	0,00	0,00	0,00
E Chiffres d'affaires	536 407 402,94	0,00	536 407 402,94	500 051 695,74
Z Variation de stocks de produits (-) (+)	0,00	0,00	0,00	0,00
E Immobilisations produites par l'entreprise pour elle-même	0,00	0,00	0,00	0,00
D Subventions d'exploitation	0,00	0,00	0,00	0,00
I Autres produits d'exploitation	3 095 580,56	0,00	3 095 580,56	2 954 906,97
T Reprises d'exploitation; transferts de charges	8 519 978,83	0,00	8 519 978,83	8 902 700,95
PRODUITS FINANCIERS (I+J)	52 818 670,81	0,00	52 818 670,81	51 827 872,80
CHARGES D'EXPLOITATION	473 374 428,41	0,00	473 374 428,41	446 021 833,92
A Achats (en taxes) (2) de marchandises	0,00	0,00	0,00	0,00
N Achats consommés (2) de matières et fournitures	161 355 822,88	0,00	161 355 822,88	147 091 096,48
N Autres charges externes	74 755 547,23	0,00	74 755 547,23	70 024 286,28
Impôts et taxes	6 819 801,87	0,00	6 819 801,87	6 996 819,28
Charges de personnel	128 959 052,02	0,00	128 959 052,02	124 938 874,72
Autres charges d'exploitation	1 200 000,00	0,00	1 200 000,00	800 000,00
Dotation d'exploitation	100 683 640,41	0,00	100 683 640,41	94 819 255,76
TOTAL II	473 374 428,41	0,00	473 374 428,41	446 021 833,92
PRODUITS FINANCIERS (I+J)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
CHARGES FINANCIERES (K+L)	0,00	0,00	0,00	0,00
CHARGES NON COURANTES (M+N)	0,00	0,00	0,00	0,00
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,00	117 896,15	166 933,87
RESULTAT FINANCIER (I+J+K)	3 288 249,47	0,00	3 288 249,47	241 480,19
RESULTAT COURANT (I+J+K+L+M+N)	117 896,15	0,0		

الملحق 8 : مؤشرات مالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2018 و 2019



COMPAGNIE DE TRANSPORTS AU MAROC - CTM
Société anonyme au capital de 122.597.800,00 dirhams
Siège social : Km 13,5 Autoroute Casablanca-Rabat - CASABLANCA
R.C. Casablanca n°30 831

COMMUNICATION FINANCIERE

Activité et Résultats au 31 Décembre 2019

Le Conseil d'Administration de la Compagnie de Transports au Maroc (CTM SA), réuni le 20 Mars 2020 a examiné les activités du Groupe au terme de l'exercice 2019 et a arrêté les comptes y afférents.



Etant donné le contexte actuel, et dans un souci de préservation de la trésorerie, Le Conseil d'Administration a décidé de proposer à l'Assemblée Générale Ordinaire de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'exercice 2019.

Perspectives

Le groupe CTM continuera de suivre de près l'évolution de la situation actuelle pour mener tous les ajustements nécessaires dictés par ledit contexte. Les fondamentaux du Groupe qui reposent sur son capital humain et sa solide situation financière constituent un atout majeur dans ce sens.

www.ctm.ma
Communication financière
Tél : (+212) 5 22 76 21 08

المصدر : www.ctm.ma

الملحق 9 : أسعار سهم شركة النقل بالمغرب لشهر جانفي من سنة 2019

Séance	COURS_CLOTURE	COURS_AJUSTE	EVOLUTION	QUANTITE_ECHANGE	VOLUME
02/01/2019	881	881	0	0	0
03/01/2019	903	903	2,5	4	3612
04/01/2019	903	903	0	0	0
07/01/2019	900	900	-0,33	3	2702,9
08/01/2019	900	900	0	0	0
09/01/2019	900	900	0	7	6300
10/01/2019	900	900	0	0	0
14/01/2019	870	870	-3,33	17	14891,8
15/01/2019	822	822	-5,52	20	16440
16/01/2019	815	815	-0,85	8	6520
17/01/2019	815	815	0	0	0
18/01/2019	815	815	0	0	0
21/01/2019	815	815	0	0	0
22/01/2019	870	870	6,75	673	585510
23/01/2019	870	870	0	0	0
24/01/2019	821	821	-5,63	2	1642
25/01/2019	831	831	1,22	7	5817
28/01/2019	831	831	0	0	0
29/01/2019	831	831	0	0	0
30/01/2019	900	900	8,3	165	139202,9
31/01/2019	900	900	0	0	0

المصدر : www.casablanca-bourse.com

الملحق 10 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2013

الرقم	القطاعات (s)	معدل العائد (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	البنك	%0,016	%0,685	0,786
2	الاتصالات	%-0,032	%1,275	1,228
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,036	%1,093	0,324
4	البناء ومواد البناء	%-0,006	%1,661	1,643
5	التأمينات	%-0,021	%1,272	0,689
6	التجهيز الإلكتروني والكهربائي	%-0,096	%2,581	0,051
7	الترفيه والفندقة	%0,251	%2,675	0,574
8	الحراجة والورق	%-0,143	%2,508	0,351
9	الخدمات للجماعات	%0,124	%2,047	0,479
10	الصناعة الصيدلانية	%0,007	%1,416	0,309
11	الكهرباء	%0,062	%0,314	-0,119
12	الكيمياء	%0,049	%1,645	0,140
13	المشاركة والترويج العقاري	%-0,028	%1,539	1,688
14	المشروبات	%0,022	%1,384	-0,207
15	المناجم	%-0,043	%1,731	1,152
16	الموزعون	%0,056	%1,262	0,438
17	النفط والغاز	%-0,024	%1,259	0,574
18	النقل	%0,049	%1,941	0,287
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%-0,014	%2,399	0,432
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%-0,007	%1,113	0,217
21	شركات المساهمة	%0,007	%2,419	1,010
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%0,049	%0,850	0,119
23	خدمات النقل ¹	/	/	/
24	شركات الاستثمار العقاري ²	/	/	/

المصدر : من إعداد الطالب

¹ - أستاذت قطاع خدمات النقل في سنة 2016 بعد إدراج شركة استغلال الموانئ (مرسى المغرب) بالبورصة.
² - أستاذت قطاع شركات الاستثمار العقاري في سنة 2018 بعد إدراج شركة Immorente Invest بالبورصة.

الملحق 11 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2014

الرقم	القطاعات (s)	معدل العائد (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	البنك	%0,038	%0,562	0,932
2	الاتصالات	%0,073	%0,884	1,099
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,058	%1,148	0,568
4	البناء ومواد البناء	%0,083	%1,188	1,602
5	التأمينات	%0,053	%1,426	1,295
6	التجهيز الالكتروني والكهربائي	%0,103	%2,462	-0,109
7	الترفيه والفندقة	%0,166	%2,183	0,643
8	الحراجه والورق	%0,193	%3,152	-0,248
9	الخدمات للجماعات	%0,074	%2,059	0,595
10	الصناعة الصيدلية	%0,019	%1,088	0,449
11	الكهرباء	%-0,011	%1,639	0,296
12	الكيمياء	%0,122	%1,695	0,001
13	المشاركة والترويج العقاري	%-0,129	%1,075	0,945
14	المشروبات	%0,018	%0,937	-0,008
15	المناجم	%-0,063	%1,130	0,977
16	الموزعون	%0,003	%1,152	0,566
17	النفط والغاز	%0,023	%1,351	1,208
18	النقل	%0,171	%1,568	-0,023
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%0,166	%2,004	0,574
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%-0,039	%0,942	0,019
21	شركات المساهمة	%-0,015	%1,995	1,219
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%-0,028	%0,832	0,240
23	خدمات النقل	/	/	/
24	شركات الاستثمار العقاري	/	/	/

المصدر : من إعداد الطالب

الملحق 12 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2015

الرقم	القطاعات (s)	معدل العائد (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	البنك	%-0,009	%0,676	0,999
2	الاتصالات	%-0,003	%0,932	0,985
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,022	%1,157	0,458
4	البناء ومواد البناء	%-0,007	%1,431	1,821
5	التأمينات	%-0,031	%1,464	1,012
6	التجهيز الإلكتروني والكهربائي	%-0,051	%2,594	0,137
7	الترفيه والفندقة	%-0,309	%2,690	0,730
8	الحراجه والورق	%-0,248	%3,207	0,179
9	الخدمات للجماعات	%0,062	%1,531	0,690
10	الصناعة الصيدلية	%-0,020	%0,823	0,181
11	الكهرباء	%0,128	%1,259	0,483
12	الكيمياء	%-0,346	%2,603	0,241
13	المشاركة والترويج العقاري	%-0,237	%1,382	0,956
14	المشروبات	%0,008	%1,399	0,424
15	المناجم	%-0,097	%1,514	0,583
16	الموزعون	%0,007	%1,300	0,333
17	النفط والغاز	%-0,005	%1,380	0,635
18	النقل	%0,088	%1,415	0,267
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%-0,219	%1,723	0,465
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%-0,048	%0,857	0,226
21	شركات المساهمة	%-0,134	%2,342	0,965
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%0,010	%0,848	0,349
23	خدمات النقل	/	/	/
24	شركات الاستثمار العقاري	/	/	/

المصدر : من إعداد الطالب

الملحق 13 : معدل العائد والمخاطرة للقطاعات سنة 2016

الرقم	القطاعات (s)	معدل العائد (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	البنك	%0,071	%0,718	0,913
2	الاتصالات	%0,100	%0,827	0,923
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,159	%1,104	0,265
4	البناء ومواد البناء	%0,157	%1,468	1,663
5	التأمينات	%0,116	%1,323	0,740
6	التجهيز الإلكتروني والكهربائي	%0,046	%2,200	-0,189
7	الترفيه والفندقة	%0,047	%2,727	0,114
8	الحراجه والورق	%0,324	%3,683	-0,249
9	الخدمات للجماعات	%0,120	%2,196	1,145
10	الصناعة الصيدلية	%0,032	%1,258	0,058
11	الكهرباء	%0,138	%1,632	0,795
12	الكيمياء	%0,293	%2,868	0,617
13	المشاركة والترويج العقاري	%0,235	%1,700	1,330
14	المشروبات	%0,069	%1,609	0,379
15	المناجم	%0,129	%1,980	1,119
16	الموزعون	%0,069	%1,137	0,229
17	النفط والغاز	%0,173	%1,569	0,741
18	النقل	%0,122	%1,499	0,210
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%0,012	%1,955	0,167
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%0,045	%0,861	0,044
21	شركات المساهمة	%0,180	%2,539	0,900
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%0,178	%1,221	0,911
23	خدمات النقل	%0,452	%1,494	0,917
24	شركات الاستثمار العقاري	/	/	/

المصدر : من إعداد الطالب

الملحق 14 : معدل العائد والمخاطرة للقطاعات سنة 2017

الرقم	القطاعات (s)	معدل العائد (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	البنك	%0,041	%0,829	0,969
2	الاتصالات	%-0,020	%0,788	0,758
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,179	%1,286	0,425
4	البناء ومواد البناء	%-0,017	%1,703	1,675
5	التأمينات	%0,065	%1,518	0,662
6	التجهيز الإلكتروني والكهربائي	%-0,023	%1,837	-0,265
7	الترفيه والفندقة	%0,128	%3,072	0,785
8	الحراجة والورق	%0,187	%3,933	1,279
9	الخدمات للجماعات	%0,085	%2,462	0,803
10	الصناعة الصيدلانية	%0,094	%1,282	0,017
11	الكهرباء	%0,076	%1,443	0,669
12	الكيمياء	%0,517	%3,322	1,627
13	المشاركة والترويج العقاري	%-0,048	%1,655	1,595
14	المشروبات	%0,077	%1,223	0,392
15	المناجم	%0,142	%1,428	0,769
16	الموزعون	%0,036	%1,125	0,371
17	النفط والغاز	%0,102	%1,439	0,826
18	النقل	%0,110	%1,635	0,081
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%0,010	%1,869	0,262
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%0,028	%0,881	0,098
21	شركات المساهمة	%0,070	%1,526	0,776
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%0,102	%1,152	0,956
23	خدمات النقل	%0,137	%1,528	1,042
24	شركات الاستثمار العقاري	/	/	/

المصدر : من إعداد الطالب

الملحق 15 : معدل العائد والمخاطرة للقطاعات سنة 2018

الرقم	القطاعات (s)	معدل العائد (RS)	الانحراف المعياري (δ)	معامل بيتا (β)
1	الأبنك	%-0,029	%0,717	1,101
2	الاتصالات	%0,025	%0,754	0,636
3	الأجهزة البرمجيات والخدمات	%0,059	%1,241	0,578
4	البناء ومواد البناء	%-0,028	%1,286	1,539
5	التأمينات	%-0,051	%1,587	0,993
6	التجهيز الالكتروني والكهربائي	%0,016	%1,973	-0,246
7	الترفيه والفندقة	%0,096	%2,103	0,831
8	الحراجة والورق	%-0,133	%3,158	0,342
9	الخدمات للجماعات	%-0,069	%2,082	0,415
10	الصناعة الصيدلية	%0,008	%1,157	0,085
11	الكهرباء	%0,002	%1,773	0,683
12	الكيمياء	%-0,074	%2,560	0,714
13	المشاركة والترويج العقاري	%-0,241	%2,059	1,361
14	المشروبات	%-0,012	%1,654	0,665
15	المناجم	%-0,185	%1,436	0,869
16	الموزعون	%0,009	%1,417	0,910
17	النفط والغاز	%-0,096	%1,464	0,631
18	النقل	%0,035	%1,636	-0,245
19	الهندسيات والتجهيزات الصناعية	%-0,181	%1,970	0,178
20	شركات التمويل والخدمات المالية	%-0,004	%1,158	0,512
21	شركات المساهمة	%-0,002	%2,140	0,535
22	صناعة الأغذية الفلاحية	%-0,037	%1,095	0,930
23	خدمات النقل	%0,021	%1,487	1,266
24	شركات الاستثمار العقاري	%0,003	%1,063	0,258

المصدر : من إعداد الطالب

الملحق 16 : ملخص للقوانين المستخدمة في الدراسة التطبيقية

<p>متوسط عوائد السوق : هو المتوسط الحسابي لإجمالي عوائد السوق.</p> $\overline{RM} = \frac{\sum_{i=1}^n RM_i}{N}$	<p>معدل عائد السوق: هو التغير في مؤشر السوق مازي.</p> $RM = \frac{RM_t - RM_{t-1}}{RM_{t-1}}$
<p>متوسط عوائد القطاع : هو المتوسط الحسابي لإجمالي عوائد القطاع.</p> $\overline{RS} = \frac{\sum_{i=1}^n RS_i}{N}$	<p>معدل عائد القطاع : هو التغير في مؤشر القطاع.</p> $RS = \frac{RS_t - RS_{t-1}}{RS_{t-1}}$
<p>متوسط عوائد السهم (A) : هو المتوسط الحسابي لإجمالي العوائد.</p> $\overline{RA} = \frac{\sum_{i=1}^n RA_i}{N}$ <p>كل يحسب بدالة AVERAGE في الإكسل.</p>	<p>معدل عائد السهم (A) : هو التغير في سعر السهم زائد توزيعات الأرباح.</p> $RA = \frac{RA_t - RA_{t-1} + D_t}{RA_{t-1}}$
<p>التباين (δ^2) :</p> $\delta^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \overline{R})^2}{N - 1}$ <p>يحسب بدالة VARP في الإكسل.</p>	<p>الانحراف المعياري (δ) : هو انحراف العوائد عن متوسطها الحسابي، ويستخدم لقياس المخاطر المرتبطة بالعوائد ويعتبر من أدق المقاييس.</p> $\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \overline{R})^2}{N - 1}}$ <p>يحسب بدالة STDEVP في الإكسل.</p>
<p>معامل الاختلاف (CV) : يستخدم لمعرفة مدى تشتت عوائد السهم وللمفاضلة بين السهمين عند تساوي الانحراف المعياري.</p> $CV = \frac{\delta}{R}$	<p>التباين المشترك (COV) : لعوائد السهم مع عوائد السوق ويستخدم في حساب معامل بيتا (β).</p> $COV(RA, RM) = \frac{\sum_{i=1}^n (RA_i - \overline{RA})(RM_i - \overline{RM})}{N}$ <p>يحسب بدالة COVAR في الإكسل ندخل عوائد السوق أولاً ثم ندخل عوائد السهم أو القطاع.</p>
<p>معدل العائد المطلوب (K) : هو العائد المطلوب بناء على أدنى عائد مطلوب زائد علاوة الخطر ويستخدم كمعدل خصم</p> $K = R_f + \beta(RM - R_f)$ <p>R_f: يؤخذ سعر الفائدة على سندات الخزينة الحكومية (لا توجد فيها مخاطرة) كمعدل عائد خالي من الخطر.</p>	<p>معامل بيتا (β) : هو درجة حساسية عوائد السهم أو القطاع لتغيرات عوائد السوق وتمثل المخاطر النظامية.</p> $\beta = \frac{COV(RA, RM)}{\delta_{RM}^2}$ <p>تحسب بدالة SLOPE في الإكسل عوائد السهم أو القطاع هي المتغير التابع Y وعوائد السوق هي المتغير المستقل X.</p>
<p>مضاعف السعر - الربحية (PER) : ويمثل نسبة سعر السهم إلى ربحيته.</p> $PER = \frac{P}{EPS}$	<p>ربحية السهم (EPS) : هو حصة السهم الواحد من الأرباح الصافية ويحسب بقسمة الربح الصافي على عدد الأسهم.</p> $EPS = \frac{R_{net}}{N}$
<p>نموذج مضاعف الربحية لحساب قيمة السهم العادي :</p> $V = \sum_{i=0}^n \frac{(PER)(EPS)}{(1 + K)^n}$ <p>حيث أن K يمثل معدل العائد المطلوب (معدل الخصم).</p>	

المصدر : من إعداد الطالب

الفهرس

الفهرس

III	..... الإهداء
IV	..... الشكر
V	..... الملخص
VI	..... قائمة المحتويات
VII	..... قائمة الجداول
VIII	..... قائمة الأشكال البيانية
IX	..... قائمة الاختصارات والرموز
X	..... قائمة الملاحق
أ	..... مقدمة
1	..... الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للتحليل الأساسي والتحليل الفني
2	..... تمهيد
2	..... المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول التحليل الأساسي والتحليل الفني
2	..... المطلب الأول: الاستثمار في الأوراق المالية
2	..... الفرع الأول: مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية وأدواته ومحدداته
4	..... الفرع الثاني: عائد ومخاطرة الاستثمار في الأوراق المالية
6	..... الفرع الثالث: نظرية كفاءة الأسواق المالية
8	..... المطلب الثاني: التحليل الأساسي
8	..... الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي ومداخله
10	..... الفرع الثاني: مراحل التحليل الأساسي
13	..... الفرع الثالث: تقييم الأوراق المالية
16	..... الفرع الرابع: مزايا وعيوب التحليل الأساسي
17	..... المطلب الثالث: التحليل الفني
17	..... الفرع الأول: مفهوم ومبادئ التحليل الفني
19	..... الفرع الثاني: نظريات التحليل الفني
20	..... الفرع الثالث: أدوات ومؤشرات التحليل الفني
24	..... الفرع الرابع: مزايا وعيوب التحليل الفني
26	..... المبحث الثاني: الدراسات السابقة التي تناولت التحليل الأساسي والتحليل الفني
26	..... المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
26	..... الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
28	..... الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
30	..... المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها
30	..... الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة العربية

31	..... الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
32	..... الفرع الثالث: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
33	..... خلاصة
34	..... الفصل الثاني: استخدام التحليل الأساسي والتحليل الفني لتقييم أسهم الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء..
35	..... تمهيد
35	..... المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة
35	..... المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة
35	..... الفرع الأول : مجتمع الدراسة
40	..... الفرع الثاني : عينة الدراسة
40	..... المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
40	..... الفرع الأول : المنهج المتبع في الدراسة
40	..... الفرع الثاني : الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة
41	..... المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة
41	..... المطلب الأول : التقييم من خلال مدخل التحليل الأساسي
41	..... الفرع الأول : تحليل الاقتصاد المغربي
44	..... الفرع الثاني : تحليل القطاع
49	..... الفرع الثالث : تحليل الشركة
54	..... المطلب الثاني : التقييم من خلال مدخل التحليل الفني
55	..... الفرع الأول : الاتجاه العام
56	..... الفرع الثاني : المتوسطات المتحركة
58	..... الفرع الثالث : المذبذبات
61	..... خلاصة
62	..... خاتمة
65	..... المصادر والمراجع
68	..... الملاحق
69	..... الملحق 1 : البطاقة التقنية لشركة النقل بالمغرب
70	..... الملحق 2 : توزيعات الأرباح في شركة النقل بالمغرب
70	..... الملحق 3 : توزيعات الأرباح في شركة تيمار
71	..... الملحق 4 : القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2015 – 2016
72	..... الملحق 5 : الحسابات الاجتماعية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2015 – 2016
73	..... الملحق 6 : القوائم المالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2017 – 2018
74	..... الملحق 7 : الحسابات الاجتماعية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2017 – 2018
75	..... الملحق 8 : مؤشرات مالية لشركة النقل بالمغرب لسنتي 2018 – 2019

76	الملحق 9 : أسعار سهم شركة النقل بالمغرب لشهر جانفي من سنة 2019
77	الملحق 10 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2013
78	الملحق 11 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2014
79	الملحق 12 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2015
80	الملحق 13 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2016
81	الملحق 14 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2017
82	الملحق 15 : معدل العائد والمخاطر للقطاعات سنة 2018
83	الملحق 16 : ملخص للقوانين المستخدمة في الدراسة التطبيقية
84	الفهرس