



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

جامعة 8 ماي 1945

العلمية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

تخصص: مالية مؤسسة

مذكرة تخرج لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تحت عنوان:

# أثر حجم المؤسسة الاقتصادية على القيمة السوقية للسهم

دراسة حالة لشركة المصافي المدرجة في السوق المالي السعودي خلال سنة

2020-1999

إشراف الأستاذ:

الواعر هشام

إعداد الطلبة:

بوهالي ريان

هناد عبير

السنة الجامعية 2020-2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ

الرَّحِيمِ

{ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا قِيلَ لَكُمْ تَفَسَّحُوا فِي الْمَجَالِسِ  
فَانْفَسِحُوا يَفْسَحِ اللَّهُ لَكُمْ وَإِذَا قِيلَ أَنْشُرُوا فَاَنْشُرُوا يَرْفَعِ اللَّهُ  
الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا  
تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ }

سورة المجادلة الآية 11

## إهداء

### اللهم اجعل خير عمري آخره وخير عملي خواتمه وخير أيامي يوم ألقاك

إن كان الإهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء فأهدي هذا العمل المتواضع إلى

أهديه إلى أحق الناس بالطاعة بعد الله تعالى وروح الرسول الزكية، إلى قرة عيني و أول من رفعت همي وأنارت دربي بالدماء فكانت هي الشمس المشرقة إلى رمز العطاء والتضحية ينبوع الجنان

إلى النور الساطع من دون كل الناس حبيبة الوجود أمي الغالية

إلى من أوصاني ربي به خيرا وعززه الله بالصيبة والوقار ، إلى دافع البيت وسعادته إلى الذي أراه شمعة تضيء كل ألامني الجنون

أبي الحبيب الغالي الذي أحمل اسمه بكل فخر .

إلى من بهم أكبر وعليهم أعتد إلى من يحملون ذكريات طفولتي إلى سدي في الحياة إخوتي الطيبان الغاليان عماد ولينا

إلى كل عائلتي من أعمامي وعماتي وأخوالي وخالاتي وجميع أولادهم و أحبائي "سوهيلة" من صغيرهم إلى كبيرهم، إلى أساتذتي من أول يوم بالجامعة إلى آخره بارك الله فيكم ، إلى أستاذي "الواحر هشام" وأستاذتي "سامية عمر عبده"

وأخيرا إلى زميلتي التي تقاسمت معي مشقة العمل بوهالي ريان

عبر

## إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع الى:

إلى الوالدين الكريمين.....أطال الله في عمرهما،

إلى إخوتي وإخواني ..... حفظهم الله،

إلى كل الأهل والأقارب،

إلى كل الأصدقاء،

إلى كل من علمني ولو حرفاً،

إلى كل طالب علم،

إلى كل من المهمني في كتابة هذه الكلمات،

ريان

## شكر وتقدير

{... ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي....}

بعد الحمد لله والشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل، أتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل الواعظ همام علي إشرافه لهذا العمل وما قدمه لنا من نصح وتوجيه، كما أتقدم بالشكر الخالص للأستاذة عمر محدة علي التوجيهات والتصويبات.

كما أتقدم بشكري الذي ماله نهاية إلى أخواتي سندس نور الهدى فاتن محمد وإبراهيم وسوسن والى لصديقاتي وفاء، نريمان، شميرة، إيمان، آية، مروة، أسماء، روميساء، ابتسام، يسرى، كريمة، زهرة، والصديقين الكريمين رامي بومعزة وشرفية فوضيل الذين ساهموا ولو بكلمة وبدعم لي في إنجاز هذا العمل، ومن مد ليا العون أمينة في إنجازاته المذكرة.

# الفهرس

## الفصل الأول: المؤسسة الاقتصادية وأحجامها

1	تمهيد
2	المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية
2	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها
2	أولا مفهوم المؤسسة الاقتصادية
3	ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية
4	ثالثا: المقاربات المختلفة للمؤسسة
5	المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية وأهدافها
5	أولا وظائف المؤسسة الاقتصادية
6	ثانيا: أهداف المؤسسة الاقتصادية
7	المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية ومستوياتها
7	أولا: تصنيفات المؤسسات الاقتصادية
9	ثانيا: مستويات المؤسسة الاقتصادية
10	المبحث الثاني: شروط الإدراج في السوق المالي وعلاقته بالحجم
10	المطلب الأول: مفهوم حجم المؤسسة الاقتصادية
11	المطلب الثاني: معايير تحديد حجم المؤسسة الاقتصادية
12	أولا: المعايير الكمية
17	ثانيا: المعايير النوعية
18	المطلب الثالث: الإدراج في السوق المالي
18	أولا: مفهوم الإدراج في السوق المالي وخطواته
19	ثانيا: أهمية الإدراج في السوق المالي

20	ثالثا: شروط الإدراج في السوق المالي
22	خلاصة الفصل الأول
	<b>الفصل الثاني: القيمة البورصية ومحدداتها</b>
23	تمهيد
24	المبحث الأول: عموميات حول البورصة
24	المطلب الأول: مفهوم البورصة
24	أولا: نشأة البورصة
25	ثانيا: تعريف البورصة
2	ثالثا: خصائص البورصة
27	المطلب الثاني: أهمية البورصة وموقعها ضمن عمليات الأسواق المالية
27	أولا: أهمية البورصة
28	ثانيا: موقع البورصة ضمن عمليات الأسواق المالية
29	المطلب الثالث: أنواع البورصة وقواعد الإجراءات التعامل فيها
29	أولا: أنواع البورصات
32	ثانيا: قواعد وإجراءات التعامل في البورصة
35	المبحث الثاني: محددات القيمة البورصية (السوقية) للأسهم
35	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الأسهم
35	أولا: تعريف الأسهم
36	ثانيا: خصائص الأسهم
36	ثالثا: أنواع الأسهم
39	المطلب الثاني: مفاهيم حول القيمة وانواعه
39	أولا: مفهوم القيمة
39	ثانيا: الأنواع المختلفة للقيم
40	ثالثا: الفرق بين القيمة والسعر والتكلفة

41	رابعاً: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة
42	المطلب الثالث: تحديد القيمة البورصية (السوقية) والنماذج المستخدمة فيها
42	أولاً: محددات السوقية للسهم والعوامل المؤثرة فيها
46	ثانياً: النماذج المستخدمة في تحديد وقياس القيمة السوقية
49	خلاصة الفصل الثاني
	<b>الفصل الثالث: دراسة حالة البورصة السعودية</b>
50	تمهيد
51	المبحث الأول: التعريف بسوق المال السعودي
51	المطلب الأول: نشأة السوق المال السعودي وأهدافه
51	أولاً: نشأة السوق المال السعودي
52	ثانياً: نشأة السوق المال السعودي
54	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المال السعودي وتطور أدائه
54	أولاً: الهيكل التنظيمي للسوق المال السعودي
55	ثانياً: تأسيس السوق المالية السعودية ومراحل تطوره
57	المطلب الثالث: شركة المصافي المدرجة في بورصة السعودية
67	المبحث الثاني: دراسة مدى تأثير حجم الشركات على أسعار أسهمها
67	المطلب الأول: منهج الدراسة
67	أولاً: تعيين النموذج
68	ثانياً: إختيار النموذج
71	المطلب الثاني: تقدير النماذج ومناقشة النتائج
71	أولاً: متغيرات الدراسة
72	ثانياً: تقدير النموذج
75	خلاصة
76	خاتمة

78

ملخص

79

قائمة المراجع والمصادر

84

الملاحق

# فهرس الأشكال والجداول

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
37	التقسيمات المختلفة للأسهم	(1-1)
51	الهيكل التنظيمي للسوق المالي	(1-3)
67	رسم بياني رسم بياني للانحدار المعياري للقيمة السوقية	(2-3)
68	رسم بياني يوضع القيمة المتوقعة الموحدة للانحدار للقيمة السوقية	(3-3)

## فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
4	معيار العمالة كأساس لتميز المؤسسات وفق لمركز التجارة الدولية	(1-1)
36	الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	(1-2)
42	العوامل الداخلية	(2-2)
43	العوامل الخارجية	(3-2)
66	متغيرات الدراسة لرأس المال	(1-3)
66	إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين المتغيرين (رأس المال) <b>X</b> و (سعر السهم) <b>Y</b>	(2-3)
66	إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين المتغيرين (رأس المال) <b>X</b> و (سعر السهم) <b>Y</b>	(3-3)

# فهرس الملاحق

## جدول الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
84	قيم متغيرات الدراسة لرأس مال السهم	1
85	قيم متغيرات الدراسة للقيمة السوقية للسهم	2
87	رسم بياني للانحدار المعياري للقيمة السوقية	3
88	رسم بياني يوضع القيمة المتوقعة الموحدة للانحدار للقيمة السوقية	4

# المقدمة

|

## مقدمة

تعد عملية الإستثمار من بين العديد من الفعاليات الإقتصادية بأهمية كبيرة كون الإستثمار يمثل العنصر الحيوي والفعال في تحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية، لذلك يلجأ المستثمرين الى المؤسسات الاقتصادية للإستثمار في أوراقها المالية المتوسطة وطويلة الأجل (الأسهم والسندات)، وذلك من أجل تحقيق الأرباح، وتختلف مجالات الإستثمار حسب أهدافها العقارية السياحية الصناعية والاستثمارات الزراعية، حيث يسعى المستثمر لتحقيق عائد مناسب من أجل استمرارية المشروع والدخل والعمل على زيادته لضمان السيولة اللازمة، فيقوم المستثمر بدراسات حول المؤسسات و طريقة عملها، لذلك فتوفير دراسة حول أثر حجم المؤسسة الاقتصادية على قيمة أسهمها تعد ركيزة ودعم للمستثمرين والمكثبين في هذا السوق من خلال تحديد أهمية حجم المؤسسة في عملية الاكتتاب، وبالتالي مساعدتهم بتكوين فكرة حول المؤسسات التي تتمتع بقيمة سوقية أكبر، وهدف المستثمر هنا هو استثمار أمواله لتحقيق عائد أكبر، حيث توجد عوامل عديدة التي تؤثر على أسعار السهم تتمثل في حجم المؤسسة، أرباح المؤسسة والذي يعتبر العامل الأساسي في تأثيره على السعر، الهيكل المالي للمؤسسة.... الى أن من العوامل التي لاتزال غامضة التأثير على أسعار الأسهم نجد حجم المؤسسات بطرق قياسه المختلفة، و أن معظم الدراسات لم تفصل في هذا العامل ولم تعطي له أهمية.

وانطلاقاً من هذا يمكن طرح الإشكالية التالية:

1. **إشكالية الدراسة:** تتأثر قيمة المؤسسة بالعديد من التغيرات المختلفة، والمتعددة سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي، وبناءً على ما سبق ونظراً لأهمية حجم المؤسسة وتأثيره على القيمة السوقية بصفة عامة وعلى قيمة السهم بصفة خاصة، يمكن طرح الإشكال التالي:

**ما مدى تأثير حجم المؤسسة الاقتصادية على القيمة السوقية لأسهمها؟**

انطلاقاً من الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهية مختلف طرق قياس حجم المؤسسات؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية؟

## 2. فرضيات الدراسة:

- لإجابة على إشكالية الدراسة، تم صياغة الفرضيات التالية في شكلها العدمي:
- يوجد تأثير يبين أن لحجم المؤسسة تأثير على قيمة أسهمها.
- لا يوجد تأثير بين حجم المؤسسة على قيمة أسهمها.

## 3. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التأكد من وجود تأثير حجم المؤسسة على القيمة السوقية للسهم وذلك من خلال:

- التعريف بالمؤسسة الاقتصادية ووظائفها وتصنيفها.
- التعريف بحجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي والمعايير المختلفة لتصنيفها.
- التعريف بالبورصة وموقع تداولها، والقيمة السوقية للسهم والنماذج المستخدمة في تحديدها.

## 4. منهج الدراسة:

بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة وتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة وتحديد مدى تأثير حجم المؤسسة الاقتصادية على قيمة السهم، وكذلك للحصول على نتائج دقيقة قمنا بإتباع المنهج الوصفي في عرض الجوانب النظرية للمؤسسة الاقتصادية وحجمها وكذا الأسواق المالية وقيمة أسهمها، كما اتبعنا المنهج الإحصائي في الجانب التطبيقي لدراسة دور حجم المؤسسة على قيمة السهم المدرج في السوق المالي مستخدمين في ذلك طرق حسابية وأدوات قياسية.

## 5. دراسات سابقة:

إن موضوع أثر حجم المؤسسة الاقتصادية على قيمة أسهمها لا يزال قيد البحث بين الاقتصاديين حيث لا توجد أبحاث متخصصة حوله أو نادرة جدا مختلفة، إلا أن هناك بعض البحوث والدراسات تناولت جانبا من جوانب هذا الموضوع نذكر منها :

### 1. دراسة عبد الكريم بوحادرة 2012 أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، حيث تلجأ هذه

الدراسة الى تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي، من أجل محاولة الرفع من كفاءة استغلال الموارد المالية المتوفرة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، وتوصلت هاته الدراسة الى نتائج مختلفة منها عمل المؤسسة على ضمان استقرار توزيعات وهذا من خلال ضمان الاستقرار في تحقيق الأرباح، هذه الأخيرة التي تعد المحرك الأساسي لكافة الأطراف في المؤسسة، وتكون الأرباح المحققة من العوامل المتحكمة في قيمة

المؤسسة، إذ أن المستثمرين غالبا ما يميلون إلى دفع أسعار مرتفعة على أسهم المؤسسات التي تحقق أعلى الأرباح.

2. **دراسة حياة زيد 2014 بعنوان دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم،** حيث هدفت هذه الدراسة إلى: التنبؤ بحركة الأسهم المستقبلية واتخاذ قرار الاستثمار بناء على هذا التوقع، كما أيضا هدفت إلى تقييم الاقتراحات التي يمكن أن تساهم في الارتقاء بعملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم. حيث انطلقت الدراسة من الإشكالية التالية: ما هو دور التحليل الفني في عملية اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم في بعض أسواق المال العربية. واستخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي على عينة كمية ومن أبرز نتائجها أن سوق الأوراق المالية يشكل ركنا هاما من أركان النظام التمويلي يسعى إلى تشجيع تداول الأموال بين الأفراد والجماعات، وأيضا أن للسهم عدة قيم تتمثل أبرزها في القيمة السوقية والاسمية والدفترية.

3. **دراسة أميرة بلقط و حبيبة نخال 2017 بعنوان أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي على عائد السهم،** حيث تهدف هذه الدراسة إلى التأكد بوجود تأثير حجم المؤسسة على عوائد الأسهم المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية، حيث تستمد الدراسة أهميتها من أهمية القرار الاستثماري والذي يقوم به المستثمرين عند المفاضلة بين أسهم المؤسسات على أساس العوائد التي ستحققها مقابل المخاطر التي سيتحملونها وذلك من خلال إتباع نموذج الانحدار الخطي البسيط و اختبارها، وقد توصلت الدراسة الى نتائج أهمها توجد دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وعائد السهم، وجود أثر للحجم على عوائد السهم لصالح المؤسسات كبيرة الحجم وعند إدخال المخاطر النظامية مقاسه بمعامل بيتا، كانت المخاطر في المؤسسات كبيرة الحجم أكبر من المخاطر النظامية في المؤسسات صغيرة الحجم، وهذا يفسر بسبب زيادة في عوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم.

4. **دراسة نورس كاظم عبيد العارضي 2018 بعنوان استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للسهم،** حيث هدفت هذه الدراسة إلى: تحديدي أفضل نموذج من نماذج تسعير الأصول الرأسمالية ملائمة للتطبيق في شركات المساهمة العراقية، وأيضا تسليط الضوء على نماذج التنبؤ الرئيسية التي لها علاقة بقياس القيمة السوقية للسهم. وانطلقت الدراسة من الإشكالية التالية: هل شركات المساهمة العراقية تستخدم نماذج رياضية للتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم، واستخدم الباحث منهجين هما الوصفي والتحليلي على عينة تتمثل في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة 2015 ومن أبرز نتائجها معدل العائد

المطلوب لبعض الشركات أقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة بسبب انخفاض أسهمها، وهذا بدوره لا يعد حافزاً نحو الاستثمار.

## 6. هيكل البحث:

بالنظر إلى الإشكالية والأهداف المرجوة من البحث توجب علينا تقسيمه وتبويبه كالتالي: تناولنا ثلاثة فصول للدراسة، فصلين اتجهنا للجانب النظري للإحاطة الجيدة للموضوع، وإعطاء خلفية جيدة عنه، أما الفصل الثالث فخصصناه لدراسة حالة، أين قمنا باختبار الفرضيات باتباع عدة نماذج وبرامج إحصائية.

الفصل الأول تحت عنوان المؤسسة الاقتصادية وأحجامها، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول يخص المفاهيم الأساسية للمؤسسة الاقتصادية تطرقنا إلى مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها، وظائفها وأهدافها، تصنيفاتها ومستوياتها، والمبحث الثاني يخص شروط الإدراج في البورصة وعلاقتها بالحجم فتناولنا من خلال هذا المبحث مفهوم الإدراج المالي وأهميته وشروطه وعلاقته بالحجم.

أما في الفصل الثاني تحت عنوان القيمة البورصية ومحدداتها، ولذلك ارتأينا في هذا الفصل تناولنا مبحثين تعرضنا في المبحث الأول إلى مفهوم البورصة وخصائصها وأهميتها أنواعها وموقعها ضمن الأسواق المالية وقواعد التعامل فيها والمبحث الثاني التطرق إلى قيمة السهم ومفهومه إضافة إلى القيمة السوقية ومحدداتها.

أما الفصل الثالث والذي تضمن دراسة تطبيقية ليتم تقسيمه أيضاً إلى مبحثين، المبحث الأول تعرضنا إلى مفهوم السوق المالي السعودي أهميته والشركات المدرجة فيه، أما في المبحث الثاني قمنا بدراسة حالة تعرضنا إلى اختبار فرضيات الدراسة وعرض النتائج ومناقشتها.

## 7. صعوبات الدراسة:

- صعوبة اختيار العينات التي تتوفر فيها شروط الدراسة.
- نقص المراجع فيما يخص حجم المؤسسة كمفهوم ومعاييرها.
- الوضع السائد للبلاد الذي لم يتمكن بالتنقل للمكاتب للإلمام بالمراجع أكثر حول الموضوع.
- ندرة الدراسات حول المتغير حجم الشركة وأثره على القيمة السوقية لاسيما باللغة العربية.

## الفصل الأول

المؤسسة الاقتصادية وأحجامها

## تمهيد

شهدت المؤسسات الاقتصادية تغيرات عميقة في عمليات تسييرها ونتاجها وتسويقها، وعمليات أخرى المتعلقة بنشاطها، وذلك ناتج من خلال تغيرات حجم المؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، حيث أصبح يمثل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محرك أساسي في عملية التنمية الاقتصادية ومما يتمتع بخصائص تميزه عن المؤسسات الاقتصادية الأخرى.

حيث قاموا بدراسات مختلفة حول تأثير حجم المؤسسة على عائد السهم وكيفية ادراجه في السوق المالي الى أن الباحثين توصلوا الى انحرافات في سلوك أسعار الأسهم أي أنه يوجد تأثير حجم المؤسسة على عائد السهم.

وسنحاول أن نتطرق في هذا الفصل الذي قسمناه إلى مبحثين إلى مايلي:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية على المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: شروط الإدراج في البورصة وعلاقتها بالحجم

## المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية

## المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها

تعددت تعاريف المؤسسات الاقتصادية من خلال الباحثين والدارسين الى أن تحديد مفهوم واحد وشامل للمؤسسة الاقتصادية أمر في غاية الصعوبة، الى أن المؤسسة الاقتصادية تعتبر المنشأ الأساسي لتكوين الثروة واستثمار الموارد.

## أولاً: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

نجد عدة تعاريف للمؤسسات الاقتصادية من بينها:

- أنها منظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعاً ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المالية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمني ومكاني، كما يعرف شومبتر المؤسسة بأنها: مركز للإبداع ومركز للإنتاج.<sup>1</sup>
- المؤسسة هي عبارة عن فاعل اقتصادي، تتمثل أهدافه في تعظيم الربح، أما متطلباتها واحتياجاتها فتتمثل في القدرات التكنولوجية (الفنية).
- المؤسسة هي عبارة عن خلية اقتصادية، وبشرية، والتي تشكل مركزاً مستقلاً مالياً في صنع القرار، بحيث إدارة ومراقبة هذا المركز تعتمد على شروط تقسيم رأس المال بين الشركاء، وكذلك حسب خصائص كل مؤسسة.<sup>2</sup>

1- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد مؤسسة وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996، ص 25.

2 رائد محمد عبدربه، نظرية المنظمة والمؤسسات، الجندرية للنشر والتوزيع، بدون طبعة، 2013.

- منظمة إنتاجية تهدف إلى إيجاد قيمة سوقية عن طريق عوامل إنتاج معينة، ومن ثم بيعها في السوق من أجل تحقيق ربح مالي.<sup>1</sup>

كذلك يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها: كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي، ولهذا المكان سجلات مستقلة.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق من التعاريف للمؤسسة الاقتصادية نستنتج أنها: كيان متكامل مزودج بين مجموعة من العناصر البشرية متعاملة فيما بينها من جهة وعناصر مادية وأخرى معنوية من جهة ثانية، يتم من خلاله ممارسة نشاط اقتصاد يقصد تحقيق قيمة مضافة ترتبط مع أهداف المؤسسة.

### ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية

من التعاريف السابقة للمؤسسة، يمكن استخلاص الصفات أو الخصائص التالية التي تتصف بها المؤسسة الاقتصادية:

1. للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها.<sup>3</sup>
2. القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.<sup>4</sup>
3. أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية، وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة.
4. التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهدافا معينة تسعى إلى تحقيقها: أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم أعمال معين.

1- سيد عبد النبي محمد، إعادة ابتكار المؤسسات للوصول للتميز، الجزيرة وكالة الصحافة العربية، دار الكتب المصرية، طبعة 2019، ص 29.

2-Ahmed Koudri, économie d'entreprise, enagédition, Algérie, 1999,p11.

3- إسماعيل عرباجي، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996، ص 10-11.

4- عزيز بن سمينة، اقتصاد المؤسسة، الجزء الأول، دار الأيام، الطبعة الأولى، الأردن، 2070، ص 18.

5. ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك أما عن طريق الاعتمادات، وأما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف.

لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستحب لهذه البيئة، فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتفسد أهدافها:

### ثالثا: المقاربات المختلفة للمؤسسة:

من خلال التعاريف السابقة والمختلفة للمؤسسة، فإنه هناك تعدد آراء الباحثين والدارسين حول تعريف المؤسسة وبأنه لا يوجد تعريف موحد وشامل متفق عليه، ومن أجل توضيح ذلك اعتمدنا على ثلاث محاور للمقاربة، وهي:

المؤسسة بصفتها عون اقتصادي - المؤسسة منظمة اجتماعية - المؤسسة كنظام.

- **المؤسسة بصفتها عون اقتصادي<sup>1</sup>:** حسب هذا الاقتراب يمكن تعريف المؤسسة على أنها: المؤسسة تنسق بين عوامل الإنتاج (رأس المال - العمل - الطبيعة) بغية إنتاج سلع أو خدمات موجهة للسوق ومنه الوصول إلى تلبية الاحتياجات (الطلب).
- **المؤسسة منظمة اجتماعية:** حسب هذا الاقتراب يمكن تعريف المؤسسة على أنها: مجموعة من الأفراد يشاركون وينسقون جماعيا في منظمة مهيكلية (داخل تنظيم مهيكل) لإنتاج سلع وخدمات. محور التعريف يركز على منظمة مهيكلية، فالمؤسسة لم تعد ينظر إليها من زاوية ميكانيكية لعملية الإنتاج ولكن كمنظمة اجتماعية، وعليه يتم دراستها من خلال تنظيم السلطات، توزيع المهام، اتخاذ القرار، مواقف وتصرفات الأفراد...
- **المؤسسة كنظام:** حيث تسمح لنا هذه النظرة بإثراء الفهم الحقيقي لسير المؤسسة، يركز مفهوم النظام على تواجد عدة عناصر مرتبطة فيما بينها عن طريق عدة ارتباطات (علاقات)، مع بقاء لبكل منظم و متساند

1-عزيزة بن سمينة، مرجع سبق ذكره، ص16-17.

بغية تحقيق هدف موحد وعليه فان المؤسسة ماهي الا مجموعة من الأنظمة الفرعية المترابطة فيما بينها بالعديد من العلاقات التبادلية (نظام الموارد البشرية، نظام التسويق، النظام المالي، نظام المعلومات...)، فضلا عم ضرورة الامام بجزء مهم من النظام الكلي للمؤسسة وهو البيئة الخارجية للمؤسسة التي تعتبر عنصرا مهما من عناصر النظام.

## المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية وأهدافها

### أولا: وظائف المؤسسة الاقتصادية

يرتبط عمل المؤسسة الاقتصادية مع مجموعة من الوظائف وهي:

1. **الوظيفة المالية:** تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة، فهي لا تقوم بأنشطتها المختلفة والمتنوعة من دون توفر الأموال اللازمة لتمويلها.
- وتعرف الوظيفة المالية على أنها مجموعة من المهام والعمليات التي تسعى في مجموعها للبحث عن الأموال اللازمة للمؤسسة بعد تحديد الحاجات التي تريدها من الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية.
2. **الموارد البشرية:** هي من الوظائف المنتشرة بشكل كبير في المؤسسات الاقتصادية، وتهتم بصياغة الخطط، وكافة الأشياء المتعلقة بإدارة الموارد البشرية في المؤسسة.
3. **التمويل:** هي الوظيفة التي تبدأ منها أغلب النشاطات والعمليات في المؤسسة الاقتصادية، وتحتل هذه الوظيفة أهمية كبيرة في بيئة عمل المؤسسات.<sup>1</sup>
4. **الإنتاج:** من الناحية الاقتصادية، المؤسسة هي عبارة عن توليفة بين مجموعة من العوامل بغية إنتاج وتبادل السلع والخدمات مع أعوان اقتصادية أخرى، يتمثل هدفها في تحويل السلع والخدمات المتاحة لها إلى منتجات موجهة لأعوان الاقتصادية الأخرى، فالنشاط الأساسي للمؤسسة قائم على الإنتاج والتبادل.<sup>2</sup>

1- فرحات غول، الوجيز في اقتصاد مؤسسة، دار الخلدونية للنشر، طبعة 2008، ص 11-13.

2- <http://sadekalii.blogspot.com/2017/05>.

5. **الوظيفة التجارية:** هي عبارة عن العمليات والمهام التي تنفذها المؤسسة الاقتصادية بالاعتماد على الإداريين، والموظفين الذين يساهمون بضمنان حركة المنتجات والمواد، وأغلب الحاجات الخاصة بالمؤسسة الاقتصادية، كالمدخلات والمخرجات.<sup>1</sup>

### ثانيا: أهداف المؤسسة الاقتصادية

يسعى أصحاب المؤسسات الاقتصادية سواء كانت مؤسسات عامة أو خاصة إلى تحقيق أهداف مختلفة ومتنوعة، حسب طبيعة ونشاط المؤسسة، وتبقى هذه الأهداف مترابطة ومتداخلة فيما بينها ويمكن تلخيصها فيما يلي:

1. **الأهداف الاقتصادية:** من الأهداف الاقتصادية التي تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقها: الربح، تحقيق متطلبات المجتمع، عقلنة الإنتاج.<sup>2</sup>
2. **الأهداف الاجتماعية:** تسعى المؤسسة إلى ضمان مستوى مقبول من الأجور للعمال مقابل مجهوداتهم، وكذلك تحقيق علاقات اجتماعية داخلية، تسمح بخلق جو عمل ملائم في الداخل والخارج، وضمان التقارب الاجتماعي داخل المؤسسة بين الأفراد وتحقيق المستوى العالي من المعلومات.<sup>3</sup>
3. **الأهداف الثقافية:** توفير وسائل ترفيهية، تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى، تخصيص أوقات للرياضة.
4. **الأهداف التكنولوجية:** البحث والتنمية، التعاون مع مؤسسات البحث العلمي مثل الجامعات والمؤسسات الاقتصادية الأخرى للقيام بعمليات البحث العلمي لتطوير المؤسسة.
5. **الأهداف البيئية:** وضع أنظمة خاصة للمحافظة على البيئة، وذلك باستخدام آليات لتصفية الغازات المنبعثة من الورشات وتطبيق نظام الأيزو 14000، حيث أصبحت المؤسسات الاقتصادية اليوم ملزمة على المساهمة في تحقيق التنمية المستدامة محليا، وإقليميا، وعالميا.

1- عبود صمويل، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة 1982، الجزائر، ص 30.

2- عمر صخري، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة 5، 2007، ص 39.

3- محمد بن سعيد، دورة حياة المؤسسة الاقتصادية وأثرها على استخدام نظام التكاليف على أساس الأنشطة ABC، مخبر إدارة أعمال المؤسسات، جامعة سيدي بلعباس، ص 56.

## المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسات الاقتصادية ومستوياتها

## أولاً: تصنيفات المؤسسات الاقتصادية

هناك عدة أشكال يمكن أن تأخذها المؤسسات الاقتصادية ومن المفيد التمييز بينها بدلالة بعض المعايير، حتى يتضح لنا تنوع المؤسسات من جهة، وإظهار متطلبات التسيير المختلفة حسب أنماط المؤسسات، ومن المعايير الأكثر استعمالاً في تصنيف المؤسسات الاقتصادية، ما يلي:<sup>1</sup>

- المعيار القانوني.
- معيار الحجم.
- المعيار الاقتصادي (نوع النشاط).

**1. تصنيف المؤسسات حسب معيار القانوني:** يتم تصنيف المؤسسات طبقاً لهذا المعيار إلى صنفين رئيسيين، هما:

- مؤسسات خاصة.
  - مؤسسات عمومية.
- أ. **المؤسسات الخاصة:** قد تكون مؤسسات فردية أو شركات، فالمؤسسات الفردية تنشأ عن شخص واحد هو رب العمل أو صاحب رأس المال، عوامل الإنتاج، بالإضافة إلى عمل الإدارة والتنظيم أحياناً، أما مؤسسات الشركاء فتكون تحت حيازة عدة حاملين لرؤوس الأموال، بحوزتهم شخصية معنوية وذمة خاصة، حيث يتوزع التنظيم والتسيير ورأس المال على أكثر من شخص المؤسسة.
- ب. **المؤسسات العمومية:** في هذا النوع من المؤسسات يكون رأس المال مملوكاً لمجموعة عمومية ممثلة في الدولة أو الجماعات المحلية، كما أن سلطة القرار ترجع إليها، فهي مؤسسات تابعة للقطاع العام (الدولة) وتخضع للتشريعات الخاصة به.<sup>1</sup>

1- فرحات غول ، مرجع سبق ذكره، ص16-17.

2. تصنيف المؤسسات حسب معيار الحجم: يمكن التمييز بين مؤسسات مصغرة، وصغيرة، ومتوسطة، وكبيرة، وعملاقة. أما عن قياس حجم المؤسسات فإنه يتم بناء على عدة عناصر منها: عدد العمال في المؤسسة، حجم رأس المال، حجم القيمة المضافة، وغيرها من العناصر المشابهة.<sup>1</sup> وسوف نتعرض لهذا المعيار في المبحث الثاني.

3. تصنيف المؤسسات حسب المعيار الاقتصادي: قسم الاقتصادي COLIN CLARK النشاطات الاقتصادية إلى ثلاثة قطاعات، وهي:<sup>2</sup>

- **القطاع الأول (Secteur Primaire):** يجمع تلك المؤسسات المتخصصة في الزراعة (الفلاحة) بمختلف أنواعها ومنتجاتها، وتربية المواشي بالإضافة إلى أنشطة الصيد البحري...
- **القطاع الثانوي (Le Secteur Secondaire):** تتمثل في قطاع الصناعة، أي المؤسسات الصناعية، وهي مختلف المؤسسات التي تعمل على تحويل المواد الطبيعية أساسا إلى منتجات قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي أو الوسيط، وتشمل بعض الصناعات المرتبطة بتحويل المواد الزراعية إلى منتجات غذائية وصناعية مختلفة، بالإضافة إلى صناعات تحويل وتكرير المواد الطبيعية من معادن وطاقات وغيرها (الصناعات الاستخراجية).
- **القطاع الثالث (Le Secteur Tertiaire):** يتمثل في المؤسسات الخدمية، أي المؤسسات المنتجة للخدمات (التوزيع، النقل، السياحة، البنوك، التأمين،).

تجدر الإشارة إلى أن قطاع الخدمات يعرف تطورا مذهلا في العقدين الأخيرين، وعليه هناك من يضيف قطاعا رابعا، الذي يتمثل في تلك المؤسسات التي تمنح الخدمات لمؤسسات أخرى: الإعلام الآلي، الأمن، الاستشارة.

### ثانيا: مستويات المؤسسة الاقتصادية:

يختلف عدد مستويات المؤسسة حسب الأنظمة التي تتفرع إليها وحسب أهداف التحليل ويمكن أن تتوزع إلى ثلاثة مستويات أساسية كالتالي:

1- الطاهر قانه، علم الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، دار الخليج، جامعة باتنة ، طبعة 2020، ص75.

2- حروش رفيقة، اقتصاد وتسيير المؤسسة، شركة دار الأمة للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة 2013، ص36.

- **مستوى الاستغلال:** ودوره ضمان استعمال مستمر لعوامل النظام المادي لتحقيق المهام الموكلة اليه من المستوى الأعلى او التسيير، وفي إطار الاستغلال يجب ان يتكيف مع الإطار العام للمؤسسة، ويصحح الانحرافات المؤقتة، و يعمل نظام الاستغلال حسب الوقت الحقيقي، أي في نفس الوتيرة للعملية الإنتاجية والتجارية التي تقوم بمراقبتها.
- **مستوى التسيير:** ودوره يتمثل في التسيير وتحديد الإجراءات المطلوب تنفيذها في مستوى الاستغلال، والتي تكون مناسبة لوسائله ثم مراقبتها في التنفيذ، وعند ظهور عوامل غير مأخوذة في الحسبان تؤثر على نشاط الاستغلال، وان هذا الأخير لا يملك إمكانية كافية لإعادة الحركة الى أصلها، بتدخل نظام التسيير.
- **مستوى الإدارة:** في هذا المستوى يتم تحديد الأهداف طويلة الاجل، تغيير الهياكل، اتخاذ قرارات الاستثمار، ومن جهة أخرى إعادة النظر في نظام الاستغلال في حالة الحاجة لذلك.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: شروط الادراج في السوق المالي وعلاقته بالحجم

لقي مفهوم حجم المؤسسة نقاش وجدل كبير بين الباحثين الاقتصاديين، حيث ولغاية اليوم لم يتفق الباحثون في هذا المجال على تعريف يتفق عليه الجميع، حيث يعتبر عامل رئيسي في تحديد طبيعة العلاقة بين المؤسسة وبيئتها، حيث تعتبر الشركات متعددة الجنسيات أحسن مثال لتقديم فرص للمؤسسة من خلال دور الذي يلعبه حجم المؤسسة على البيئة.

1- عامر حبيبة، دور المؤسسة الاقتصادية في تحقيق التنمية المستدامة في ظل التكتلات الاقتصادية العالمية دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص علوم التسيير، محمد بوضياف، المسيلة 2016-2017، ص 12 .

## المطلب الأول: مفهوم حجم المؤسسة الاقتصادية

لا يوجد تعريف موحد وشامل لحجم المؤسسة حيث يلقي عدة تعريفات من عند الجميع وذلك راجع الى: اختلاف درجة النمو الاقتصادي، اختلاف حجم وطبيعة النشاط الاقتصادي، اختلاف فروع الحجم الاقتصادي.

تعددت معايير تعريف حجم المؤسسة: بعد تعدد وتنوع المعايير التي يعتمد عليها في وضع مفهوم لحجم المؤسسة والتي يستند عليها الاقتصاديون من بين أهم الأسباب علعدم الاتفاق على تعريف واحد و شامل له، فنجد معايير كمية و أخرى نوعية، وكل منها تضم مجموعة مختلفة من المؤشرات كعدد العمال ومعيار رأس المال وحجم المبيعات وغيرها، وهذا يطرح الإشكال في إمكانية امتلاك المؤسسات لاستثمارات ضخمة لكنها عددا قليلا من العمال، وذلك لاعتمادها على التكنولوجيا المتطورة، وبالتالي نجد صعوبة في اختيار المعيار المناسب لتحديد حجمها. وهو ما أنشأ قيودا في تحديد تعريف موحد وشامل.<sup>1</sup>

ومن التعاريف التي قدمت نذكر منها ما يلي:

يعتبر حجم المؤسسة عامل متيح للإنتاج في الخارج.<sup>2</sup>

أن حجم المؤسسة يمكن أن يقاس بطرق مختلفة، باستعمال عدة معايير أهمها: عدد العمال ورقم أعمال السنوي والقيمة المضافة والأرباح المحققة وقيمة التجهيزات الإنتاجية، ولكن المعايير الأكثر استخداما تتمثل في رقم الأعمال، والقيمة المضافة.<sup>3</sup>

## المطلب الثاني: معايير تحديد حجم المؤسسة الاقتصادية

1- شوقي شادلي، أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير

في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، ص46

2- جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع، ص323.

3- رائد محمد عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص98.

أولاً: المعايير الكمية: تعتبر هذه المعايير من المعايير البالغة الأهمية للتمييز بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة من خلال مؤشرات كمية وإحصائية نذكر منها:

1. معيار حجم العمالة: يعتبر هذا المعيار الأكثر شيوعاً واعتماداً على الإطلاق في العديد من الدول، حيث يتم التصنيف الاقتصادي ووضع الحدود الفاصلة بين مختلف أحجامها استناداً على حجم اليد العاملة في المؤسسة، من خلال وضع حد أدنى وحد أعلى لحجم العمالة، للفرقة بين المؤسسات، ووفقاً لهذا المعيار يميز مركز التجارة الدولية بين المؤسسات كما يلي:<sup>1</sup>

جدول رقم (1-1): معيار العمالة كأساس لتمييز المؤسسات وفق لمركز التجارة الدولية:

عدد العمال	المجموعة
10-1	صغير جدا
50-11	صغير
100-51	صغير متوسط
250-101	متوسط
500-251	متوسط كبير
أكثر من 500	كبير جدا

المصدر: عبد الله غالم، سبع حنان، مداخلة بعنوان: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، المنتدى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 5 و6 ماي 2013، ص3.

ومن التصنيفات المشهورة التي تعتمد على هذا المعيار تصنيف "بروتشوهيمنز" فقد صنفا المؤسسات اعتماداً على هذا المعيار إلى أربعة أحجام على النحو التالي:

\_\_مؤسسات أعمال منزلية والحرفيين (متناهية الصغر): وهي التي يعمل بها أقل من عشرة عمال (ما بين واحد إلى تسعة عمال) وتشمل أحياناً الصناعات المنزلية التي تدر دخلاً دون أن يكون لها مقر معين، ولا

1 - عبد الله غالم، سبع حنان، مداخلة بعنوان: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، المنتدى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 5 و6 ماي 2013، ص. 3-4.

يملك الحرفيون أصولاً تذكر لأنهم يعملون بأدوات بسيطة، وعددهم كبير في الدول النامية، وبعضهم يسجل أنشطته ولكن الغالبية منهم غير مسجلة.

— **مؤسسات الأعمال صغيرة الحجم:** وهي التي بها أقل من خمسين عاملاً (ما بين عشرة حتى تسعة وأربعين عاملاً) وصاحب المؤسسة هو صانع القرار الوحيد فيما يتعلق بالجوانب الإدارية، والإنتاجية للمؤسسة ومعظم هذه الأنشطة مسجلة.

— **مؤسسات الأعمال متوسطة الحجم:** وهي التي يعمل بها أقل من مائة عاملاً (ما بين خمسين حتى تسعة وتسعون عاملاً) وتتسم بأن أساليب الإنتاج أحدث قليلاً منها في المؤسسات الصغيرة، وأن الأساليب الإدارية متنوعة، وجميع الأنشطة مسجلة.

— **مؤسسات الأعمال كبيرة الحجم:** وهي التي يعمل بها أكثر من مائة عاملاً. ولكن على الرغم من ذلك فإن هذا المعيار يختلف من دولة لأخرى، ومن سياق تنموي إلى سياق تنموي آخر مختلف.<sup>1</sup>

نستنتج مما تطرقنا إليه سابقاً أنه يوجد العديد من الانتقادات، يؤخذ أن معيار حجم العمالة ليس الركيزة التي تعبر عن حجم الحقيقي للمؤسسة، فهناك على سبيل المثال مؤسسات صغيرة تلجأ إلى صناعات تحتاج رأس مال محدود وعدد كبير من العمال والعكس، لذلك أن معيار حجم العمال ليس المعيار الوحيد لتحديد حجم المؤسسة.

**2. معيار رقم الأعمال:** يعتبر معيار رقم الأعمال من المعايير الحديثة والمهمة لمعرفة قيمة وأهمية المؤسسات وتصنيفها من حيث الحجم، ويستخدم لقياس مستوى نشاط المؤسسة وقدراتها التنافسية، ويستعمل هذا المقياس بصورة كبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، غير أنه تشويه بعض النقائص ولا يعبر بصورة صادقة على حسن أداء المؤسسة نظراً لانه في حالة الارتفاع المتواصل لأسعار السلع المباعة فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع رقم أعمال المؤسسة، فيسود الاعتقاد بأن ذلك نتيجة تطور أداء المؤسسة، ولكن في الواقع فهو ناتج عن ارتفاع أسعار السلع المباعة، ولذلك يلجأ الاقتصاديون عن طريق توضيح الرقم الحقيقي لرقم الأعمال وليس الإسمي، إضافة إلى ذلك يواجه هذا المعيار صعوبة أخرى تكمن في خضوع المبيعات في الكثير من الأحيان إلى الفترات الموسمية، وهذا ما يؤكد لنا بأن هذا المعيار ضروري ولكنه غير كاف.

1- محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد التاسع، ص172.

وعليه فهذا المعيار يتطلب التعديل المستمر وفقا لتغيرات الأسعار ومعدلات التضخم، كما لا يمكن استخدامه للمقارنة سواء بين الدول أو القطاعات المختلفة في نفس الدولة، كما يعاب عليه قلة البيانات المالية الدقيقة الخاصة في ادول النامية، على اعتبار ان المؤسسات تحاول قدر الإمكان التقليل من قيمة المبيعات بهدف التقليل من الضرائب، مما يؤدي إلى عدم القدرة تكوين صورة واضحة عن حجم والإمكانات الحقيقية للمؤسسة.<sup>1</sup>

**3. معيار رأس المال:** يعتبر معيار رأس المال أحد المعايير الأساسية والشائعة في تحديد حجم المؤسسة، لأنه يمثل عنصرا هاما في تحديد الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، ويعد كذلك معيارا أساسيا في العديد من الدول للتمييز بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، على اعتبار أن حجم الاستثمار يعطي صورة عن حجم نشاط المؤسسة كميا، إلا أن هناك صعوبة فيما يتعلق بهذا المعيار والمتمثلة في تحديد المقصود برأس المال، هل هو رأس مال ثابت فقط (الأرض، المباني والآلات...) والذي يعكس حجم طاقة المؤسسة، أم أنه رأس المال المتغير أو العامل (كل العناصر الإنتاجية المتغيرة التي تمول بها المؤسسة أصولها المتداولة من مخزونات ومواد أولية وأجور... الخ) أم أنه رأس المال الكلي من متغير وثابت. وهناك اتجاه يعتمد على استبعاد رأس المال المتغير (العامل) في هذا المعيار، بمعنى الاعتماد على رأس المال الثابت فقط وذلك لاعتبارات عديدة تتمثل أهمها فيما يلي:

- بعض المؤسسات تقل فيها أهمية رأس المال الثابت مقارنة برأس المال المتغير (العامل)، لذلك فإن إضافة رأس المال العامل إلى رأس المال الثابت سوف يخرج هذه المؤسسات من تصنيفها لتصنيف أعلى.

- العناصر المكونة لرأس المال العامل قد تختلف بشكل كبير من مؤسسة إلى أخرى أو من قطاع إلى آخر، وحيث تتوقف على كفاءة وهيكل الإدارة، ومعدل دوران رأس المال، وعوامل أخرى متعددة، ومن ثم فإن هذه العناصر لا تتمتع بالثبات النسبي الكافي الذي يجعلها معيارا في تحديد حجم المؤسسة، ولذلك يفضل استخدام رأس المال الثابت لوحده فقط.

1-السعيد بريس، مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية (حالة الجزائر)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة العدد الثاني عشر، 2007، ص.61.

وبالإضافة إلى ما سبق وبالرغم من أهمية رأس المال، خاصة الثابت منه كمعيار من المعايير الكمية المستخدمة في تحديد حجم المؤسسة، إلا أنه لا يصلح بمفرده لتحديده، فقد يؤدي إلى نتائج غير دقيقة في تحديد الحجم الحقيقي للمؤسسة، ولا يمكن الاعتماد عليه منفردا للمقارنة بين المؤسسات المماثلة في الدول المختلفة، فقيمة النقود تختلف من دولة لأخرى بحسب معدلات التضخم وارتفاع الأسعار والحالة الاقتصادية بصفة عامة.<sup>1</sup>

4. معيار معامل رأس المال: انطلاقا من النقائص المسجلة في معيار حجم العمالة ومعيار رأس المال المستثمر، برزت الحاجة إلى معيار آخر أحسن وأفضل، هو المعيار الثنائي أو معيار العمالة ورأس المال، الذي يعرف على أنه حجم رأس مال المستخدم للوحدة الواحدة من العمل، وبحسب بقسمة رأس المال الثابت على عدد العمال والنتائج يعني الإضافة اللازمة إلى رأس المال لتوظيف عامل واحد في المؤسسة. ويعتبر هذا المعيار من المعايير الهامة المستخدمة من قبل الكثير من الدول، وعادة ما يكون منخفضا في القطاعات التي تتميز بقلّة رأس المال بصفة عامة مثل قطاعي الخدمات والتجارة، ويكون مرتفعا في القطاع الصناعي ولاسيما تلك المصانع التي تستخدم خطوط إنتاج ذات مستوى تكنولوجي متطور. ويعتمد هذا المعيار في تحديد حجم المؤسسات المختلفة على الجمع بين المعيارين معا (حجم العمالة ورأس المال)، في معيار واحد وذلك عن طريق وضع حد أقصى للعمالة بجانب مبلغ معين لرأس المال المستثمر.

وعليه فإن المعيار الثنائي قلص من النقائص المذكورة سابقا في حالة استخدام كل معيار على حدى، خاصة عند قياس المؤسسات الكثيفة بالعمالة وقليلة رأس المال أو العكس، فنجد أن هناك مؤسسات مصنفة على أساس أنها صغيرة طبقا لمعيار العمالة، ومصنفة على أنها مؤسسة كبيرة طبقا لمعيار رأس المال أو العكس، لذلك وجد هذا المعيار الذي يمزج بين العمالة ورأس المال، ويمكن اعتباره من أفضل المعايير المستخدمة.<sup>2</sup>

1- أميرة بلقط، حبيبة نحال، أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي على عائد السهم (دراسة حالة سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2015))، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماستر في العلوم المالية، تخصص مالية، جامعة قلمة، 2015-2016، ص45.

2- حبيبة فرحاني، مرجع سبق ذكره، ص7.

5. معيار الأموال الخاصة: يمثل الوسائل المالية التي تمتلكها المؤسسة (رأس المال الاجتماعي والاحتياطيات)، والتي تعكس قدرتها على النمو ومدى استقلالها المالي، حيث أنها أكثر أهمية واستقراراً من القروض والديون، حيث يساهم هذا المعيار في المقارنة بين المؤسسات في نفس القطاع.

6. معيار مستوى التكنولوجيا: يعتمد عادة على معيار المستوى المستخدم من التكنولوجيا (أو أسلوب الإنتاج) لتعريف المؤسسات الصناعية الصغيرة فقط. حيث أصبحت التكنولوجيا المستخدمة في كثير من المؤسسات الكبيرة تسمح بتجزئة العمليات والمراحل الإنتاجية بما يؤدي إلى إتمام هذه المراحل في مؤسسات صغيرة مستقلة وعادة ما يقترن هذا المعيار بمعيار عدد العمال، وقد يرجع ذلك إلى اعتبار حجم المؤسسة هو المحصلة النهائية لتفاعل كل من عنصر العمل والآلات (رأس المال) المستخدمة فيه. وكلما كانت هذه المحصلة صغيرة مقارنة بمثيلاتها في الصناعة كانت المؤسسة صغيرة.

ويمكن القول أن معظم تعاريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجنح إلى الأخذ بمعياري العمالة ورأس المال، حيث يرجع ذلك إلى وفرة البيانات الخاصة بعدد العمال، وقيمة رأس مال المستثمر، مما يعطي لتعاريف قدرًا من الدقة، ومن المنطقي أن تكون المؤسسات الصغيرة كثيفة نسبيًا للعمل ونادرة نسبيًا في استخدامها لرأس المال الخاصة في الدول النامية. وفي الجزائر جاء مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة متماشيًا مع تعريف الاتحاد الأوروبي حيث حدد القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 1801 الصادر في 2001 أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع والخدمات والتي تشغل من 01 إلى 250 عاملاً ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 02 مليار دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار، وتستوفي معايير الاستقلالية، ويتم تصنيف هذه المؤسسات إلى مؤسسات مصغرة ومؤسسات صغيرة ومؤسسات متوسطة.<sup>1</sup>

## ثانياً: المعايير النوعية:<sup>2</sup>

لا يخلو استخدام المعايير الكمية من بعض المشاكل فهي تتعلق بالأهداف السنوية أكثر من الأهداف البعيدة الأمد كما أن طرائق المحاسبة المختلفة يمكن أن تعطي نتائج مختلفة فضلاً عن أن الحكم البديهي غالباً ما يكون

1- محمد الصغير قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 172-173.

2- حسين وليد، حسين عباس، الاعتماد الأكاديمي وتطبيقات الجودة في المؤسسات التعليمية، ص 22.

موجود في معيار كمي مشتق. ونتيجة لهذه الأسباب وأسباب أخرى ظهرت أهمية المعايير النوعية، وتتمثل المعايير النوعية بما يلي:

- **معيار الاستقلالية:** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي التي تكون مستقلة، أي أنها تملك على الأقل 50% من رأس مالها، ولكن في بعض الدول تكون النسبة اقل من ذلك.
- **معيار المسؤولية:** نجد في المؤسسات الصغيرة المدير/ المالك يؤدي عدة وظائف في نفس الوقت، الإنتاج، الإدارة والتمويل.<sup>1</sup>
- **المعيار القانوني:** يتوقف الشكل القانوني للمؤسسة، على طبيعة وحجم رأس المال المستثمر فيها وطريقة تمويله، فشركات الأموال غالبا ما يكون رأس مالها كبير مقارنة مع شركات الأشخاص، ووفقا لهذا المعيار تشمل المؤسسات الصغيرة جميع المؤسسات ذات الشكل غير المؤسسي مثل: مؤسسات الأفراد والمؤسسات العائلية والشركات التضامنية والمهن الحرفية وغيرها.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: الإدراج في السوق المالي

تعتبر الأسواق المالية المكان الرئيسي الذي يتيح فيه الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب، وكذلك تلعب دور بالغ الأهمية في تحويل فائض في رأس المال غير موظف وتحوله من مل عاطل حامل الى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك ناتج من عمليات الاستثمار التي يقوم بها الفراد والشركات.

### أولا: مفهوم الإدراج في السوق المالي وخطواته

1- انصر الدين بن نذير، الابداع التكنولوجي كخيار استراتيجي تعزيز الميزة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة

الدكتوراة في علوم التسيير، تخصص تسيير، جامعة الجزائر، 2012، ص.4.

2- السعيد بريش، مرجع سبق ذكره، ص.65.

يعرف الإدراج على أنه قبول الورقة المالية من قبل الهيئة المنظمة للأوراق المالية **Securities**، وقيدها في سوق الأوراق المالية بحيث تصبح قابلة للتداول، والورقة المالية يمكن أن تكون سهما أو سندا أو وحدة استثمار أو غير ذلك.

وتعتبر كل شركة مساهمة عامة تم إدراج أسهمها في السوق بعد حصولها على ترخيص لنشرة الإصدار من قبل الهيئة بغض النظر عن موطنها.<sup>1</sup>

### خطوات الادراج المالي:

يمكن إدراج الشركات في البورصة بعدة خطوات تبدأ بالتقدم بطلب لهيئة الرقابة المالية، ليتم النظر في المستندات، وتقييم رأس مال الشركة وأرباحها للتمكن في النهاية من تحديد قيمة السهم الفعلية.

ويمكن طرح شركات القطاع العام والخاص الراجعة فقط، أي أن الشركات التي لا تحقق الربح لا تقبل في البورصة، وخطوات الطرح تكون كالآتي:

1. التسجيل في هيئة الرقابة
2. تقديم طلب القيد بالبورصة وانتظار الموافقة.
3. اعتماد نشرة طرح الشركة في البورصة.
4. تنفيذ الإجراءات الفعلية لقيد الشركة بالبورصة.
5. إدراج الشركة في قاعدة بيانات البورصة.
6. وأخيرا البدء في تداول أسهم الشركة من قبل المستثمرين.<sup>2</sup>

### ثانيا: أهمية الإدراج في السوق المالي:

تكمن أهمية الإدراج في السوق المالي لما يحققه من بعض مزايا للشركة من أهمها:

1- غربة محمد نجيب أبو عمرو، تقييم تجربة التل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث استكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 1429-2008، ص23.

- لا يجوز التداول في الأوراق المالية غير المقيدة في جداول البورصة، كما لا يجوز تداول هذه الأوراق خارج البورصة إلا وقع التداول باطلا.
- كما أن الإدراج في السوق المالي يعد نوعا من الدعاية والإعلان المجاني عن الشركة ويكفل بيع هذه الأوراق المالية في أقصر وقت وبأفضل سعر بالنسبة للملكيها.
- كما تستفيد الشركة من تعامل شركات السمسرة على أوراقها المالية المقيدة بالبورصة في جذب كبار المستثمرين إليها، وزيادة عدد حاملي أوراقها المالية مما تستطيع معه الحصول على السيولة الكافية إذا رغبت في زيادة رأس مالها أو الاقتراض من البنوك أو عن طريق طرح السندات<sup>1</sup>.
- يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش والخداع من قبل الوسطاء في الغالب.
- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة لأغراض تقييم الأسهم<sup>2</sup>.
- الإدراج في السوق المالي يفرض على المؤسسة وضع وتنفيذ سياسة تسيير سليمة وتصرف شفاف في الحسابات المالية والإفصاح المالي اتجاه المستثمرين والمساهمين وكل المهتمين بالشركة، الأمر الذي يتم ترجمته إلى قواعد عمل داخلية ورقابية<sup>3</sup>.

### ثالثا: شروط الادراج في السوق المالي:

تقوم البورصة بإدراج الشركات وأسهم الشركات لديها، وهناك معايير محددة يتطلب استيفائها ومصاريف ورسوم تسجيل يتعين تسديدها، وبعد ذلك يسمح بتداول الأوراق المالية فيها بيعا وشراء، ولكن عمليات الادراج في البورصة تخضع لشروط تحدد طبيعة الشركات التي يتم تداول أسهمها بالبورصة، وتختلف هذه الشروط حسب

1- محمد أحمد محمد عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال، الطبعة الأولى، 2014، ص 310.

2- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، ص 78.

3 -Guillaume Brian, Vinent Godard , **avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de privateequity**, mémoire de fin d'étude, spécialité de finance, école des hautes études commerciales de Paris, 2007, P.42.

طبيعة البلد من حيث حجم الاقتصاد، عدد الشركات، عدد السكان والمستثمرين وتاريخ السوق... الخ من العناصر العامة، وكذلك بالنسبة للشركات من حيث الأرباح وحجم الأصول وعدد الأسهم وعدد المساهمين.<sup>1</sup>

وتتمثل الشروط العامة لأدراج الأوراق المالية:<sup>2</sup>

أ. يشترط لقبول إدراج أوراق مالية أن تكون:

1. مستوفية للشروط النظامية.

2. صادرة وفقاً للمتطلبات المنصوص عليها في النظام الأساسي للمصدر أو أي مستندات تأسيساً أخرى، بحسب الحال.

3. قابلة لنقل الملكية والتداول. ويستثنى من ذلك القيود المشار إليها في الفقرة (ب) من هذه المادة.

ب. يجب أن تكون أي القيود على نقل ملكية الأوراق المالية موافقاً عليها من الهيئة عند الإدراج، ويجب تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لإتاحة التعامل في تلك الأوراق المالية بشفافية وعدالة.

ج. يشترط في الأوراق المالية التي يقبل إدراجها أن تودع لدى المركز.

#### علاقة شروط الادراج بحجم الشركة:

عادة ما تشترط الأسواق المالية في الدول المختلفة أن تكون المؤسسة طالبة الادراج كبيرة الحجم (وفي الغالب ينبغي عليها ان يتجاوز رأس مالها عتبة معينة). ويفسر وجود شرط الحجم في مختلف البورصات بأن المؤسسات الكبيرة وحدها هي التي تستطيع تحمل تبعات الادراج وتكاليفه وواجب الإفصاح المستمر والتواصل الدائم مع المستثمرين والمتدخلين على مستوى السوق المالي.

وبالتالي يمكننا القول إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكاد تكون ممنوعة من الولوج الى الأسواق المالية المنظمة ويتعين عليها الذهاب الى سوق التمويلات البديلة للتزود بحاجتها من الأموال.

1- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية، ص 43-44.

2 - <https://tadaawul.com.sa>; الإدراج في السوق المالي السعودي.

## خلاصة الفصل الأول:

تناولنا من خلال هذا الفصل إلى مفاهيم متنوعة للمؤسسة الاقتصادية التي لها مفاهيم عديدة وكذلك إلى خصائصها التي تمثل صفات التي تتحلى بها المؤسسة وأهداف ووظائف والمستويات.

كما تطرقنا في المبحث الثاني شروط الإدراج في السوق المالي وعلاقتها بالحجم، فتعرضنا أولاً إلى مفهوم حجم المؤسسة الاقتصادية ومعايير تصنيفها والذي كان فيه اختلافات بين الاقتصاديين ولغاية اليوم لم يتفق الباحثين على مفهوم يتفق عليه الجميع، ويمكن قياس الحجم بطرق مختلفة وذلك من خلال استعمال عدة معايير، كما تناولنا الإدراج في السوق المالي مما جعلنا نتطرق إلى مفهومه وأهميته وشروط تطبيقه.

## الفصل الثاني

القيمة البورصية ومحدداتها

## تمهيد

لقد أدت الحاجة لرؤوس الأموال لإقامة المشاريع التنموية الضرورية لبناء اقتصاد قوي إلى البحث عن بديل آخر للتمويل إلى جانب البنوك، وهنا برزت أهمية أسواق الأوراق المالية نتيجة للدور الذي تلعبه في توفير السيولة من خلال الجمع بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز وذلك من خلال ما يسمى بالبورصة، وعند الرجوع إلى البحوث العلمية يظهر أنه قد اهتم بدراسة تأثير عامل أو عدة عوامل في قيمة الأسهم نظرا لما تشكله هذه الأخيرة من أهمية التي انتشرت في الأسواق المالية، ولعل فتح رأس مال المؤسسات في إطار الأسواق الرأسمالية يعد خيارا تمويليا مطروح بقوة في الساحة العالمية يسعى من خلاله إلى تحديد القيمة السوقية للسهم.

ولذلك ارتأينا في هذا الفصل التعرض إلى البورصة وموقعها ضمن الأسواق المالية وذلك قواعد التعامل فيها ومن ذلك التطرق إلى قيمة السهم ومفهومه إضافة إلى القيمة السوقية ومحدداتها.

## المبحث الأول: عموميات حول البورصة

باعتبار أن البورصة أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية وتؤثر في كل الجوانب الاقتصادية وتعد المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول وملاذ المستثمرين الذين يملكون رغبة الاستثمار وتحقيق الأرباح وجب علينا قبل كل شيء التعرف على هذا المصطلح والأهمية التي يكتسبها في ذلك.

## المطلب الأول: مفهوم البورصة

## أولاً: نشأة البورصة:

تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميث التي تقوم على أن فكرة تقسيم العمل تعتمد إلى حد كبير على حجم السوق وبما أن هناك علاقة بين هذه الأخيرة وحجم الإنتاج انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية حيث مرت فكرة الأسواق المالية بالمراحل التالية:

**المرحلة الأولى:** تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية... مما أدى إلى اتساع المعاملات وحجم المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فيضطر للجوء إلى البنوك للاقتراض وهو ما يترتب عنه عواقب وخيمة.

**المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، وفي هذه المرحلة أخذت لبنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي لذا أصبحت القروض التي تقدمها محددة بالرغم من طلب الأفراد عليها.

**المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل وتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

**المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي، وظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق.

**المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية مع المالية، واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق المالية الدولية وذلك لظهور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل<sup>1</sup>.

كما أنه تعاضم دور الأسواق المالية إذ أطلق عليها اسم البورصات، ولبتي انتشرت في معظم دول العالم، حيث يرجح بعض الكتاب مدلول كلمة بورصة إلى معنيين: **الأول** اسم احد كبار التجار الأغنياء اسمه (فان دي بورص) ولذلك أطلق لفظ كلمة بورصة على المكان الذي كان يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء. **والثاني** فندق في مدينة بروج "Bruges" كانت تترين واجهته بشعار عملة عليها ثلاث أكياس **Trios Bourses** وكان يجتمع في هذا الفندق مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال.<sup>2</sup>

### ثانيا: تعريف البورصة:

تعددت التعاريف بشأن البورصة من حيث نظرة الفقهاء المختلفة لها خاصة من الاقتصاديين المختصين والعاملين وحتى المتدخلين فيها... وكما أن هذا اختلاف راجع أيضا إلى تنوع البورصة واختلاف مصادرها.

- البورصة مكان تعقد فيه اجتماعات في مواعيد دورية محددة لتنفيذ وعرض العمليات النشطة المرتبطة بالبيع والشراء للأوراق المالية والبضائع والمنتجات الزراعية والعملات سواء كانت الأسعار تتحرك صعودا أو هبوطا.<sup>3</sup>
- هي السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد إلى المؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار ويشجع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد.

1- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص 16 ص 18 .

2- بوضيف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2007، ص 41 - 42.

3- آمنة مخراسة، مجلة الاجتهاد القضائي، تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها، العدد الحادي عشر، جامعة محمد خيضر بسكرة ص 09.

- البورصة مؤسسة مستمرة ومنظمة تنظيماً دقيقاً يضمن تلاقي العرض للقيم المنقولة التي تتناولها حركتها في جو من المنافسة الحرة التامة.<sup>1</sup>

نستنتج من هذه التعاريف أن البورصة سوق منظمة تعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في البيع والشراء لمختلف الأوراق المالية والمحاصيل الزراعية والسلع الصناعية يتولى إدارتها هيئة لها نظامها الخاص.

### ثالثاً: خصائص البورصة:

لسوق الأوراق المالية خصائص (البورصة) خصائص تميزها عن باقي الأسواق المالية الأخرى وهي:

- يعبر سوق الأوراق المالية عن حقيقة السلوك القطيعي الذي يميز تصرفات جمهور المستثمرين في مكان ووضوح معين
- سوق الأوراق المالية يتسم بكونه أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين وهناك شروط وقيد للتداول الأوراق المالية في هذا السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدبر العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.<sup>2</sup>
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول المعلومات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة
- سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيات المعلومات
- تتم فيها التعاملات المتوسطة وطويلة الأجل.<sup>3</sup>

1- بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013 ص 05.

2- بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي-دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2010-2011، ص 23.

3- سارة ذيب ومريم شعابنة، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية-دراسة حالة بورصتي الجزائر والدار البيضاء خلال الفترة 2005-

2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية ونقود، شعبة العلوم الاقتصادية، جامعة العربي التبسي -تبسة، 2016، ص 55.

## المطلب الثاني: أهمية البورصة وموقعها ضمن عمليات الأسواق المالية:

## أولاً: أهمية البورصة:

إن التعامل في البورصة يعتمد في الأساس على حسابات دقيقة ودراسات منهجية وتحليلية سليمة وتخطيط فعال، ذلك أن حيازة وبيع وشراء واستبدال الأوراق المالية وتحقيق الربح من وراء ذلك عملية بالغة الإتقان، يشارك فيها أكثر من شخص واحد بمفرده، وعليه تظهر أهمية البورصة فيما يلي من خلال أنها:

- أداة فعالة في توجيه الاقتصاد وتحريكه وتنشيطه على أساس أنها تؤثر في مختلف جوانب الإقتصاد الوطني، إلا أنها أيضاً تتأثر به، وهي تحدث بذلك آثار اقتصادية .
- أداة لإشباع رغبات المستثمرين الصغار الذين لا يملكون ما تستلزمه الاستثمارات الكبرى.
- توفر أموال الضرورية لإنجاز الاستثمارات ومشاريع المؤسسات بطريقة مستمرة وتقلص من الاستدانة البنكية ذلك أن فتح الشركات لرأس مالها بنسبة معينة للاكتتاب العام غالباً ما يسمح لهذه الشركات بتوسيع نشاطاتها ومجالات استثماراتها.<sup>1</sup>
- مكان إلقاء الفاعلين والمستثمرين، وإطار منظم وآمن لإتمام معاملات الشراء والبيع .
- تجذب فائض رأسمال غير المستثمر والذي لا يستفاد منه في الإقتصاد الوطني وتحوله من مال مكسب لا دور له إلى رأسمال مستثمر له نتائج الإيجابية على مالكة وعلى الإقتصاد بشكل عام
- أداة توجيه الاستثمارات، حيث يتجه المستثمرون دائماً إلى الإستثمار في الشركات التي ترتفع أسهمها، ولا يقتربون من تلك التي تعاني أسعار أسهمها هبوطاً حاداً، وهي بذلك تعمل على تحذير وتنبيه المستثمرين من مخاطر الإستثمار، كما تعمل في الجانب المقابل على جذب المستثمرين إلى الإستثمار في شركات أخرى أقوى وأفضل نظراً لما يقدمه هذا الإستثمار من فوائد مؤكدة.
- تؤمن البورصة جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، والتي تكسر طريقة (مبدأ اقتصاد السوق)، حيث أنه في فترة انتعاش السوق الاقتصادي يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل المتعاملين فيالبورصة إلى

1- حريزي رابح، سوق أوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التناول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011، ص44.

الرفع من حجم تعاملهم وهو الأمر الذي يخدم الإقتصاد، أما في فترة الركود يلجأ أصحاب الأموال إلى تكديسها وعدم استثمارها في البورصة خوفاً من خسارة ما يملكونه من مال.<sup>1</sup>

### ثانياً: موقع البورصة ضمن عمليات الأسواق المالية:

هناك العديد من المصطلحات المستعملة في العالم المالي تبدو لأول وهلة عند العامة أنها مترادفات، أو على الأقل متقاربة المعاني ومن الأمثلة على ذلك السوق المالية، السوق النقدية، سوق الأوراق النقدية، بورصة السلع، بورصة القيم وغيرها من المصطلحات، ويهدف رفع الالتباس من جهة ومعرفة موقع البورصة التي تكون من ضمن إشكالية المطلب. ونجد أن البورصة هي سوق يتم فيها تفاوض أو تداول أو تبادل القيم المنقولة التي تم إصدارها من قبل أي في السوق الأولية. فهي إذن السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق وان بيعت في السوق الأولية، ويتم البيع فيها مرة أو مرتين كل سنة، أما السوق الثانوية أو البورصة فيستمر التداول فيها على مدار السنة، ومن هنا تظهر أهمية البورصة ودورها في الإقتصاد.

نجد أن البورصة توفر فرصة التقاء الشركات التي تبحث عن وسائل التمويل من الجمهور (من الأفراد أو هيئات مالية)، والذي يتوفر على أموال طائلة تأتي أساساً من الإدخار، بالإضافة إلى ذلك فهي توفر السيولة لكافة الإصدارات التي تقوم بها شركات المساهمة والهيئات الحكومية، الشيء الذي يشجع الجمهور على للإقبال على الإستثمار في الأوراق المالية.

كما يقسم أسواق العمليات المالية وفق العديد من المعايير الأخرى، إذ تفيد تلك التقسيمات السلطات العمومية في وضع الميكانيزمات الضرورية والمصدرين في التوجه إلى السوق الملائمة للإلتزام صفقاتهم، غير أن ما يجلب الإنتباه هنا هو أنه بغض النظر عن تلك التقسيمات فإنه قد بدأت تفقد معناها بسبب تداخل أنشطتها وزيادة تعقيدها، وعليه فقد أصبح تداول الأدوات المالية ممكناً في بورصات السلع، وأصبح تداول الأدوات متوسطة الأجل ممكناً في الأسواق النقدية وهكذا.

1- محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم للتكنولوجيا بالتعاون مع جامعة السودان المفتوحة، صنعاء، 2013، ص 80.

أخيرا فإن السلطات العمومية مطالبة بتوفير الشروط لسير كافة تلك الأسواق لاسيما التأكد من حصول كافة المتعاملين على المعلومات بصورة عادية، الشيء الذي يمكن من توزيع الموارد المالية المتاحة على مختلف الأسواق بكفاءة وتوجيهها إلى التوظيف الأكثر مرد ودية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أنواع البورصات و قواعد لإجراءات التعامل فيها

#### أولا: أنواع البورصات

هناك العديد من البورصات، ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها، فالبورصة دليل واضح على حيوية وفعالية المجتمع ومقياس واضح لمدى نضجه وتكامل صروحه، واتخاذ أوضاعا تنموية حقيقة فضلا عن توافر أسباب استمراره متقدما أو اتخاذه أوضاعا عكسية.

#### 1. تصنيف البورصات من حيث المنتجات المتداولة فيها: وتنقسم وفقا لهذا الأساس إلى

- أ- بورصة السلع: مثل بورصات السلع الزراعية (قطن، قمح، بن، شاي...) والسلع المعدنية (النحاس، الذهب، الفضة، البترول...) أو بورصات سلع ذات طبيعة خاصة مقل بورصات العقارات والأراضي والسيارات المستعملة أي كل ما هو ملموس ويمكن التعامل به.
- ب- بورصة الخدمات: وهي بورصات شديدة التنوع نظرا لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، وأهمها السياحة، الفنادق، بورصات التأمين، وبورصات النقل والتأجير والسفن...<sup>2</sup>
- ج- بورصة الأفكار: وهي أحدث أنواع البورصات التي تتعلق بعرض وبيع حقوق الاختراع وحقوق المعرفة والعلامات التجارية وصفقات نظم الأعمال
- د- بورصة الأوراق المالية: يظهر بجانب الموال المنقولة والغير منقولة نوع جديد يسمى الأوراق المالية وقد اتسع وازداد تداول وإصدار هذا النوع من الأوراق المالية حتى أصبح من الضروري تأمين سوق تجارية

1- بوترية وهيبة، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية-دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة مقدمة لنيل

شهادة الدكتوراه، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة وهران 2، 2015-2016، ص 53.

- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص 1202

لتأمين التعامل بها يسمى (بورصة الصكوك المالية) ويمكن تعريفها بأنها سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات .. الخ القابلة للتداول في البورصة وتحدد فيها الأسعار وفق العرض والطلب.<sup>1</sup>

## 2. تصنيف البورصات من حيث المدى الزمني: وتنقسم وفقا لذلك إلى

أ- **الأسواق الحاضرة:** أي أنها الأسواق التي تمنح لصاحبها جزء أو حصة من ملكية المشروع، كما يتم فيها تسليم الأوراق المتداولة فوراً خلال 3 أيام من تاريخ إبرام الصفقة وتنقسم إلى:

- السوق الأولية وهي الأسواق التي يحصل منها مستخدمي الأموال على احتياجاتهم من الأموال خلال إصدارات مالية.

- السوق الثانوية يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولى أي هو سوق تداول الإصدارات بعد الاكتتاب.<sup>2</sup>

ب- **السوق الآجلة:** هي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات السوق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات) وغيرها، وهناك عدة أنواع معروفة من المشتقات المتداولة في هذا السوق وهي:

- عقود الخيار وتستخدم للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية وهي تضم خيار البيع، خيار الشراء وخيار البيع والشراء معا.

- عقود المبادلات يتم فيها نوعين من المبادلات أحدهما للفائدة والآخر للعملة.

- عقود المستقبلية وتعلق بشراء معين أو بيعه عند سعر معين ولوقت محدد فيكون الآجل فيه هو السلعة والعاجل هو السعر.<sup>3</sup>

## 3. تصنيف البورصات من حيث مدى التعامل الجغرافي: وقسمت هي الأخرى إلى نوعين هما:

1- بن قيراط أحلام وحملوي عابدة، أثر السياسة النقدية والسياسة المالية على سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومؤسسات مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالة، 2010-2011، ص 08 ص 09.

2- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2017، ص 36.

3- بن إبراهيم الغالي وبن ضيفاء محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 25.

أ- بورصات محلية: لا تمتد معاملاتها دولياً وهي تتواجد عادة في الاقتصاديات المتخلفة وهي بورصات محدودة النشاط.

ب- بورصات دولية: تمتد معاملاتها دولياً، وهي بورصات ضخمة ومتوسطة الحجم.

4. تصنيف البورصات من حيث التسجيل والاعتراف الحكومي: وتضم كل من

أ- بورصات رسمية: وهي مؤسسة وفقاً للقواعد والقوانين، تمارس المعاملات في إطار النظم ويتواجد ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات ويتدخل في الوقت المناسب لمنع المخاطر.

ب- بورصات غير رسمية: تعمل بشكل غير رسمي وفي ضوء قواعد خاصة بها، ولا تعترف بها الحكومة ولا تتعامل معها، وبالتالي فهي تتضمن مخاطر حتمية.<sup>1</sup>

5. تصنيف البورصات من حيث التنظيم:

أ. أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها وفق قانون العرض والطلب، ويجرى التعامل في مكان محدد ويتم تسجيل الأوراق المالية فيها وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى عادة ما تتعلق بأرباح الشركات أو حجم الأصول.

ب. أسواق غير منظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة وتدعى أيضاً بالأسواق الموازية، ليس لهذه السوق مكان ولكن عبارة عم شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، وإنما من خلال التفاوض عبر شبكة الاتصالات ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية.<sup>2</sup>

ثانياً: قواعد وإجراءات التعامل في البورصة:

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين ومن صم فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، ولتمديد السبيل أمام المتعاملين للإبرام صفقات ناجحة. وتتمثل هذه القواعد والإجراءات في:

1- أزهرى الطيب فكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص36.

2- عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص07.

### 1. حجم الأوامر:

لا تخرج حجم أوامر العملاء كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء كما أنها تأخذ إحدى الصورتين:

- أوامر بكميات غير كسرية ويقصد بها تلك التي يشتمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتهما (200 سهم، 300 سهم..)
- أما الأوامر بكميات الكسرية فيقصد بها تلك التي تشتمل على أقل من 100 سهم. وإذا ما احتوى الأمر على 235 سهم مثلا حينئذ يتعامل كما لو كان أمرين: أمر غير كسري يتضمن 200 سهم وأمر كسري يضم 35 سهم.

وعادة ما تكون تكلفة السهم داخل القيمة الكسرية أعلى من مثيله داخل الكمية غير الكسرية، وذلك لسببين الأول: أن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية عادة ما يفوق مثيله داخل الكمية غير كسرية، والسبب الثاني: يتمثل في أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما يضاف إليه نسبة إضافية.<sup>1</sup>

الأوامر التي يصدرها العملاء: قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات محددة من العميل، وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى 4 مجموعات وهي:

- أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: ويقصد بها تلم الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمها وهنا يوجد بديلين هما أوامر السوق وأوامر البيع.
- ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو لا، وقد تكون مدة الأوامر يوم، أسبوع، أشهر أو قد يكون الأمر مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.<sup>2</sup>
- ج- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وتضم نوعين هما:

1- صلاح عبد الكريم، النقود والمؤسسات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، سفير الدولية للنشر، القاهرة، 2010، ص 55.

2- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية - دراسة مقارنة بين النظم وأحكام الشريعة الإسلامية - المعهد العالمي للفكر الإسلامي، دار النهار، مصر، 1996، ص 50.

● الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: ويقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وعي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

● الأمر المحدد في حدود سعر معين: الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حين وصول سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، يتمشى هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافي للأمر كفيل بتنفيذ الشروط الذي يريدتها، أما عيوبه فإنه إذا كان السعر المحدد أعلى قليلاً (في حالة الشراء) أو أقل قليلاً (في حالة البيع) عن السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق.

● الأوامر الخاصة: ومن أبرز أنواعها الأساسية

■ أوامر الإيقاف: وهي التي لا تنفذ إلا إذا بلغ السهم مستوى معين أو تعداه وفيه نوعين أمر متعلق بالبيع وأمر متعلق بالشراء.

■ أوامر الإيقاف المحددة: وهي التي يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.

■ أمر التنفيذ حسب الظروف: وهي الأوامر التي تعطي الحق للسهمسار في إبرام الصفقة حسب ما يراه وقد تكون حرية السهمسار مطلقة من حيث اختيار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة يباع أو شراء ووقت تنفيذها.<sup>1</sup>

2. كيفية سداد قيمة الصفقات: وتوجد طريقتين لسداد قيمة الصفقات:

● الأسلوب النقدي الكامل: ويقصد به قيام العميل بسداد قيمة مشترياته نقداً والحصول على قيمة مبيعاته نقداً.

● الأسلوب الجزئي: ويقصد به

- في حالة الشراء قيام العميل بتمويل جزء من مشترياته نقداً والباقي يتم سداده بأموال مقترضة.

- في حالة البيع قيام العميل ببيع أسهم لا يملكها ولكن يمكن اقتراضها في مقابل تأمين يودع لدى المقرض وهو ما يعرف بالبيع على المكشوف.

1- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 134.

## 3. تكاليف حجم تنفيذ الأوامر:

- تكاليف المعاملات المباشرة: ومن أهم عناصرها عمولة السمسرة والربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية، كما تتضمن أيضا الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع والضريبة، كما توجد كذلك الزيادة السعرية في قيمة الورقة داخل الكميات الكسرية.
- تكاليف غير مباشرة: وتتمثل في عائد الفرصة البديلة، إضافة إلى تكلفة الورقة والجهد المبذول في تقييم الورقة المالية.<sup>1</sup>

---

1- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 136.

## المبحث الثاني: محددات القيمة البورصية (السوقية) للأسهم:

ليس من السهل بما كان القيام بعملية تقييم للسهم، نظرا لما تتطلبه هذه العملية من إلمام شامل بإستراتيجيات الإدارة وطرق التحليل والتقييم، وظروف السوق والتطور التكنولوجي وتأثيره على المعاملات داخل أسواق رأس المال، وإن كانت عملية تحديد قيمة السهم عملية صعبة فإن الأصعب منها تحديد قيمة السهم في ظل سوق يتميز بالكفاءة. وبما أن مصطلح القيمة البورصية غير متداول كثيرا في اللغة العربية يستخدم مصطلح القيمة السوقية كسعر يتداول به السهم في البورصة وهو ما سنوضحه من خلال تقسيم المبحث كالتالي

## المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الأسهم:

تعد الأسهم أداة تمويلية أساسية لتكوين رأس مال في الشركات لذلك نتطرق إلى:

## أولا تعريف الأسهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للأسهم:

- الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في البورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموما ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكوم من مجموع الحصص سواء كانت نقدية أو عينية.
- الأسهم تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكية الشركة وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن والفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم.

من التعاريف السابقة نستنتج أن الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة سواء كانت نقدية أو عينية وتمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.<sup>1</sup>

1- كرار سليم عبد زهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية -دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة

المدروجة في سوق العراق للأوراق المالية، جامعة الكوفة، ص192.

ثانيا: خصائص الأسهم: للأسهم عدة خصائص نذكر منها:

- تساوي القيمة: وتعني تحقيق التكامل بين كل قيم الأسهم التي تتبع الشركة والتي تشكل القيمة الكاملة لرأس مال الخاص بها، ولقد تم مؤخرا وضع الحدود الدنيا والعليا للقيمة الاسمية للأسهم وذلك وفقا للقوانين التجارية وينتج عن
- تساوي الأسهم سهولة عمل الشركات وتوزيع الأرباح وتنظيم سعر السهم في البورصة، لذا ليس من الممكن أن يتم إصدار الأسهم دون تعيين قيمتها
- الأسهم غير قابلة للتجزئة: ويعني هذا عدم إمكانية تنوع ملاك السهم الواحد، وحتى إن انتقلت الملكية بعد ذلك لأحد الأشخاص نتيجة لوصية أو ميراث، لذا علة الورثة أن يختاروا شخص واحد يمثلهم
- تحقيق توازن مسؤولية الشركاء: وتعني أن يتم تحقيق العدالة والمساواة في توزيع المسؤوليات بين المشاركين والمساهمين وذلك وفقا لقيمة السهم الواحد.
- ومن أهم الخصائص والمميزات في هذا المجال هو إمكانية تداول الأسهم لذا نادرا ما يبقى السهم عند مالكة الأول لمدة طويلة ولكن يحدث تداول للأسهم بين عدد من المساهمين خلال عملية البيع والشراء.<sup>1</sup>

ثالثا: أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم، ولذلك نقسمها حسب ما يلي:

### 1. تقييم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: وتنقسم إلى

- أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل على الاسم واللقب، الصناعة، الوطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يملكها، ونوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها....
- أسهم لحاملها: يكون السهم بحامله عندما بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى ولا تلتزم الشركة بتمديد حقوق المساهم للحائز لها.
- أسهم الأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول الأسهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخر.

1-<https://gulf365.co>; نبض الخليج العربي 05/05/2020,21:43.

## 2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم:

- **أسهم عينية:** هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات، على شكل استثمار مادي أو مخزونات أو براءات اختراع، مقدرة ومصادق عليها ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم غلة أصحابها إلى عند تسليم الموجودات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل.
- **أسهم نقدية:** وهي التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.<sup>1</sup>
- **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً.

## 3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

- **الأسهم العادية:** وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق و واجبات متساوية للمالكين، وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية ويسمح لها بالتداول في السوق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة .
  - **الأسهم الممتازة:** هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية إلا أن لها بعض خصائص أوراق الدين مما جعلها تصنف ضمن الأوراق المالية المهجنة وعادة يكون عائده ثابت وملاك هذا النوع من الأسهم ليس لهم الحق في التصويت ولهم الأولوية في الحصول على التوزيعات قبل الأسهم العادية.<sup>2</sup>
- يوضح الجدول الموالي الفرق بين الأسهم العادية والممتازة

جدول رقم (2-1) : الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

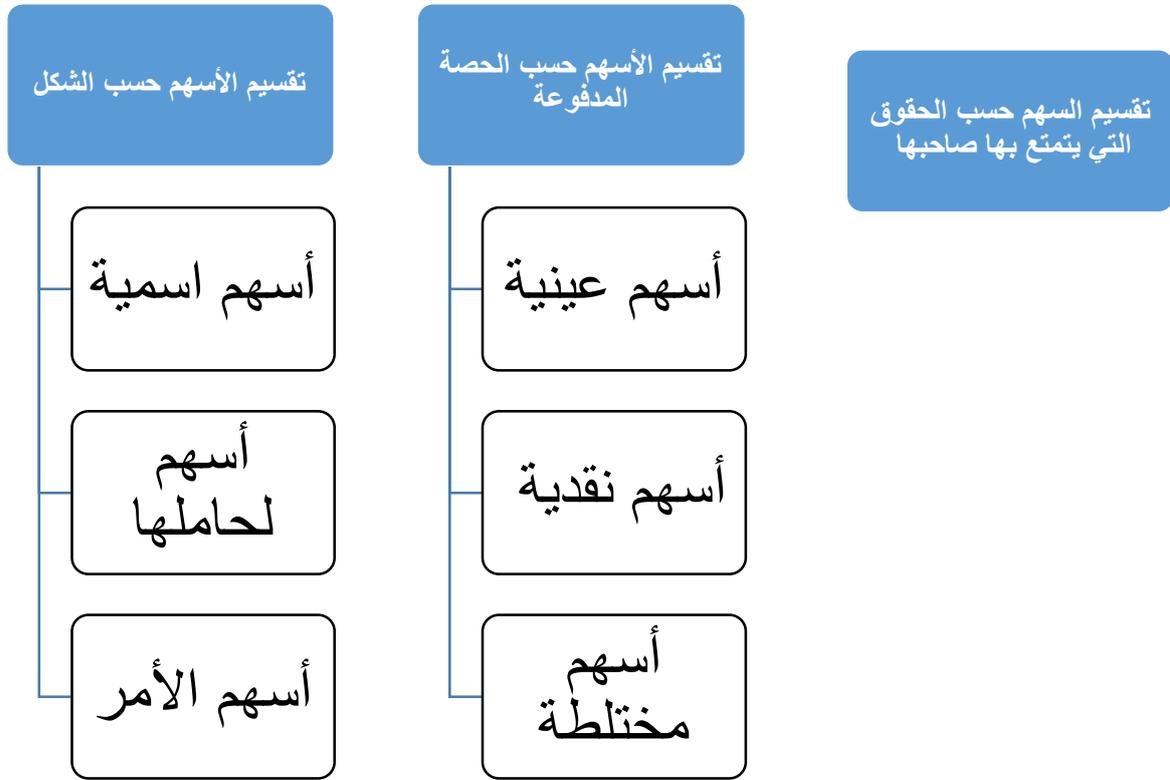
الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
- ليس لهم الحق في التصويت	- لهم الحق في التصويت
-عائد ثابت	-عائده متغير حسب الربح المحقق
-لها الأولوية في الأرباح	-التموقع في المركز الأخير في توزيع الأرباح
-لا نصيب لها في الأرباح المحتجزة للشركة	-لهم نصيب في الأرباح المحتجزة

1- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية تخصص الأسواق والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 09.

2- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، دارالكراسنة، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 16.

المصدر: من إعداد الطلبة

الشكل رقم (1-2): تقسيمات الأسهم



المصدر: من إعداد الطلبة

المطلب الثاني: مفاهيم حول القيمة وأنواعها

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة كون كل واحد يحدد المفهوم من الزاوية التي ينظر إليها،

يهدف هذا المطلب إلى بيان مفهوم القيمة وتحديد أنواع القيم شائعة الإستعمال:

أولاً: مفهوم القيمة :

ماذا يعني لأي اقتصادي تقييم شيء ما؟ وما هي مختلف القيم المتعارف عليها؟

- القيمة عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، أي أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.<sup>1</sup>
- كما تعرف أيضا على أنها ذلك المستوى من النوعية الذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليه.<sup>2</sup>

### ثانيا: الأنواع المختلفة للقيم

أشار الدكتور طارق عبد العال حماد إلى أن للقيمة عدة مفاهيم وأبرزها فيما يلي :

- **القيمة الدفترية:** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، وتضير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك لسببين هما: أن القيمة الدفترية تشير للقيمة التاريخية وليس القيمة المستقبلية، وأن القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية.
- **القيمة الاسمية:** وهي قيمة السهم عند إصداره أول مرة وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة منصوص عليها في العقد التأسيسي، ومن أهم وظائفها تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.<sup>3</sup>
- **القيمة السوقية:** هي سعر السهم خلال التداول في أسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، قد تكون القيمة السوقية أكبر أو أقل من القيمة الاسمية.

1- حميدة رضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي-دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة 2008-2010، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص25.

2- محفوظ جبار، أسواق ورؤوس أموال، الجزء الأول، الطبعة 1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص173.

3- طارق عبد العال حماد، التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج والخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص14.

● **القيمة الحقيقية:** وتعرف بالقيمة العادلة أو القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات والأرباح، وتتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه من السهم ويتمثل العائد بالتوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية التي يحققها المستثمر<sup>1</sup>.

### ثالثا: الفرق بين القيمة والسعر والتكلفة:

إن القيمة نظريا سواء حسبت بطريقة كلاسيكية (النفقات المالية الحرة) أو بطريقة حديثة (رأس المال غير المادي) أو بالمزج بينهما، تبقى كأساس لتحديد سعر التبادل، فالقيمة تسهل التبادل في إطار قانون العرض والطلب. ويعتبر كل من السعر والتكلفة من بين المفاهيم الاقتصادية التي تعبر عن القيمة في لحظة زمنية معينة أو عند حدث اقتصادي معين، وبالتالي يمكن القول بأن سعر الأصل أو التكلفة يمكن أن يعبران عن قيمته في ظل شروط معينة، لكن توجد عدة اختلافات تسمح بتمييز القيمة عن السعر والتكلفة.

تعبر القيمة بصفة عامة عن نوعية وأهمية والحاجة للشيء، سواء من ناحية الإستعمال أو التبادل معبرا عن ذلك بالسعر الذي يرضى المشتري دفعه والبائع الحصول عليه، أما السعر فيعبر عن معدل التبادل بين شيئين، وبأثر دقة هو معدل التبادل بين السلعة أو الخدمة أو النقود، وبالتالي إن السعر المدفوع في الواقع يعبر عن الأهمية النسبية للسلعة وأنه مرتبط بظاهرة التبادل، في حين أن القيمة لا تتطلب ذلك، والسعر هو المبلغ الذي يجب دفعه مقابل التصرف في السلعة أو الخدمة، ويغطي مصطلح السعر العديد من المفاهيم في الحياة العلمية: السعر مقابل السلعة، الأجر، الرواتب...

وإن كان السعر يتحدد من خلال تفاعل العرض والطلب في السوق نتيجة قرارات البيع والشراء، فإن القيمة تخضع إلى جانب ذلك لعوامل أخرى كالمنفعة والندرة والتكاليف الضرورية للحصول على السلعة أو الخدمة. تتمثل التكلفة فيما تم التضحية به من أصول أو فيما تم تحمله من التزامات في سبيل الحصول على أصول أخرى، وبالتالي تمثل التكلفة من جهة أحد العوامل الهامة في تحديد القيمة، حيث لا يمكن بيع الأصل بأقل من تكلفته، يمكن أن تتساوى القيمة مع التكلفة لحظة الحصول على الأصل، وهناك اختلاف جوهري هو أن التكلفة

1-<https://learn.tradimo.com>, 05/08/2020 ,10:40.

تتعلق بالماضي حيث تمثل الموارد المستنفذة للحصول على الأصل، في حين تتعلق القيمة بالحاضر وغالبا بالمستقبل، فقيمة الأصل تعبر عن التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل وبالتالي يمكن القول بأن التكلفة تعبر عن القيمة لحظة الحصول على الأصل.<sup>1</sup>

#### رابعا: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة:

هناك العديد من العوامل المحددة للقيمة والتي تسمح بالحصول على قيم مختلفة لنفس الأصل من طرف أشخاص مختلفين ويمكن حصر هذه العوامل في:

#### أ- العوامل الموضوعية: تركز العوامل الموضوعية على فكرة تحديد القيمة السوقية لأصل محل التقييم أي أن

مراعاة هذه العوامل وحدها سوف يسمح بالوصول إلى القيمة السوقية للأصل لكن يبقى من الأمور الصعبة لوجود العديد من العوامل الأخرى.

#### ب- العوامل غير الموضوعية: تركز هذه العوامل على فكرة المنفعة والرغبة في التبادل وتحديد سعر

التبادل، فالمشتري يحاول دائما دفع أقل ما يمكن والعكس بالنسبة للبائع الذي يرغب في الحصول على أكبر ما يمكن، ومن خلال التفاوض بين الطرفين يتحدد سعر التبادل، لكن الوصول إلى هذا الاتفاق بشأن سعر التبادل لا يعني أن كلا الطرفين قد حقق صفقة مربحة، ويمكن تفسير القيم بعملية التبادل رغم أن الصفقة غير مربحة إلا بالعوامل التي ترفع الرغبة في التبادل، ومن أهمها العوامل الاقتصادية، فتتمثل في الندرة النسبية للشيء وكذلك منفعته في نظر المشتري، والعوامل النفسية تتمثل في العوامل التي تجعل مشتري ما يقبل على شراء الأصل بأكبر من قيمته الاقتصادية نظرا لبعض الخصائص التي يتمتع بها.<sup>2</sup>

#### المطلب الثالث: تحديد القيمة البورصية (السوقية) والنماذج المستخدمة فيها:

لكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم في شراء أو بيع ورقة مالية ما، ينبغي أن تتوفر لديه المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية لها، وهو ما يتطلب بدوره الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة، ونظرا لأن المعلومات

1- بلعجال حليلة، المقاربات والطرق المعتمدة في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص تدقيق محاسبي

ومراقبة التسيير، كلية العلوم التجارية والاقتصادية ومراقبة التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس، ص 14.

2- بلعجال حليلة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

ترتبط بقرارات الإستثمار في الأسهم العادية أكثر من ارتباطها بقرار الإستثمار في السندات لذلك سوف نتطرق في الأساس إلى الأسهم العادية.

أولاً: محددات القيمة السوقية للسهم والعوامل المؤثرة فيها.

### 1. محددات القيمة السوقية للسهم :

كما سبقت الإشارة تتحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الإستثمار في الأسهم العادية على ضوء العوامل المحددة لقيمتها السوقية، وفي هذا الصدد يتفق الأكاديميون والممارسين على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد علة ضوء القيمة السوقية للجهة المصدرة والتي بدورها تتحدد على أساس متغيرين هما: التدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن عملياتها (صافي الربح بعد الضريبة + قسط الإهلاك) و المعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للمنشأة. إلا ان المضاربة تلعب دور كبير في التأثير على سعر السهم إذ أن مجرد الإقبال على شراء الأسهم لشركة معينة قد يصطحب بطلب كبير وبالتالي ارتفاع

القيمة السوقية للسهم، كذلك قد يلعب العامل النفسي دور كبير في قرار البية أو الشراء إذ أنه ولشعور ما قد يتخلص من أسهمه وبالتالي زيادة العرض ومنه انخفاض في سعر السهم<sup>1</sup>

أ- **التدفقات النقدية المتوقعة:** فإنها تتأثر تأثيراً مباشراً بمبيعات المنشأة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف، هذا وإن كانت هذه الأخيرة تتوقف إلى حد كبير على عوامل داخل المنشأة، فإن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافة إلى العوامل الخارجية، حيث عرفت مفاهيم الإدارة النقدية تطور ملحوظا في ارتفاع معدلات الفائدة مما أدى إلى ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية، الأمر الذي شجع الإدارة المالية للبحث عن طرق أكثر فعالية لإدارة النقدية إذ أن قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية ملائمة يؤثر على قدرتها على سداد التوزيعات والفوائد وبالتالي على القيمة السوقية للسهم.

ب- **معدل خصم التدفقات النقدية:** فيتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر، ويتم قياسه

$$r_i = r_1 + B r_m$$

$r_i$ : معدل العائد المطلوب.  $r_1$ : معدل العائد الخالي من الخطر.  $r_m$ : العائد علة مخاطر السوق

1- منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ،ص110.

**B: معامل B** مقياس المخاطر السوقية.

ويعرف هذا المعدل على أنه المعدل الذي يكفي لتشجيع المستثمر على توجيه موارده المالية المتاحة للاستثمار بدلا من استخدامها في حاجات حاضرة ويقاس بالجمع بين شقين الشق الأول معدل عائد خالي من المخاطرة والذي يتكون من شقين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم، أما الشق الثاني هو معدل تعويض على المخاطر التي تنطوي عليها عملية الإستثمار والذي يسمى بعلاوة المخاطرة..<sup>1</sup>

## 2. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية:

يتطلب إدارة المنشأة تحليل البيئة التنظيمية الخارجية والداخلية، لمعرفة مجموعة العوامل التي تمتلك تأثيرا في تلك القيمة أي التعرف على العوامل التي تؤدي إلى ارتفاع سعر السهم العادي أو انخفاضه في سوق الأوراق المالية، وأدناه سوف نتعرض لكل من العوامل الداخلية والخارجية .

**أ- العوامل الداخلية:** وسميت بالداخلية لأنها تتعلق بالبيئة الداخلية للشركة حيث أنها تتأثر وتؤثر فيها ومن بينها عدد العمال ورأس المال .

● **عدد العمال:** غالبا ما يؤثر عدد العاملين في الشركة على كمية إنتاجها ومن ثم على قوتها وضعفها الإقتصادي بين الشركات الأخرى، وبالتالي في رغبة المستثمرين على شراء أسهمها وعوائد هذه الأسهم تتأثر تبعاً لذلك.

● **رأس المال:** ويعد عنصرا رئيسيا من عناصر الإنتاج لأي مشروع أو نشاط استثماري، وله أثر واضح على عوائد الأسهم فكلما كان حجم رأس المال كبير تتأثر العوائد بشكل كبير والعكس صحيح وعوامل أخرى نوجزها في الجدول التالي:<sup>2</sup>

### جدول رقم (2-2): العوامل الداخلية

اسم العامل الداخلي	شكل التأثير
--------------------	-------------

1- طلبة أميرة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الإقتصاد والمناجنت، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008-2009، ص44.

2- عدنان تايه ذياب النعيمي، طبيعة النشاط والقيمة السوقية للمنشأة-دراسة مقارنة في سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية، كلية المأمون، الواحد والثلاثون، 2018، ص08.

غير مباشر	طبيعة المنشأة
غير مباشر	مستوى التكنولوجيا المستخدمة
غير مباشر	نسبة التمويل المقترض
غير مباشر	سياسة مقسوم الأرباح
غير مباشر	عوامل أخرى داخلية
مباشر	الربحية المتوقعة من السهم العادي
مباشر	توقيت التدفقات النقدية للسهم العادي
مباشر	درجة المخاطرة في عوائد السهم العادي

المصدر: من إعداد الطلبة

ب- العوامل الخارجية: وهي التي تؤثر على أعمال الشركة وليس لهذه الأخيرة أي علاقة في حدوثها وتضم كل من:

- الموازنة العامة للدولة: وتوضح الفائض أو العجز الكلي من خلال إجمال الإيرادات الفعلية مطروحا منه إجمالي المصروفات الفعلية للموازنة العامة للدولة.
- الناتج المحلي الإجمالي: إن حجم الناتج الكلي في الإقتصاد يؤثر سلبا أو إيجابا على الناتج المحلي الإجمالي، فارتفاع الناتج الكلي يؤدي إلى ارتفاع الناتج المحلي وبالتالي زيادة فرص العمل والإنتاج والاستهلاك. وهذا الارتفاع أو الانخفاض في الناتج المحلي الإجمالي يكون بسبب سعر الفائدة التي تعد أداة تحكم في الإئتمان.
- التضخم: يختلف الاقتصاديون في تحديد مفهوم التضخم فبالمعنى الإقتصادي ضعف القوة الشرائية

للعلمة<sup>1</sup>. والجدول التالي يوضح بعض العوامل الأخرى<sup>2</sup>

جدول رقم (2-3): العوامل الخارجية

شكل التأثير	اسم العامل الخارجي
مباشر	الظروف السائدة في سوق الأوراق المالية

1- سالم صلال راهي أحسنواوي، المحددات الداخلية والخارجية للقيمة السوقية، مجلة دورية نصف سنوية، المجلد السابع، العدد السابع عشر، 2014/3/9

2- عدنان تايه ذياب النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص06.

غير مباشر	التشريعات القانونية الخاصة بالشركات
غير مباشر	التشريعات الخاصة بحماية البيئة
غير مباشر	التشريعات العمالية
غير مباشر	السياسات المالية للدولة

المصدر: من اعداد الطلبة

ثانيا: النماذج المستخدمة في تحديد و قياس القيمة السوقية:

تعتبر عملية تقييم الأسهم من التحديات التي تواجه المستثمر، ويمكن القول بصفة عامة أن مكونات دالة تحديد السعر تتضمن عاملين: الأول وهو التدفقات النقدية المتوقعة والتي يمكن توقعها من خلال أمرين هما توقع التوزيعات في نهاية السنة أو من خلال التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها عند بيع سعر السهم، والثاني هو معدا العائد المتوقع أو المطلوب على الإستثمار في الأسهم. ولذلك سوف نتطرق لعدة نماذج تستخدم في تحديد القيمة السوقية<sup>1</sup>

### 1. قياس القيمة السوقية بواسطة مقارنة الرسملة والتحين: (Méthodes de capitalisation et de actualisation)

ترتكز هذه الطريقة على محور أساسي يتمثل في الاستجابة لاهتمامات المساهمين وأهدافهم وذلك من خلال تحقيق الهدف الرئيسي لاستثماراتهم والمتمثل في الربح و المردودية. ومن بين طرق هذه المقاربة نأخذ الطريقة الموالية:

أ- نموذج القيمة الحالية لتدفقات أرباح الأسهم: يسعى هذا النموذج بإعتبار أن المردود المتوقع لورقة مالية في المؤسسة يأتي من مصدرين للعوائد الممكن توقعها عوائد الأسهم والأرباح/أو الخسائر لرأس المال، وينقسم هذا النموذج إلى نوعين:

• عوائد الأسهم الثابتة: وحس هذه الفرضية مبلغ عوائد السهم المتوقع يبقى ثابتا وبالتالي فإن قيمة السهم

$$K = \frac{Div}{PO}$$

تكون كالتالي: حيث

1- نورس كاظم عبيد العارضي، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للسهم-دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق

العراق للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم المحاسبة، جامعة القادسية، 2018، ص48.

**K**: مرد ودية السهم (قيمة السهم)، **Div**: العائد المتوقع للسهم، **P0**: سعر السهم

• عوائد الأسهم المتزايدة: حسب هذه الطريقة فإن قيمة السهم يتم تحديدها كما يلي:

$$K = \frac{Div}{P0} + g$$

حيث: **g**: معدل نمو العوائد

كما تعرف هذه العلاقة بعلاقة Gordon et Chapiro<sup>1</sup>.

ب- طريقة نسبة السعر إلى الربح: (PER, Price Earning Ratio): حسب هذه الطريقة قيمة الأموال

الخاصة لمؤسسة يتم تحديدها عن طريق البورصة (**Capitalisation boursière**)، تنتج عن قدرة

المؤسسة الربحية والتي تسمى معامل الرسالة للأرباح، حيث يفسر هذا المعامل عدد المرات التي يتم فيها

تغطية سعر السهم من خلال ربحيته وتستخدم هذه الطريقة من أجل المقارنة بين ورقتين ماليتين في سوق

$$Per = \frac{P0}{Div}$$

الأسهم ويتم حسابها كالتالي:

2. نموذج خصم التدفقات النقدية: إن نموذج خصم التدفقات النقدية يعتمد على مبدأ خصم التوزيعات

الأرباح المتوقعة للاستثمارات والأوراق المالية، ورغم بساطته إلا انه يعتمد بشكل أساسي على أحد أبعاد

القرار الاستثماري.

فقط وهو العائد أو التدفق النقدي المتوقع، وأن قيمة السهم وفق هذا النموذج هي مجموع القيمة الحالية للتدفقات

النقدية المتوقعة (توزيعات أرباح مضافا إليها القيمة الحالية لسعر البيع المتوقع للسهم في المستقبل).

إن تقييم التدفقات النقدية المخصوصة واحدة من الطرق الرئيسية لمدخل التقييم شركة أو الأصول التي تستعمل مفاهيم

القيمة الزمنية للنقود، كل التدفقات النقدية تخصم لإعطاء القيمة الحالية وأن مبلغ التدفقات النقدية المستقبلية كلاهما

الواردات والنفقات، صافي القيمة الحالية مأخوذة كسعر التدفقات النقدية موضع السؤال سيقدم القيمة الحالية للشركة

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Cft}{(1+r)^t}$$

بالإضافة إلى قيمة الشركة.<sup>2</sup>

حيث أن **Cft**: التدفقات النقدية في الفترة **t**

<sup>1</sup>نورس كاظم عبيد العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 49

<sup>2</sup> - نورس كاظم عبيد العارضي، مرجع ساق ذكره، ص 50.

**r**: معدل خصم التدفقات النقدية.

وأن قيمة الشركة من خلال نموذج التدفقات النقدية يعطى وفق المعادلة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_{t0} \text{ Firm } t}{(1+W_{Acc})^t}$$

حيث أن: **WAcc**: المعدل الموزون لتكلفة رأس المال

**CF<sub>t0</sub>Firm<sub>t</sub>**: التدفقات النقدية المتوقعة للشركة في الفترة **t**.

3. نموذج التوزيعات النقدية: The Dividend Discount Model، صمم نموذج (DDM) لأول مرة

من قبل Williams سنة 1968، ويعتبر هذا النموذج أكثر النماذج استخداماً في تقييم الأسهم العادية

لأن التوزيعات تعد الأساس في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، والهدف الرئيسي من هذا النموذج هو إيجاد

قيمة السهم الحقيقية بجمع القيمة الحالية لسلسلة متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، والتي تخصم كل

مرحلة من مراحل هذه السلسلة عند معدل خصم معين أو معدل عائد مطلوب يتلائم مع درجة مخاطرها

، ويمكن حساب القيمة المستقبلية للأسهم العادية باستخدام نموذج خصم التوزيعات النقدية من خلال

$$V_j = \frac{D_1}{(1+K_1)^1} + \frac{D_2}{(1+K_2)^2} + \frac{D_3}{(1+K_3)^3} \dots + \frac{D_n}{(1+K_n)^n}$$

المعادلة التالية: <sup>1</sup>

حيث أن:

**V<sub>j</sub>**: قيمة السهم العادي **D<sub>t,j</sub>**: التوزيعات خلال الفترة **t**، **K**: معدل العائد المطلوب للسهم **j**

### خلاصة الفصل الثاني:

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل توضيح مفهوم البورصة أو ما يسمى بسوق الأوراق المالية حيث اتضح

لنا من خلال استعراض مجموعة من التعاريف أن البورصة عبارة عن إطار يجمع وحدات الفائض و وحدات العجز

عبر مجموعة من المتخصصين لتداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم التي كانت محط دراستنا، كما تعرضنا

لأنواع البورصات كل حسب مجال التخصص وأيضا لمجموعة الإجراءات وقواعد التعامل فيها كما تطرقنا في المبحث

1- نوري كاظم عبيد العارضي، مرجع نفسه، ص51.

الثاني إلى محددات القيمة البورصية لهذه الأسهم من مفاهيم رئيسية حول القيم والتعمق في الأسهم وأنواعها، كما تحدثنا عن العوامل المحددة والمؤثرة على هذه القيمة واستخدام عدة نماذج لقياسها.

## الفصل الثالث:

دراسة حالة بورصة السعودية

## تمهيد

يعتبر أثر حجم المؤسسة من بين أحد الانحرافات علة كفاءة السوق المالي، والذي تناولته بعض الدراسات فأثبتت بعضها إمكانية استغلال المعلومات المتعلقة بحجم المؤسسة لتحقيق عوائد غير عادية، ودراسات أخرى توصلت إلى نتائج مفادها أن المؤسسات تتأثر بالقيمة السوقية لأسهمها والعكس صحيح.

وعليه في هذا الفصل سنقوم باختبار العلاقة في سوق المالي السعودي، من خلال دراسة أثر حجم المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي على قيمتها السوقية، وذلك باستعمال نماذج رياضية تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة التي سنقوم بإسقاطها على السوق المالي السعودي.

لذلك سنتطرق في هذا الفصل إلى التعريف بالسوق المالي السعودي (البورصة)، وعرض أدائه، وعرض عينة من الشركات المدرجة فيها و ذلك في المبحث الأول، لتحدث عن الأساليب والأدوات الإحصائية التي سنستخدمها في متغيرات الدراسة، ودراسة الارتباط بين قيمة أسهم هذه الشركات وحجمها.

## المبحث الأول: التعريف بسوق المال السعودي

تشير الكثير من الدراسات بأن السوق المالي السعودي من بين أكبر الأسواق المالية العربية حجماً وتطوراً، وكذلك يتمتع بحجم تداول كبير وتوفر سيولة مالية ضخمة، كما يتمتع بشبكة معلومات قوية ومتاحة وعدد لا بأس به من الشركات المدرجة.

## المطلب الأول: نشأة السوق المالي السعودي وأهدافه

للتعريف بسوق المال السعودي سيتم التطرق إلى كل من نشأته وأهدافه، وهيكله التنظيمي وتطوره

أولاً: نشأة السوق المالي السعودي<sup>1</sup>

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى عام 1932 حيث أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصاً في السبعينيات الميلادية، إذ تزايدت أعداداً هذه الشركات ومع تطور هذه الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات، إلى أن صدر الأمر السامي رقم 1230/8 في 23 نوفمبر 1984 بتنظيم التداول. وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي.

وفي عام 1990 بدأ السوق انطلاقة جديدة حيث تم تطبيق النظام الآلي (نظام ESIE) وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية، واستمر العمل به إلى حلول عام 2001م حيث تم استبداله بنظام "تداول"، وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والتقصص، يوفر نظام تداول سوقاً يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعيرين مع إعطاء معلومات أخرى بحجم التداول وطبيعة المنشأة. وقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول، وبين سوق الأوراق المالية بإدخال الأوامر التي تستقبلها من المستثمرين إلى نظم تداول والتي يتم تصنيفها وترتيبها حسب أفضلية السعر والوقت، وعند مقابلة أوامر البيع والشراء وتنفيذها مع بعضها يتم التحويل الفوري للأسهم من محفظة البائع إلى محفظة المشتري.

1- هيئة السوق المالية السعودية.

وقد شهد السوق السعودي مؤخرًا نقلة نوعية جديدة بصدر نظام السوق المالية وفقًا للمرسوم الملكي رقم 30/م بتاريخ 2003/8/31م ، الذي قضى بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية . وإنشاء هيئة السوق المالية التي تتمتع بالاستقلالية المالية و الإدارية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء ، وتهدف إلى تطوير وتنظيم السوق المالية في المملكة، ولها صلاحيات وضع القواعد واللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية.

### ثانياً أهداف السوق المالي السعودي:<sup>1</sup>

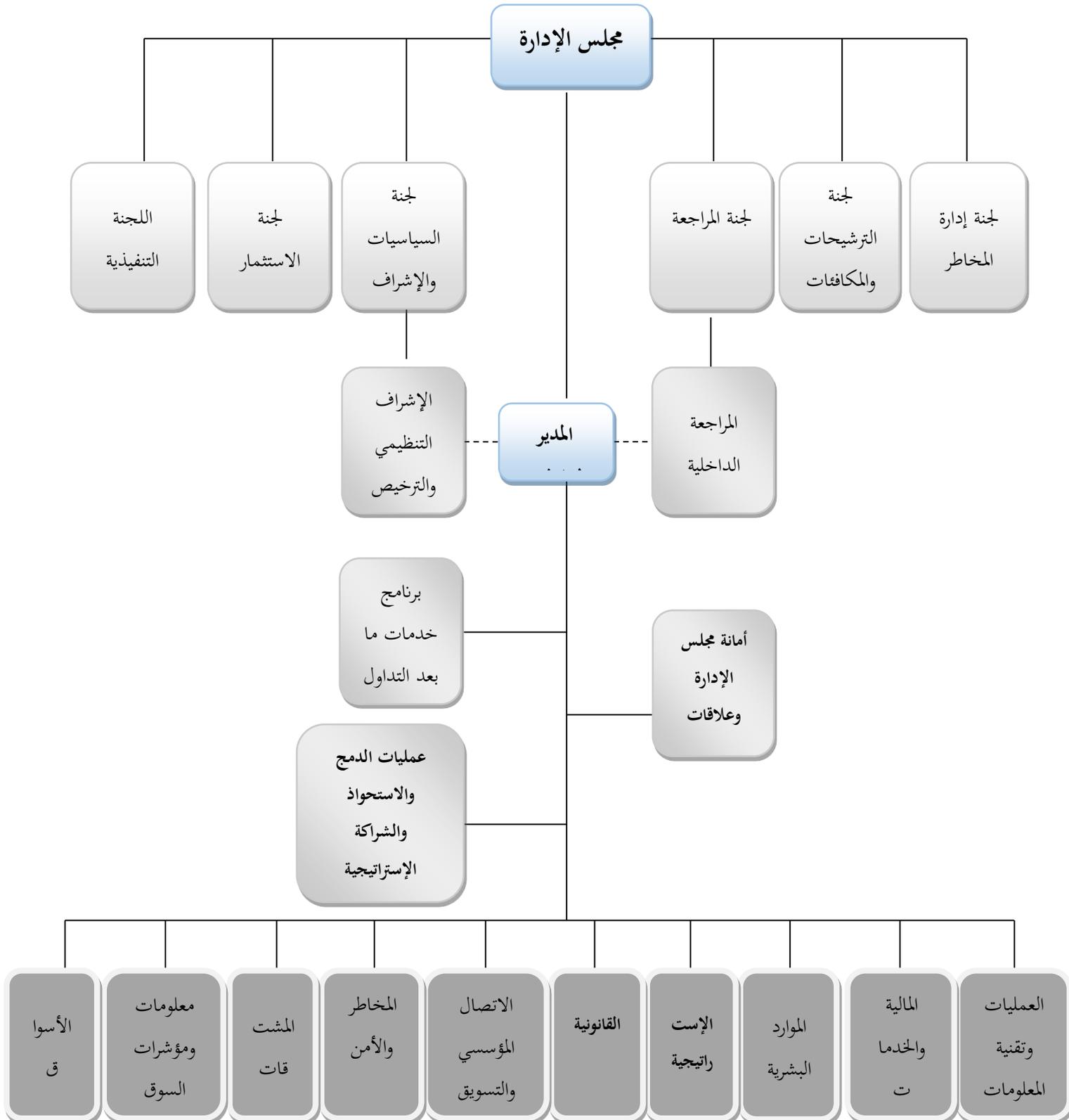
إن فتح سوق الأسهم السعودية لاستثمار المؤسسات المالية المحلية والأجنبية لا يستهدف جلب رأس مال أو ضخ سيولة في السوق المالية، وإنما يستهدف تحقيق عدد من الأهداف على المدى البعيد زهي:

1. تعزيز الاستثمار المؤسسي في السوق المالية السعودية الذي سيؤدي بدوره إلى دعم استقرار السوق والحد من التذبذب فيها، وذلك من خلال استقطاب مستثمرين متخصصين يضيفون خبراتهم إلى السوق المحلية، وتكون أهدافهم الاستثمارية بعيدة المدى.
2. نقل المعارف والخبرات للمؤسسات المحلية والمستثمرين، والرفع من مهنية المشاركين في السوق المالية السعودية من خلال جذب الخبرات المهنية المتخصصة عالية المستوى.
3. رفع أداء الشركات المدرجة و لاسيما في جانب الإفصاح عن المعلومات المالية وكذلك رفع أداء الشركات الاستثمارية المتخصصة.
4. تعزيز مكانة السوق المالية السعودية لتكون سوقاً رائدة، وزيادة رفع تصنيفها على المستوى العالمي لتكون سوقاً ناشئة **EmergingMarket** بحسب تصنيف المؤشرات العالمية ذات العلاقة وعلى رأسها مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال **MSCI** والتي تسعى العديد من الأسواق الأخرى إلى الوصول إليها.
5. رفع مستوى البحوث والدراسات والتقييمات التي يتم إجرائها عن السوق بشكل هام والشركات المدرجة بشكل خاص مما يوفر لجميع المتعاملين معلومات أكثر دقة و تقييمات أكثر عدالة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي وتطور أدائه.

أولاً: الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي

الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي للسوق المالي



## المصدر: موقع التداول

ثانيا: تأسيس السوق المالية السعودية ومراحل تطورها:

وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 29 صفر 1428 الموافق ل 19 مارس 2007م برئاسة خادم الحرمين الشريفين الملك عبد الله بن عبد العزيز على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية(تداول)"، يأتي القرار تنفيذا للمادة 20 من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.<sup>1</sup>

مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي أكسبتها الريادة في مجال الأوراق المالية علة مستوى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا و أكسبتها المهنية العالية والخبرة اللازمة لإدارة هذا النوع من مشاريع التطوير لأنظمة التداول الآلية، سنتطرق إلى أبرز مراحل التطور التقني في السوق السعودي كآلاتي:

- **المرحلة الأولى:** تم في عام 1990 إطلاق نظام **ESIS** ثم أضيف تحديث يعنى بنشر الأسعار وإعلانات الشركات ونشر قوائمها المالية ، وفي عام 1994 تم إضافة فترة تداول ثانية وتم احتساب مؤشر السوق أسبوعيا وفي مرحلة لاحقة ن نفس السنة أضيف يوم الخميس لفترة واحدة صباحية<sup>3</sup>
- **المرحلة الثانية:** بدأت من عام 1997 حتى عام 2000 حيث بدأت إدارة الرقابة على الأسهم بإرسال العديد من التقارير إلى مؤسسة الخليج للاستثمار وتم أيضا دمج أنظمة التسويات والتقاص ونقل الملكية في منطقة واحدة ، ومن ثم تم التحويل ن الإشعارات كوسيلة لإثبات الملكية إلى الحسابات.
- **المرحلة الثالثة:** في عام 2001 تم تطوير جميع الأنظمة بالتعاون مع شركة **EFA** الكندية نتج عنه إطلاق نظام التداول الآلي **Horizon** والتحول إلى التسوية اليومية (**T+0**) بدلا من (**T+1**) و استبدال الوثائق بتطبيقات الحسابات الاستثمارية. وفي هذه المرحلة تحديدا طورت البنوك من أنظمتها وبدأ التداول في البنوك من خلال شبكة الانترنت والهاتف المصرفي وأجهزة الصراف الآلي.
- **المرحلة الرابعة:** في عام 2007 أطلقت السوق المالية السعودية بالتعاون مع الشركة الرائدة في عالم البرمجيات **OMX** بتطوير شامل للبنية الفنية وجميع أنظمة التداول لديها قدرة فنية واستيعابية و طاقة تحمل أكبر وذلك تحسبا لزيادة وارتفاع معدلات العمليات اليومية والرغبة في إدراج أدوات استثمارية جديدة، وكذلك

1-[https:// ar. Wikipedia .org/w/index.php?title. 8/8/2020](https://ar.wikipedia.org/w/index.php?title=8/8/2020) ,10:55.

منصة نشر بيانات السوق ومنصة مراقبة السوق (SAXESS, TARGIN, SMARTS) وتم اختيار شركة **OMX** السويدية المتخصصة في صناعة تقنيو وإدارة وتشغيل الأسواق.

- المرحلة الخامسة: لمواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة القطاع وضمن مساعي السوق المالية الحديثة لاستخدام أحدث حلول التقنية التي تساعدها على تقديم أفضل الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها وقعت السوق المالية في أواخر عام 2013 اتفاقية مع شركة **NASDAQ** العالمية الرائدة في البرمجيات والأنظمة الخاصة بالسوق المالية عقدا تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام **SAXESS** إلى نظام **XSTREAM INET** والذي يتميز بالسرعة الفائقة وقدرته الاستيعابية العالية.

تستخدم هذه النسخة من النظام في عدد من الأسواق المالية العالمية المتقدمة وتعتبر السوق المالية السعودية واحدة من 4 أسواق عالمية تطبق هذا الإصدار من النظام الذي يتضمن العديد من الخصائص الفنية والمزايا الإضافية، كما يدعم النظام تطبيق العديد من المنتجات (الأسهم، الصكوك، السندات، السلع...) وساعد على تقديم أفضل الخدمات والحلول المالية للأسواق والمتعاملين فيها<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: شركة المصافي المدرجة في بورصة السعودية

#### 1. شركة المصافي:

شركة المصافي العربية السعودية هي شركة مساهمة سعودية، تأسست في الثالث عشر من يوليو عام 1960، برأس مال يبلغ مئة وخمسين مليون ريال سعودي، تقوم الشركة بكافة الأعمال البترولية ويتمثل في شراء ونقل وتصفية وبيع واستيراد وتصدير وتوزيع البترول بما في ذلك النفط الخام والمنتجات البترولية.

الشركات التابعة أو التي تساهم فيها شركة المصافي العربية السعودية هي:

- الشركة العربية للسلفونات المحدودة.
- الشركة العربية للصهاريج المحدودة.
- شركة مصفاة جده للبترول.

- بنك الرياض.
- المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي.
- شركة اسمنت تبوك.

وتشمل نشاطات الشركة التالي:

1. استخراج النفط الخام وانشاء محطات التكرير والبتروكيماويات والمصافي.
2. التعامل في الأواق المالية بصفة أصيل.
3. شراء وبيع الأراضي والعقارات وتقسيمها وأنشطة البيع على الخارطة.
4. إدارة وتأجير العقارات المملوكة او المؤجرة (غير سكنية).

المبحث الثاني: دراسة مدى تأثير حجم الشركات على أسعار أسهمها

المطلب الأول: منهج الدراسة

لمعرفة مدى تأثير حجم الشركة المدرجة في البورصة على القيمة السوقية، سنحاول من خلال هذا المطلب بناء نماذج انحدار بسيطة تفسر العلاقة بين المتغيرات وذلك بالاعتماد على معادلة الانحدار الخطي وطريقة المربعات الصغرى وبرنامج Excel وبالاستعانة ببرمجية Esps26.

أولاً: تعيين النموذج

لتحديد النموذج الرياضي أولاً يجب علينا تحديد متغيرات محل الدراسة في شكلها الرياضي ودراسة الاحتمالات المتوقعة الناتجة عنها.

1. تحديد متغيرات النموذج:

على ضوء المشكلة محل الدراسة ولقياس تأثير حجم الشركة على القيمة السوقية للسهم قمنا بالاعتماد على عدة نماذج رياضية نربط في كل مرة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

وعليه تتمثل متغيرات الدراسة في:

أ- المتغيرات المستقلة: بناء على ما أشرنا إليه سابقاً فإن المتغير المستقل هو حجم الشركة (رأس المال)

المدرجة في بورصة السعودية ونرمز لها بالمتغير  $X$ .

ب- المتغيرات التابعة: ويتمثل في القيمة السوقية للسهم  $Y$ .

ومن خلال معادلة الانحدار الخطي نحسب ما يلي:

$$Y=a+by$$

حيث يحسب كل من  $a$  و  $b$  كما يلي:

$$A = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{n\sum x^2 - (\sum x)^2}$$

$$B = \frac{\sum y \cdot b \sum x}{n}$$

ولقد اعتمدنا لتحديد كل من المتغيرات  $x$  و  $y$  من خلال القوائم المالية وميزانيات الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي المتوفرة على موقع الاقتصاد [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa) للحصول على البيانات اللازمة.

### ثانياً: اختبار النموذج:<sup>1</sup>

لقبول تقدير النموذج يجب اتباع علاقة الاقتصاد القياسي وينص أنه توجد علاقة وثيقة بالنظرية الاقتصادية والإحصاء الرياضي والإحصاء الاقتصادي والاقتصاد الرياضي. لأن هذه الفروع متكامل من أجل توفير قيم عددية لمعلومات المتغيرات الاقتصادية المختلفة.

### 1. اختبار النموذج إقتصادياً:

بدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية فنص النظرية الاقتصادية الجزئية مثلاً على أن زيادة سعر سلعة ما تسبب انخفاضاً في الطلب عليها، فتفترض هذه النظرية وجود علاقة عكسية بين السعر و الكمية المطلوبة من السلعة، ولكنها لم تعطي أي قياس عددي للعلاقة بين هذين المتغيرين، بذلك يمكن القول أن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المستوحاة من النظرية الاقتصادية تبقى مسألة مجردة ما لم يتم تقدير معاملها في ضوء البيانات الإحصائية الواقعية والتي هي من مهمات القياس الاقتصادي.

1- اختبار الاقتصاد الرياضي: يهتم الاقتصاد الرياضي بإعادة صياغة العلاقة التي تم تحديدها بالاعتماد

على النظرية الاقتصادية رياضياً أي على هيئة معادلات ورموز رياضية بدون قياس.

2- اختبار الإحصاء الاقتصادي: يقتصر دوره على تجميع البيانات الإحصائية الخاصة بالمتغيرات

الاقتصادية

1- حسيت علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، اليازوري دار النشر والتوزيع، ص 4-5.

3- أما اختبار الإحصاء الرياضي: فهي تجهز الباحث بأدوات تحليلية يستخدمها في دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية وبطرق خاصة لمعالجة أخطاء التقدير تمهيدا لاستخدامها في تحقيق أهداف القياس الاقتصادي.

دراسة العلاقة بين (رأس المال)  $x$  و  $y$  (القيمة السوقية) سوف نقوم بالكشف عن هذه العلاقة بتقدير النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين ( $x$ ) و ( $y$ )، وهذا حسب المعايير التالية:

- معنوية المعامل
  - معامل التحديد
  - معامل الارتباط
- 1- معنوية المعامل:

يتم استخدام اختبار ستيودنت  $t$  في التحقق من معنوية معالم النموذج، ويرتكز على نوعين من الفروض:

فرض العدم  $H_0: B_0 = B_1 = 0$

الفرضية البديلة  $H_1: B_0 \neq B_1 \neq 0$

بعد القيام بحساب قيمة ( $t$ )، يتم مقارنة  $t$  المحسوبة مع قيمة  $t$  الجدولية عند مستوى المعنوية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، ومن ثم تقييم معنوية معاملات النموذج المقدر، فإذا كانت قيم  $t$  المحسوبة أكبر من  $t$  الجدولية فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بمعنى ان لها معنوية إحصائية.

أما اذا كانت قيم  $t$  المحسوبة أقل من  $t$  الجدولية فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي ليست ذو دلالة إحصائية.

## 2- معامل التحديد:

معامل التحديد  $R^2$  يسمح بقياس نسبة التغيرات التي تحدث في المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة، أي أنه يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير في المتغير التابع، إذن فهو مقياس للقدرة التفسيرية للنموذج أي أنه يختبر جودة التوفيق والارتباط بين متغيرات الدراسة. يحسب بالعلاقة:<sup>1</sup>

حيث  $R \in [0.1]$

$$R^2 = \frac{\sum i^2}{(Y_i - \bar{Y})^2}$$

## 3- المعنوية الكلية:

يقوم اختبار فيشر باختبار النموذج ككل، أي يوضح جوهرية العلاقة بين المتغيرين ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات:

فرضية العدم  $H_0$ : وتنص على انعدام العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أي:

$$H_0: C - B_1 = 0$$

الفرضية البديلة  $H_1$ : وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أي:

$$H_1: C \neq B_1 \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:  $F_c = \frac{R^2/1}{(1-R^2)/(n-2)}$

بعد احتساب قيمة  $F$  نقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية  $k$  و  $n-k-1$  للسط والمقام ومستوى معنوية معين. فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن العلاقة المدروسة معنوية، والمتغير المستقل ذو تأثير في  $Y$ . أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فإن ذلك يعني قبول  $H_0$  أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية أي أنه ليس ثمة تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>دمودار جيجاراتي، ترجمة هند عبد الغفار عودة، الاقتصاد القياسي، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2012، ص101،

<sup>2</sup>محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، الأردن، طبعة الأولى، 2012، ص42-43.

## المطلب الثاني: تقدير النماذج ومناقشة النتائج

سنقوم بتقدير نماذج رياضية بهدف تفسير العلاقة بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم، والتي سنقوم باختبار فرضيات الدراسة، واستخلاص النتائج.

## أولاً: متغيرات الدراسة

من أجل تفسير العلاقة بين المتغيرين  $X$  و  $Y$  قمنا باستخراج كل من رأس مال الشركة وسعر السهم، بحيث عند تفسير العلاقة بين المتغيرين سوف نقوم بالإجابة على الفرضيات.

## جدول رقم (3-1): متغيرات الدراسة لرأس المال

السنوات	X(رأس المال)
2019	150 000 000
2018	150 000 000
2017	150 000 000
2016	150 000 000
2015	150 000 000
2014	150 000 000
2013	150 000 000
2012	150 000 000
2011	150 000 000
2010	150 000 000
2009	150 000 000

<b>150 000 000</b>	<b>2008</b>
<b>150 000 000</b>	<b>2007</b>
<b>60 000 000</b>	<b>2006</b>
<b>60 000 000</b>	<b>2005</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2004</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2003</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2002</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2001</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2000</b>
<b>40 000 000</b>	<b>1999</b>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على قائمة المركز المالي الموحدة في موقع التداول

جدول رقم (3-2): متغيرات الدراسة للقيمة السوقية

السنوات	Y القيمة السوقية
2019	79.40
2018	44.70
2017	41.80
2016	31.10
2015	40.00
2014	41.10
2013	49.40
2012	58.75
2011	60.50
2010	79.25
2009	36.00
2008	49.80
2007	58.00
2006	95.00
2005	74.07
2004	180.00

27.63	2003
9.87	2002
6.13	2001
6.28	2000
7.44	1999

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على قائمة المركز المالي الموحدة في موقع التداول

ثانياً: تقدير النموذج

لتوضيح العلاقة بين المتغيرين سوف نقوم بتقدير مجموعة من إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير

العلاقة بين  $x$  و  $y$ .

بالاستعانة ببرمجية **Eviews** تحصلنا على النتائج التالية:

جدول رقم (3-2): إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين المتغيرين (رأس المال)  $X$  و (سعر

السهم)  $Y$

Model	R	std	R-squared	adjusted R-squared	Durbin- waston
1	105	39.64975	0.011	0.038	1.320

المصدر: بالاعتماد على برنامج Spss26

تعليق:

توضح نتائج التقدير أن معلمة حجم المؤسسة تأخذ شارة سالبة، وهي نتيجة غير مقبولة اقتصادياً. كما

يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معلمات النموذج أنه:

نلاحظ أن قيمة دارين واتسن بعيد عن 2 وبالتالي يوجد هناك ارتباط ذاتي.

الجدول رقم (3-3): إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين المتغيرين (رأس المال)  $X$  و (سعر

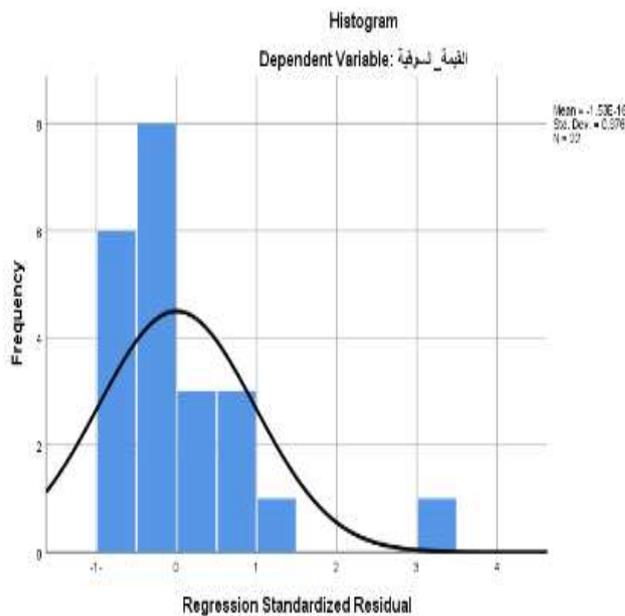
السهم)  $Y$

Model	Sum of squares	df	Mean Square	F	Sig
Regression	353.147	1	353.147	0.225	0.641
Residual	31442.047	20	1572.102		
Total	31795.194	21			

نلاحظ أن قيمة المعنوية أكبر من 5 بالمائة وبالتالي النموذج غير صالح.

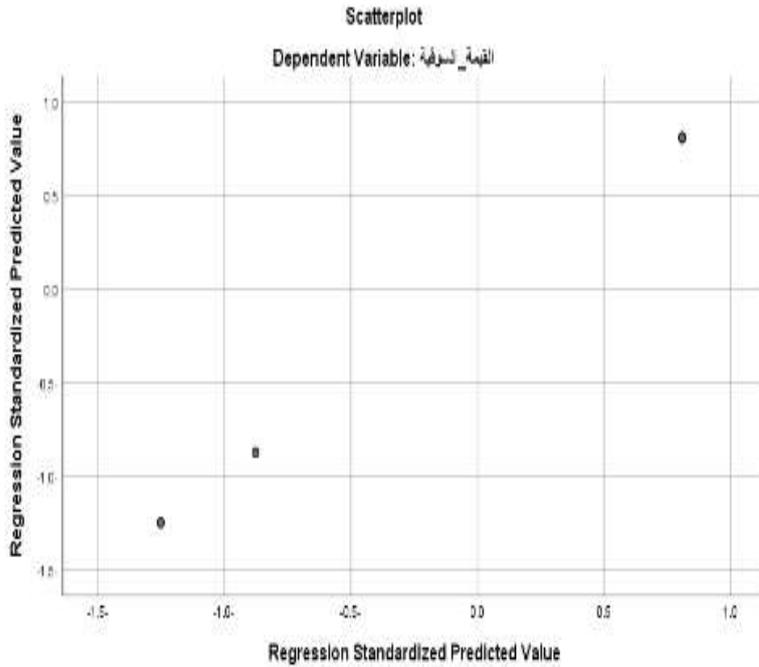
و من خلال هذا لاثبات ذلك لجأنا الى الرسم البياني لتوضيح أكثر:

الشكل رقم (3-2): رسم بياني للانحدار المعياري للقيمة السوقية



المصدر: بالاعتماد على برنامج Spss26

الشكل رقم (3-3): رسم بياني يوضع القيمة المتوقعة الموحدة للانحدار للقيمة السوقية



المصدر: بالاعتماد على برنامج Spss26

التعليق:

من خلال التمثيلين البيانيين نلاحظ أن :

البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي وبالتالي يؤكد عدم صلاحية النموذج.

## خلاصة الفصل الثالث

من أجل معرفة أثر حجم المؤسسة الاقتصادية على القيمة السوقية للسهم، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر، وتم اختبار وجود علاقة بين الحجم والقيمة السوقية، والتوصل الى أن لا توجد علاقة ذو معنوية إحصائية، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي.

الخاتمة

## الخاتمة

بالنظر إلى كل ماسبق تمكنا إلى أن هناك عدة طرق لقياس حجم المؤسسة منها الأرباح الموزعة، رقم الأعمال، عدد العاملين... ويعد حجم رأس المال من أهم هذه الطرق إذ يعد أحد أبرز العوامل التي تجعل المستثمر يفاضل بين المؤسسات للاستثمار فيها، حيث غالبا ما يبادر إلى ذهنه ان المؤسسات ذات رأس مال الكبير لها قيمة سوقية أكبر من غيرها من المؤسسات الأخرى.

وعلى هذا الأساس حاولنا دراسة أثر حجم رأس مال على القيمة السوقية لأسهمها المدرجة في السوق المالي السعودي، فتناولنا في الجانب النظري في الفصل الأول منه المؤسسة وحجمها من ماهية ومعايير وتصنيفات للحجم إضافة إلى مفهومه، كما تطرقنا في الفصل الثاني للأسواق المالية ومفهومها وأنواعها والقيمة السوقية للأسهم المتداولة فيها والنماذج المستخدمة في تقييمها.

أما في الجانب التطبيقي فقد حاولنا من خلاله الإجابة على فرضيات الدراسة وهذا من خلال إسقاطها على السوق المالي السعودي وتطبيقها على مؤسسة اقتصادية مدرجة فيه توفرت فيها كل الشروط، وهذا بهدف تحديد مدى تأثير حجم المؤسسة على قيمة أسهمها

ومن خلال تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط واختبارها اتضح لنا:

- من خلال النموذج الأول، الذي يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم، اتضح أنه لا توجد دلالة إحصائية بين المتغيرين وهذا ماثبت صحة الفرضية الأولى.
- ومن خلال الشكليين، الذي يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة والقيمة السوقية للسهم، يؤكد أنه لا توجد علاقة بين حجم رأس المال و القيمة السوقية.

## I. النتائج:

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها ما يلي:

- السوق المالي هو السوق الأساسي لجميع الأسواق، حيث يلعب الدور الأساسي في جذب الأموال من أصحاب الفئات وضخها لأصحاب العجز الذين لهم رغبة في الاستثمار
- تعد المعلومة محوراً أساسياً في مركزية السوق المالية لمعرفة سعر وقيمة الورقة المالية

- يعد حجم المؤسسة معيار لتصنيف المؤسسة حيثما تنتمي مجموعة من معايير الحجم، وذلك بالاعتماد على عدة معايير نوعية وكمية تسمح بتصنيفها مثل نموها وارتفاعها ودرجة النمو... وغيرها من العوامل التي تتحكم في تصنيف المؤسسة حسب حجمها، وعليه تصنف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وكبيرة الحجم.
- الإدراج في السوق المالي بمثابة فرصة حقيقية لنمو المؤسسة رغم العراقيل والنظرة المعقدة للإدراج في السوق المالي وتكلفتها إلا أنه يعد مرحلة بالغة الأهمية في حياة الشركة.
- وجود أثر لحجم المؤسسة الممثل في أسواقها المحلية وأسواقها الخارجية مقارنة مع عوامل أخرى مثل عوائد الأسهم، توزيعات الأرباح... وهذا ما أثبتته النتائج المتحصلة عليها.

## II. الآفاق:

بهدف التوسع والإحاطة بجميع جوانب الدراسة ونفيًا وتأكيد النتائج المتحصلة عليها نقترح ما يلي:

- إجراء الدراسة على أسواق مالية أخرى، وعدد أكبر من المؤسسات لتعميم الدراسة في حالة توافق النتائج.
- استخدام معايير أخرى للتعبير عن حجم المؤسسة (إجمالي المبيعات، عدد العاملين،...) وذلك لتأكيد ونفي النتائج التي تم التوصل إليها في هذا البحث.
- التعمق في دراسة أثر حجم المؤسسة على قيمة أسهمها من خلال تحديد العوامل التي تتحكم في حجم المؤسسة دراسة أثرها على القيمة السوقية لأسهمها.
- استخدام أساليب إحصائية أخرى لضبط نتائج الدراسة.

## المخلص:

تهدف الدراسة إلى معرفة مدتها تأثير حجم رأس المال المؤسسية الاقتصادية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق المالي، حيث شملت الدراسة 15 مؤسسة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2020 وذلك باستخدام الانحدار الخطي البسيط، لبناء نموذج يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة وقيمة أسهمها. ولخصت الدراسة إلى وجود أثر لحجم رأس المال المؤسسية على قيمة أسهمها لكن أقل قيمة نسبياً فهذا ما توصلنا إليه من خلال النتائج.

الكلمات المفتاحية: حجم المؤسسة، القيمة السوقية، السوق المالي السعودي.

**Summary:**

The goal of study's to know the impact of the size of the capitalism for the economic institution on the market value of institutions listed on the financial market .where study in clouded 15 institutions listed on the Saudi financial market during 2020,

And that by using simple linear regression to build a model that explain the relation between the institution size and the value of financial stocks.

The study concluded that therein an offer of the institution capitalism size on the value of the financial stocks, but the value is relatively lees. This is what were ached through the results.

EEnterprise size, Market value, The Saudi financial market.

## قائمة المراجع والمصادر

## قائمة المراجع:

## 1. قائمة الكتب باللغة العربية:

- إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، دار الكراسنة، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2017.
- إسماعيل عرباجي، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996.
- بن إبراهيم الغالي وبن ضياف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
- جميل محمد خالد، أساسيات الاقتصاد الدولي، الأكاديميون للنشر والتوزيع.
- حروش رفيقة، اقتصاد وتسيير المؤسسة، دار الأمة، الجزائر، سنة 2013.
- حسين وليد، حسين عباس، الاعتماد الأكاديمي وتطبيقات الجودة في المؤسسات التعليمية.
- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية، دار البازوري العلمية.
- دمودارجي جاراتي، ترجمة هند عبد الغفار عودة، الاقتصاد القياسي، دار الميرخل للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، طبعه الأولى، 2012.
- رائد محمد عبدربه، نظرية المنظمة والمؤسسات، الجندرية للنشر والتوزيع، بدون طبعة، 2013.
- سالم صلال راهي الحسنائي، المحددات الداخلية والخارجية للقيمة السوقية، مجلة دورية نصف سنوية، المجلد السابع، العدد السابع عشر، 2014/3/9.
- السعيد بريش، مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية (حالة الجزائر)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة العدد الثاني عشر، 2007.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية-دراسة مقارنة بين النظم وأحكام الشريعة الإسلامية-المعهد العالمي الفكر الإسلامي، دار النهار، مصر، 1996.
- سيد عبد النبي محمد، إعادة ابتكار المؤسسات للوصول للتميز، الجيزة وكالة الصحافة العربية، دار الكتب المصرية، طبعة 2019.
- شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، جامعة محمد بوضياف المسيلة.

- صلاح عبد الكريم، النقود والمؤسسات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، سفير الدولية للنشر، القاهرة، 2010.
- طارق عبد العال حماد، التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج والخصخصة ، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- الطاهر قانه، علم الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، بدون طبعة ، دار الخليج، 2020 .
- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد مؤسسة وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996.
- عبد الغفار حنفي و رسمية قريباقص، الأسواق والمؤسسات المالية:الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- عبد الله غالم، سبع حنان، مداخلة بعنوان: واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 5 و6 ماي 2013.
- عبود صمويل، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 1982.
- عدنان تايه ذياب النعيمي، طبيعة النشاط والقيمة السوقية للمنشأة-دراسة مقارنة في سوق العراق وسوق عمان للأوراق المالية، كلية المأمون، الواحد والثلاثون، 2018.
- عزيزة بن سمينة، اقتصاد المؤسسة، الجزء الأول، دار الأيام، الطبعة الأولى، الأردن، 2007.
- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.
- عمر صخري، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، طبعة 5، 2007
- فرحات غول، الوجيز في اقتصاد مؤسسة، دار الخلدونية للنشر، طبعة 2008.
- كرار سليم عبد زهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية - دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، جامعة الكوفة.
- محفوظ جبار، أسواق ورؤوس أموال، الجزء الأول: الطبعة 1، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
- محمد أحمد محمود عمارة، رقابة هيئة سوق رأس المال، الطبعة الأولى، 2014.
- محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد التاسع.

- محمد بن سعيد، دورة حياة المؤسسة الاقتصادية وأثرها على استخدام نظام التكاليف على أساس الأنشطة **ABC**، مخبر إدارة أعمال المؤسسات، جامعة سيدي بلعباس.
  - محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، الأردن، طبعة الأولى، 2012.
  - محمد فرح عبد الحلیم، الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم للتكنولوجيا بالتعاون مع جامعة السودان المفتوحة، صنعاء، 2013.
  - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، منشأة المعرفة للتوزيع، الإسكندرية، 2008.
- 2. رسائل الدكتوراه والماستر:**
- أميرة بلقط، حبیبة نحال، أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي على عائد السهم (دراسة حالة سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2015))، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماستر في العلوم المالية، تخصص مالية، جامعة قلمة، 2015-2016.
  - انصر الدين بن نذیر، الابداع التكنولوجي كخيار استراتيجي تعزيز الميزة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في علوم التسيير، تخصص تسيير، جامعة الجزائر، 2012.
  - بلعجال حلیمة، المقاربات والطرق المعتمدة في تحديد القيمة العادلة للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص تدقيق محاسبي ومراقبة التسيير، كلية العلوم التجارية والاقتصادية ومراقبة التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس.
  - بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013.
  - بن شعيب فاطمة الزهراء، دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي - دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2010-2011.
  - بن قيراط أحلام و حملاوي عايدة، أثر الساسة النقدية والسياسة المالية على سوق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومؤسسات مالية، جامعة 08 ماي 1945 قلمة، 2010-2011.

- بوترية وهيبة، علاقة البنوك بالبورصة والأزمات المالية-دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة وهران2، 2015-2016.
- بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، سنة 2007.
- حريزي رابح، سوق أوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التناول فيها، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.
- حميدة رمضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي-دراسة عينة من المؤسسات المسعرة بسوق عمان المالي خلال الفترة 2008-2010، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.
- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص الأسواق والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- سارة ذيب ومريم شعابنة، معوقات تطور أسواق الأوراق المالية المغاربية-دراسة حالة بورصتي الجزائر والدار البيضاء خلال الفترة 2005-2008، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص مالية ونقود، شعبة العلوم الاقتصادية، جامعة العربي التبسي -تبسه، 2016.
- شوقي شادلي، أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008.
- طلبة أميرة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الإقتصاد والمناجمنت، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008-2009.
- **عامر حبيبة**، مذكرة مكملة لنيل شهادة دكتوراه علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة السنة الجامعية 2016/2017.

- غربة محمد نجيب أبو عمرو، تقييم تجربة التل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، بحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، 2008-1429 م.

- نورس كاظم عبيد العارضي، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للسهم-دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم المحاسبة، جامعة القادسية، 2018.

### 3. مجالات:

- آمنة مخناسة، مجلة الاجتهاد القضائي، تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها، العدد الحادي عشر، جامعة محمد خيضر بسكرة.

### 4. قائمة الكتب باللغة الفرنسية:

- **Ahmed Koudri, économie d'entreprise, enagédition, Algérie, 1999.**
- **Guillaume Brian, Vinent Godard , avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de privateequity, mémoire de fin d'étude, spécialité de finance, école des hautes études commerciales de Paris,2007.**

### 5. مواقع الانترنت:

- <http://sadekalii.blogspot.com/2017/05>.
- <http://e-tejara.com>.
- <http://learn.tradimo.com> ,05/08/2020 ,10:40
- <https://gulf365.co>; نبض الخليج العربي ,05/05/2020,21:43.
- <https://tadaawul.com.sa>; الإدراج في السوق المالي السعودي.
- <https://ar.wikipedia.org/w/index.hph?title.8/8/2020> ,10:55.
- <https://ww.argaam.com>.14/8/2020, 21:52.
- [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa) هيئة السوق المالية السعودية.

الملاحق

## الملحق رقم 01: متغيرات الدراسة X

X(رأس المال)	السنوات
150 000 000	2019
150 000 000	2018
150 000 000	2017
150 000 000	2016
150 000 000	2015
150 000 000	2014
150 000 000	2013
150 000 000	2012
150 000 000	2011
150 000 000	2010
150 000 000	2009
150 000 000	2008
150 000 000	2007
60 000 000	2006
60 000 000	2005
40 000 000	2004

<b>40 000 000</b>	<b>2003</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2002</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2001</b>
<b>40 000 000</b>	<b>2000</b>
<b>40 000 000</b>	<b>1999</b>

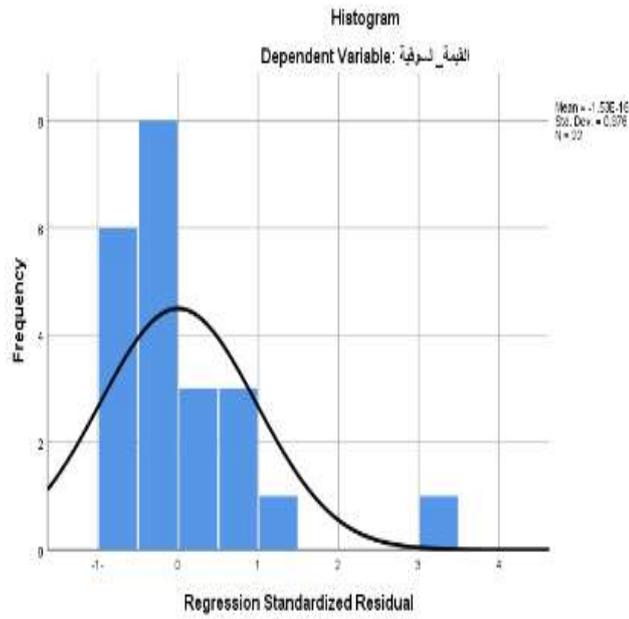
الملحق رقم 02: متغيرات الدراسة Y

السنوات	Y القيمة السوقية
<b>2019</b>	<b>79.40</b>
<b>2018</b>	<b>44.70</b>
<b>2017</b>	<b>41.80</b>
<b>2016</b>	<b>31.10</b>
<b>2015</b>	<b>40.00</b>
<b>2014</b>	<b>41.10</b>
<b>2013</b>	<b>49.40</b>
<b>2012</b>	<b>58.75</b>
<b>2011</b>	<b>60.50</b>
<b>2010</b>	<b>79.25</b>

---

<b>36.00</b>	<b>2009</b>
<b>49.80</b>	<b>2008</b>
<b>58.00</b>	<b>2007</b>
<b>95.00</b>	<b>2006</b>
<b>74.07</b>	<b>2005</b>
<b>180.00</b>	<b>2004</b>
<b>27.63</b>	<b>2003</b>
<b>9.87</b>	<b>2002</b>
<b>6.13</b>	<b>2001</b>
<b>6.28</b>	<b>2000</b>
<b>7.44</b>	<b>1999</b>

## الملحق رقم 03: رسم بياني للانحدار المعياري للقيمة السوقية



الملحق رقم 04: رسم بياني يوضح القيمة المتوقعة الموحدة للانحدار للقيمة السوقية

