

جامعة 8 ماي 1945

قالممة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق

المالي على عائد السهم

دراسة حالة سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2015)

إشراف الأستاذة:

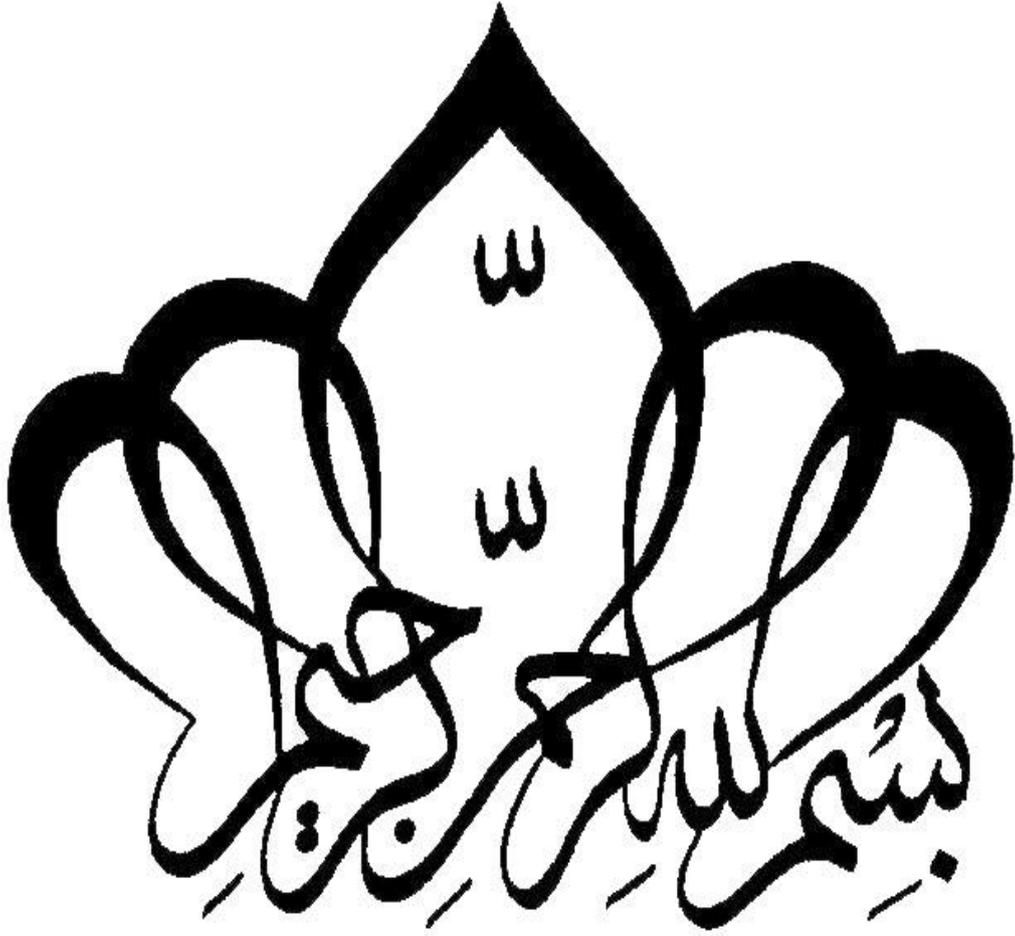
سامية عمر عبدة

إعداد الطلبة:

أميرة بلقط

حبيبة نحال

السنة الجامعية: 2015-2016



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنتم العليم الحكيم"

صدق الله العظيم

سورة البقرة: آية 32

شكر وتقدير

قال الله تعالى: ﴿ وَقُلْ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ ﴾

(سورة القصص: 105)

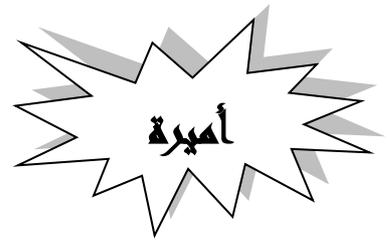
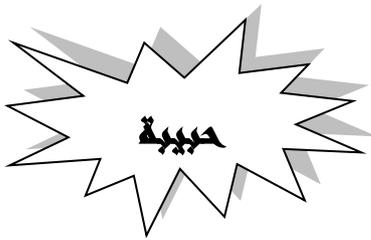
الحمد لله الذي منا علينا بالوصول إلى هذه المنزلة التي ما كنا لنبلغها إلا بفضل
فالحمد لله عز وجل الذي ألهمنا الصبر والثبات ومدنا بالقوة والعزم على
مواصلة مشوارنا الدراسي.

نشكر كل من قدم لنا يد العون والمساعدة في انجاز هذه المذكرة، ونخص بالذكر
الأستاذة المحترمة "سامية عمر عبده" التي لم تبخل علينا بنصائحها وإرشاداتها، من خلال
إشرافها على عملنا خطوة بخطوة وبكل جدية وتفاني.

كما نتقدم بالشكر الخالص إلى كل من أساتذة وعمال إدارة علوم التسيير، ونخص بالذكر
الدكتورة مريمت حديلة التي لم تبخل علينا بنصائحها.

كما نتقدم بالشكر إلى عمال مكتبة التسيير بالكلية

وكل من أفادنا في تحضير هذا العمل وقدم لنا يد المساعدة من قريب أو من بعيد



إهداء

" كُن عالما ... فإن لم تستطع فكن متعلما، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم تستطع فلا تبغضهم "

بدأنا بأكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وحنينا الكثير من الصعوبات، وما نحن اليوم والحمد لله نطوي

سهر الليالي وتعب الأيام وخلاصة مشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع

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

أهدي ثمرة جهدي إلى أحق الناس بالطاعة بعد طاعة الله وروح الرسول الطاهرة، التي من قال الله عز

وجل فيهما: "وقل ربي أرحمهما كما ربياني صغيرا"

إلى رمز العطاء والتضحية، إلى ينبوع الحنان، إلى التي تراني شمعة تضيء درب الأمل، إلى النور

الساطع من دون كل الناس، إلى سر وجودي، التي لولاها ما كنت لأكون: أمي الغالية

إلى من أوصاني به ربي خيرا، إلى من كلفه الله بالهيبة والوقار... إلى من علمني العطاء بدون انتظار...

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار... إلى أجلي وأبز في الوجود

إلى من بهم أكبر وعليهم أعتد... إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي

إلى من بوجودهم اكتسب قوة ومحبة حدود لها إلى إخوتي وأخواتي الذين كانوا سندا لي في

حياتي ولم يخلوا بشيء من أجلي فوزي، نادية ومريم.

حبيبة

إهداء

" كُن عالما ... فإن لم تستطع فكن متعلما، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم تستطع فلا تبغضهم "

بدأنا بأكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وعانينا الكثير من الصعوبات، وما نحن اليوم والحمد لله نطوي
سهر الليالي وتعب الأيام وخلاصة مشوارنا بين دفتي هذا العمل المتواضع
إذا كان الإهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء فأهدي هذا العمل المتواضع إلى:
أهدى ثمرة جهدي إلى أحق الناس بالطاعة بعد طاعة الله وروح الرسول الطاهرة، التي من قال الله عز
وجل فيهما: "وقل ربي أرحمهما كما ربياني صغيرا"
إلى رمز العطاء والتضحية، إلى ينبوع الحنان، إلى التي تراني شمعة تضيء درب الأمل، إلى النور
الساطع من دون كل الناس، إلى سر وجودي، التي لولاها ما كنت لأكون: أمي الغالية
إلى من أوطاني به ربي خيرا، إلى من كلفه الله بالهبة والوقار... إلى من علمني العطاء بدون انتظار...
إلى من أحمل اسمه بكل افتخار... إلى أعلى وأعز وأحن أب في الوجود
إلى إخوتي وأخواتي الذين كانوا سندا لي في حياتي ولم يبخلوا بشيء من أجلي خالد، سعاد، مريم
وهاني.

أميرة

الفهرس

الفهرس

الصفحة	العنوان
I	البسمة والدعاء
IV-II	التشكرات والاهداءات
IX -VI	الفهرس
XI	فهرس الأشكال والجداول
أ- خ	المقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها
03	أولاً: مفهوم السوق المالي
04	ثانياً: نشأة الأسواق المالية
04	المطلب الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه
05	أولاً: أهمية السوق المالي
05	ثانياً: وظائف الأسواق المالية
05	المطلب الثالث: شروط إنشاء السوق المالي وهيكله
06	أولاً: شروط إنشاء السوق المالي
06	ثانياً: هيكل السوق المالي
09	المبحث الثاني: الأوراق المالية، عوائدها ومخاطرها
09	المطلب الأول: الأوراق المالية
09	أولاً: الأسهم وأنواعها
12	ثانياً: السندات وأنواعها
15	ثالثاً: المشتقات وأنواعها
18	المطلب الثاني: عوائد ومخاطر الأوراق المالية
18	أولاً: العائد وأنواعه
20	ثانياً: مفهوم الخطر وأنواعه
23	المطلب الثالث: العلاقة بين العائد والخطر

25	المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية
25	المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي وشروطه
25	أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي
25	ثانياً: شروط السوق المالي الكفاء
26	المطلب الثاني: مستويات كفاءة السوق المالي
26	أولاً: الصيغة الضعيفة للكفاءة
27	ثانياً: الصيغة المتوسطة للكفاءة
28	ثالثاً: الصيغة القوية للكفاءة
29	المطلب الثالث: إجراءات تحسين الكفاءة
31	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: حجم المؤسسة وعلاقته بالعائد	
33	تمهيد
34	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المؤسسة الاقتصادية
34	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها
34	أولاً: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
34	ثانياً: خصائص المؤسسة الاقتصادية
35	المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية وأهدافها
35	أولاً: وظائف المؤسسة الاقتصادية
36	ثانياً: أهداف المؤسسة الاقتصادية
37	المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية
38	أولاً: حسب طبيعة الملكية
38	ثانياً: حسب القطاع الاقتصادي
38	ثالثاً: حسب طبيعة النشاط
39	رابعاً: حسب الحجم
40	المبحث الثاني: حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي
40	المطلب الأول: مفهوم حجم المؤسسة
42	المطلب الثاني: معايير تحديد حجم المؤسسة
42	أولاً: المعايير الكمية

47	ثانيا: المعايير النوعية
48	المطلب الثالث: الإدراج في السوق المالية
48	أولاً: مفهوم الإدراج في السوق المالي
48	ثانيا: أهمية الإدراج في السوق المالي
49	ثالثاً: شروط الإدراج في السوق المالي
51	رابعاً: مراحل عملية الإدراج في السوق المالي للجزائر
53	المبحث الثالث: أثر حجم المؤسسة على عائد السهم
53	المطلب الأول: العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للسهم
54	المطلب الثاني: أثر حجم المؤسسة على العائد والخطر
55	المطلب الثالث: أثر الحجم كانحراف على فرضية كفاءة السوق
56	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: دراسة حالة سوق مسقط للأوراق المالية	
58	تمهيد
59	المبحث الأول: التعريف بسوق مسقط للأوراق المالية
59	المطلب الأول: نشأة سوق مسقط للأوراق المالية وأهدافه
59	أولاً: نشأة سوق مسقط للأوراق المالية
60	ثانيا: أهداف سوق مسقط للأوراق المالية
61	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية وتطور أدائه
61	أولاً: الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية
63	ثانيا: تطور أداء سوق مسقط للأوراق المالية
65	المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة
65	المطلب الأول: مبررات اختيار مكان وفترة وعينة الدراسة
65	المطلب الثاني: منهج دراسة الحالة
65	أولاً: تعيين النموذج
66	ثانيا: تقدير النموذج
67	ثالثاً: اختبار النموذج
69	المبحث الثالث: تقدير النماذج ومناقشة نتائج الدراسة
69	المطلب الأول: تقدير النماذج المفسرة للدراسة

80	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة
83	خلاصة الفصل الثالث
88 -85	الخاتمة
96 -90	قائمة المراجع
111 -98	الملاحق



فهرس الأشكال
والجداول

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	هيكل الأسواق المالية	08
(2-1)	المقايضة بين العائد المتوقع والخطر لمجموعة من الأصول المالية	24
(1-3)	الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية	62
(2-3)	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin et Watson)	74
(3-3)	متوسط القيمة السوقية لمؤسسات العينة	81
(4-3)	متوسط عوائد مؤسسات العينة	81

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	معيار العمالة كأساس لتميز المؤسسات وفقا لمركز التجارة الدولية	43
(1-3)	تطور نشاط سوق مسقط المالي خلال الفترة (2008-2015)	64
(2-3)	متغيرات الدراسة	71-70
(3-3)	إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين (Y) و (X1)	72
(4-3)	نتائج إختبار النموذج الأول	73
(5-3)	إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين (Y) و (X2)	75
(6-3)	نتائج إختبار النموذج الثاني	77
(7-3)	إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين (Y) و (X3)	78
(8-3)	نتائج إختبار النموذج الثالث	79

المقدمة

المقدمة

تمثل الأسواق المالية نقطة الإتصال بين المستثمرين والمؤسسات من خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية للدول وبالتالي توفر قاعدة صلبة للاقتصاد الوطني، وعادة ما يسعى المستثمرون لتحقيق أكبر عائد وتجنب المخاطر في استثماراتهم، ومن هنا تستمد التقارير المالية المصدرة من قبل الشركات المدرجة في السوق المالي أهميتها، حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم وكذلك توجيههم وتقييم اتجاهاتهم المستقبلية وقراراتهم الاستثمارية، وذلك من خلال ما توفره من قيم ومؤشرات مالية تساعد في تقدير قيمة المنشأة وتقييم مركزها المالي ومدى فعاليتها وأنشطتها المختلفة وكفاءتها في الحصول على عائد ملائم على الأموال المتاحة لديها، كما تساهم هذه البيانات في تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار. وفي ظل السوق الكفاء، فإن سعر السهم الذي تصدره منشأة ما يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات التاريخية لسعر السهم أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة عن أداء المنشأة أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ومن بين هذه المعلومات نجد حجم المؤسسة والذي يمكن تحديده من خلال القوائم المالية المنشورة من طرف المؤسسة، وبالتالي يفترض أنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية باستغلال المعلومات المتعلقة بحجم المؤسسة مثل رأسمالها أو قيمتها السوقية أو رقم أعمالها أو غيرها من المؤشرات، وهذا وفقا لكفاءة السوق عند المستوى المتوسط كونها معلومة متوفرة لكافة الجمهور على حد سواء وفي نفس الوقت، غير أنه قد أجريت العديد من الدراسات العلمية لفحص نظرية كفاءة السوق بالإعتماد على حجم المؤسسة، لتتوصل هذه الدراسات إلى وجود عدد من الانحرافات على كفاءة السوق المالي، من بينها أثر حجم المؤسسة، حيث خلص العديد من الباحثين إلى أن عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم، فيما توصل البعض الآخر إلى العكس أي وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة وعوائدها، وبهذا تأتي دراستنا مكملة لهذه الدراسات السابقة بحيث تهدف لدراسة طبيعة أثر حجم المؤسسة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية على عائد سهمها.

1- إشكالية الدراسة:

يعاني سوق مسقط للأوراق المالية، مثله مثل الكثير من الأسواق المالية في الدول النامية، من عدم وضوح الأثر الذي تعكسه المخاطرة النظامية، وحجم الشركة على عوائد الأسهم، وبناء على ذلك تتمحور إشكالية الدراسة حول التساؤل التالي:

ما مدى تأثير حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية على عوائد أسهمها؟

انطلاقا من الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائدها؟

- ما طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها مقسومة على المخاطر المنتظمة (β)؟

- ما طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها مقسومة على المخاطر الكلية (الانحراف المعياري σ)؟

2- فرضيات الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة، تم صياغة الفرضيات التالية في شكلها العدمي:

1- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها.

2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها مقسومة على المخاطر المنتظمة (β).

3- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها مقسومة على المخاطر الكلية (الانحراف المعياري σ).

3- أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية القرار الاستثماري والذي يقوم به المستثمرون عند المفاضلة بين أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي على أساس العوائد الذي ستحققها مقابل المخاطر التي سيتحملونها، فمستوى العوائد والمخاطر يختلف من مؤسسة لأخرى، وعليه فقرار الاستثمار في أسهم مؤسسة ما دون أخرى مهم جدا بالنسبة للمستثمرين، لذا يقومون بدراسات حول السوق للتنبؤ بسلوكه وسلوك المؤسسات المدرجة، وعليه فتوفير دراسة حول أثر حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط على عوائد أسهمها تمثل ركيزة ودعم للمستثمرين في هذا السوق من خلال تحديد أهمية حجم المؤسسة في العملية الاستثمارية، وبالتالي مساعدتهم على تكوين فكرة حول أي المؤسسات تحقق عائدا أكبر (المؤسسات الصغيرة أم الكبيرة) مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، وبالتالي اتخاذ قرارات صائبة أكثر وتكوين محفظة ذات عائد أكبر.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التأكد من وجود تأثير لحجم المؤسسات على عوائد الأسهم في سوق مسقط بهدف مساعدة المستثمرين من خلال الاعتماد على حجم المؤسسة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وذلك من خلال:

- التعريف بالأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية، مخاطرها وعوائدها والعلاقة بينهما.
- توضيح مفهوم ومستويات واختبارات كفاءة الأسواق المالية.
- تحديد مفهوم حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي، والمعايير المختلفة لتصنيفه.
- تحديد أثر حجم المؤسسة على عائد سهمها من خلال دراسة حالة سوق مسقط للأوراق المالية.

5- منهج الدراسة

بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة وتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة وتحديد مدى تأثير حجم المؤسسة على عوائد السهم، وكذلك الحصول على نتائج دقيقة، قمنا بإتباع المنهج الوصفي في عرض الجوانب النظرية للأسواق المالية وحجم المؤسسة، كما اتبعنا المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي لدراسة العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد أسهمها مستخدمين في ذلك بعض الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية.

6- الأدوات المستخدمة:

من خلال دراستنا والتمثلة في أثر حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي على عائد السهم تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية لبناء نماذج انحدار بسيط وبالاستعانة ببرنامج Eviews الإصدار 8. كما تم اعتماد مستوى المعنوية 10%، لإثبات فرضيات الدراسة وتفسير نتائجها، بالإضافة إلى استخدام اختبار ستينودنت لاختبار معنوية معاملات النموذج، واختبار فيشر لاختبار معنوية النموذج ككل. واعتمدنا على معامل التحديد المعدل الذي يعبر عن مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، واختبار Durbin-Watson للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي، واختبار Akaike للمفاضلة بين نماذج الدراسة.

7- الدراسات السابقة:

إن موضوع أثر حجم المؤسسة على عائد السهم لا يزال قيد البحث والجدل بين الاقتصاديين ولا يزال في بدايته في الدول العربية، حيث لا توجد كتب متخصصة حوله أو نادرة جدا، إلا أن هناك بعض البحوث والدراسات تناولت جانب من جوانب هذا الموضوع نذكر منها:

1- دراسة (Rolf, Banz) 1981، بعنوان "العلاقة بين العائد والقيمة السوقية للأسهم العادية"، تبحث هذه الدراسة في العلاقة التطبيقية بين العائد والقيمة السوقية الإجمالية للأسهم المشتركة في بورصة نيويورك للفترة (1936-1975)، تبين من خلالها أن الشركات الصغيرة تحقق عوائد أعلى من الشركات المتوسطة والكبيرة الحجم، فيما لم تحدد الدراسة إذا كان الحجم هو العامل الأساسي المؤثر في العائد، أو أن هناك عوامل أخرى غير معروفة هي التي تتحكم في الحجم وبالتالي تؤثر في العائد.

2- دراسة (Basu) 1983، بعنوان "العلاقة بين حجم المؤسسة، القيمة السوقية والعائد للأسهم العادية"، حيث يتم فحص العلاقة التجريبية بين القيمة السوقية الإجمالية للأسهم العادية للشركات وعوائدها في بورصة نيويورك من خلال دراسة تطبيقية امتدت خلال الفترة (1936-1975)، حيث أثبتت النتائج أن الأسهم ذات الأسعار المرتفعة تحقق عوائد أكبر من الأسهم ذات الأسعار المنخفضة بغض النظر عن حجم المؤسسة، كما أثبتت الدراسة تحقيق المؤسسات الصغيرة لعوائد أكبر من المؤسسات الكبيرة، لينعدم تقريبا أثر حجم المؤسسة عند أخذ المخاطر بعين الاعتبار بالنسبة لجميع المؤسسات.

3- دراسة (Fama, French) 1995، بعنوان "أثر الإدراج في السوق المالي وحجم المؤسسة على عوائد الأسهم"، دراسة تطبيقية على مجموعة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية في نيويورك (NYSE AMEX, NASDAQ) للفترة (1963-1992)، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج مفادها أن عوائد محفظة الشركات ذات الحجم الصغير أكبر من عوائد محفظة الشركات ذات الحجم الكبير وأن الشركات التي لها نسبة (القيمة الدفترية على القيمة السوقية) مرتفعة كانت عوائدها أقل، والشركات التي كانت لها نسبة (القيمة الدفترية على القيمة السوقية) منخفضة كانت عوائدها أكبر.

4- دراسة شقيري نوري موسى 2001 بعنوان "أثر الحجم على عوائد الأسهم"، دراسة تطبيقية على بورصة عمان خلال (1994-1998)، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر للحجم عندما تكون القيمة الدفترية هي مقياس الحجم، كذلك لا يوجد علاقة بين الحجم والعائد مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر وذلك عندما تكون القيمة الدفترية هي المقياس للحجم، كما أشارت هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين الحجم والعائد عندما تكون القيمة السوقية هي المقياس للحجم، وذلك قبل أخذ المخاطرة بعين الاعتبار، في حين لا يوجد أثر للحجم على العائد عند أخذ المخاطر بعين الاعتبار، كما أشارت إلى أن مخاطر المحافظ التي تتكون من أسهم الشركات صغيرة الحجم مساوية تقريبا لمخاطر المحافظ التي تتكون من أسهم شركات كبيرة الحجم، سواء كان مقياس المخاطر معامل بيتا أم بالانحراف المعياري.

5- دراسة شقيري نوري موسى، وليد أحمد صافي 2009، بعنوان "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطرة"، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1999-2006)، هدف هذا البحث إلى قياس أثر حجم الشركة (مقاس بإجمالي الأصول) على عوائد الأسهم وعلى مخاطر هذه الشركات سواء كانت هذه المخاطر مخاطر كلية أو نظامية، وأشارت النتائج إلى وجود أثر للحجم على عائد السهم لصالح الشركات كبيرة الحجم وعندما أدخلت المخاطر النظامية مقاسة بمعامل بيتا (β) كانت المخاطر النظامية في الشركات كبيرة الحجم أكبر من المخاطر النظامية في الشركات صغيرة الحجم، وهذا يفسر سبب الزيادة في العوائد شركات كبيرة الحجم بسبب وجود العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة.

6- دراسة دعاء فوزي شبيطة، فايز سليم حداد 2010، بعنوان "تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم"، دراسة تطبيقية على بورصة عمان خلال الفترة (1996-2005)، هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم المدرجة في سوق عمان المالي، ومدى تأثيرها بدرجة المخاطر النظامية للشركة وحجمها ونوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، أشارت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم في قطاع الصناعة فقط، كما بينت نتائج الدراسة عدم وجود أثر للمخاطرة النظامية للشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم، وتوصلت نتائج الدراسة أيضا إلى عدم وجود أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح الموزعة وعوائد الأسهم.

7- دراسة سامح مؤيد العطعوط، مفيد الظاهر 2010، بعنوان " أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم"، دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، خلال الفترة (2004-2005)، هدفت الدراسة إلى اختبار أثر التدفقات النقدية على العوائد العادية لأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد بينت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات التشغيلية والتمويلية والإستثمارية وعوائد الأسهم المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مما يعني وجود عوامل أخرى تؤثر على أسعار الأسهم في السوق.

8- دراسة إسماعيل جميل الصعدي 2011، بعنوان "العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي"، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، خلال الفترة (2006-2009)، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التوزيعات ومعدل العائد السوقي للسهم، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح ومعدل العائد السوقي للسهم، وأن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المرتفعة للمتغيرات التالية كل على حدى (معدل النجاح، التوزيعات، جودة الأرباح، القيمة الدفترية للسهم) تمتلك عائدات أكبر من المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس المعدلات المنخفضة لتلك المتغيرات، وأيضا تمتلك عائدات أكبر من عائد محفظة السوق (مؤشر القدس).

9- دراسة مفيد عبد الله الظاهر، سام عبد القادر الفقهاء 2011، بعنوان "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، دراسة تطبيقية للفترة (2004-2008)، تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم.

8- التوثيق العلمي:

تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في جانب الأدبيات النظرية على مراجع باللغة العربية وباللغة الفرنسية، تتمثل في كتب ومذكرات ماجستير ودكتوراه، إضافة إلى المجالات والمقالات العلمية والملتقيات ومواقع الإنترنت، أما في جانب الدراسة التطبيقية فقد تم الاعتماد على التقارير الشهرية والسنوية الصادرة عن سوق مسقط المالي وكتب الاقتصاد القياسي.

9- شرح المصطلحات الأساسية:

تتمثل متغيرات الدراسة في:

حجم المؤسسة: ويقصد به تصنيف المؤسسات إلى مؤسسات صغيرة الحجم ومؤسسات كبيرة الحجم، حيث يوجد عدة مقاييس لقياس حجم المؤسسة منها: إجمالي الأصول، القيمة السوقية للمؤسسة، القيمة السوقية للمؤسسة، إجمالي المبيعات، عدد العاملين (إلا أنه تم استخدام القيمة السوقية في الدراسة كدلالة على حجم المؤسسة).

عائد السهم: ويتمثل في العائد الرأسمالي الشهري هو عبارة عن التغير في سعر الأصل المالي موضع الاستثمار.

الأسواق المالية: هي أسواق تحكمها قواعد خاصة تتداول فيها منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة وفق نظام معين يحكمها وينظم عملها.

كفاءة السوق المالي: يقال عن سوق مالي أنه كفء إذا وفقط إذا كانت مجموعة المعلومات المتعلقة بكل أصل مالي مسجل في السوق هي فورية الإفصاح (الظهور) في أسعار هذه أصول.

المخاطر الكلية: تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، حيث يمكن قياس المخاطر الكلية عن طريق الانحراف المعياري والذي يمثل مجموع انحرافات أو تشتت القيم عن وسطها، وعليه فهو يمثل تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد.

خطر السوق: أو المخاطر المنتظمة، وهي المخاطر العامة التي تؤثر على عوائد كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق أو الصناعة التي تنتمي إليها ويصعب على المستثمر التخلص منها بتنويع مكونات المحفظة، ويمكن قياس المخاطر المنتظمة عن طريق معامل بيتا (β) والذي يقيس حساسية الورقة المالية اتجاه عائد محفظة السوق.

10- محتويات الدراسة:

تم تناول الدراسة في ثلاث فصول، فصلين للجانب النظري بهدف الإحاطة بالموضوع وإعطاء خلفية جيدة عنه وفصل ثالث للدراسة التطبيقية أين تم إختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق مسقط المالي، ويمكن عرض محتوى الدراسة كما يلي:

الفصل الأول بعنوان "الإطار النظري للأسواق المالية"، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تم به عرض مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية تمثلت في مفهومها ونشأتها وأهم وظائفها، إضافة إلى شروط قيام سوق مالي سليم وهيكله، أما في المبحث الثاني فتناولنا الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية ومخاطرها وعوائدها والعلاقة بينهما، إضافة إلى ماهية كفاءة الأسواق المالية من مفهوم ومستويات واختبارات في المبحث الثالث.

أما الفصل الثاني بعنوان "حجم المؤسسة وعلاقته بالعائد"، فتم تقسيمه هو الآخر لثلاث مباحث، حيث أن المبحث الأول يتطرق لمفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية من مفهوم وأهداف وتصنيفات، أما في المبحث الثاني فتم تناول حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي من خلال التطرق للمعايير المختلفة لتصنيفه ومفهومه، إضافة لماهية الإدراج في السوق المالي، ليتناول المبحث الثالث أثر حجم

المؤسسة على عائد سهمها من خلال بعض من المقاربات النظرية مفسرة للعلاقة بين حجم المؤسسة وعائد سهمها.

أما الفصل الثالث فخصص لدراسة الحالة، ليتم تقسيمه أيضا لثلاث مباحث، الأول تم تخصيصه للتعريف بسوق مسقط المالي وأدائه وتطور بعض مؤشراتته إضافة لهيكله، أما الثاني فتم تخصيصه لعرض الإجراءات المنهجية التي تم إتباعها في دراسة العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم، أما المبحث الثالث فخصص لاختبار فرضيات الدراسة وعرض النتائج ومناقشتها.

11- صعوبات الدراسة:

واجهت في انجاز هذه المذكرة بعض الصعوبات نوجزها في النقاط التالية:

- ندرة المراجع التي تتناول حجم المؤسسة أو أثر حجم المؤسسة بشكل نظري خاصة، فأغلب المراجع هي دراسات تطبيقية تتناول حجم المؤسسة كمتغير ثانوي فقط.
- صعوبة إختيار العينة التي تتوفر فيها شروط الدراسة، مما أدى إلى تقلص العينة إلى 26 مؤسسة فقط من بين حوالي 116 مؤسسة مدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية، إضافة إلى صعوبة نقل وتلخيص بيانات مؤسسات العينة الـ 26 لفترة 36 شهرا.

الفصل الأول
الإطار النظري للأسواق
المالية

تمهيد

نتج عن التطورات المتلاحقة في كل من المجالات الإقتصادية، الصناعية والإجتماعية ازدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية، حيث حظيت بالإهتمام البالغ نظرا لدورها المهم في تحقيق النمو الإقتصادي، وأحد هذه الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي الأسواق المالية والتي برزت أهميتها نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة، والجمع بين أصحاب الفوائض والحاجات المالية من جهة، ومن جهة أخرى نتيجة لدورها في التخصيص الكفء للموارد المتاحة، وذلك عن طريق الأوراق المالية المصدرة من طرف المنشآت والتي يتم تداولها في السوق المالي حسب عائد وخطر كل ورقة مالية.

ومن هذا المنطلق، سنحاول من خلال هذا الفصل للتطرق إلى الأسواق المالية وأساسياتها من خلال التطرق لمفهومها ونشأتها، أهميتها والوظائف التي تقوم بها وكذلك إلى شروط قيامها وهيكلها، كما سنتعرض إلى أصناف الأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية إضافة إلى العوائد والمخاطر بأنواعها والعلاقة التي تربط بينهما، إضافة إلى الكفاءة بمفهومها وشروطها وأنواعها وصيغها المختلفة والإجراءات التي تحسنها.

المبحث الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

زاد الإهتمام بالأسواق المالية في مختلف بلدان العالم منذ القدم، وذلك أساسا للدور الذي تلعبه كوسيط في انتقال رؤوس الأموال وتحويلها من أصحاب الفائض التمويلي إلى أصحاب العجز التمويلي، من أجل تعبئة وتمويل المشروعات ولخدمة أهداف التنمية الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ونشأتها

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الإقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الإقتصاد فأصبح يحظى بأهمية كبرى باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات.

أولا: مفهوم السوق المالي

يعرف السوق المالي على أنه: "الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة"⁽¹⁾.

يرى الدكتور حسين عمر أن: "الأسواق المالية أو البورصة Bourse هي المكان الذي يتلاقى فيه بائعي Bankers وسماسرة الأوراق المالية لإجراء المعاملات في الأوراق المالية"⁽²⁾.

كما يمكن القول بأنها: "أماكن إجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل ومعلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"⁽³⁾.

وعليه يمكن إستنتاج تعريف السوق المالي على أنه ذلك السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية أسهما، سندات ومشتقات مالية، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم فإنه يتكون من عدد التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم البعض بواسطة أجهزة الإتصال المختلفة.

(1) فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2008، ص.45.

(2) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2009، ص.22.

(3) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط.1، 2008، ص.12.

ثانياً: نشأة الأسواق المالية

يمثل مصطلح السوق المالية المصطلح المعرب لكلمة "بورصة" التي هي من أصل لاتيني ولاحقاً فرنسي، وتعني الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها، والكلمة تشير أيضاً إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في القصر المصرفي Vandebursen في منتصف القرن السادس عشر⁽¹⁾.

ويرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معنيين⁽²⁾:

الأول: هو إسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان إسمه (فان دي بورص)، ولذلك أطلق لفظ "بورصة" على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء.
الثاني: فندق في مدينة "بروج"، كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال.

بالرجوع إلى تاريخ إنشاء البورصات، نجد أن أول بورصة أنشئت كانت في بلجيكا عام 1836 ثم في أمستردام عام 1608 ثم لندن عام 1666 ثم باريس عام 1808. وفي الوقت الراهن فإن من أهم البورصات تأتي بورصة نيويورك (وول ستريت) وبورصة لندن وبورصة طوكيو وبورصة استراليا وغيرها. أما أهم البورصات العربية فهي: هيئة سوق المال في مصر، سوق عمان المالي، سوق البحرين للأوراق المالية، سوق الإمارات، سوق مسقط، السوق السعودي والسوق الكويتي⁽³⁾.

وتستند فكرة السوق المالية على نظرية آدم سميث، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية، وما يترتب على ذلك من إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم سوق بشكل عام والأدوات التي يتم التعامل بها في تلك السوق⁽⁴⁾.

المطلب الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه

لقد أصبحت الأسواق المالية في وقتنا الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الإقتصادي، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح.

(1) حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكاتب العربي، القاهرة، ط.1، 2006، ص.09.

(2) عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، ط.1، 2010، ص.161-162.

(3) حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص.10.

(4) إلياس بن دحان الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص.07.

أولاً: أهمية السوق المالي

يلعب السوق المالي دوراً هاماً في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية، وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي، حيث يعتبر السوق المالي صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد كونه سوقاً منظماً لتداول الأسهم والسندات، مما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الراج والكساد⁽¹⁾. وفيما يلي أهم المزايا التي تحققها سوق الأوراق المالية في النظم المعاصرة⁽²⁾:

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد الوطني وتمويل خطط التنمية.
- تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية.
- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة وتجنب الآثار التضخمية لحد بعيد.
- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات في سهولة ويسر.
- وجود السوق المالي يؤدي إلى منح قروض بتكلفة مناسبة خاصة مقارنة بالافتراض من الخارج.

ثانياً: وظائف الأسواق المالية

من المتفق عليه أن الأسواق المالية لم تعد طرفاً اقتصادياً وإنما أصبحت ركناً هاماً وأساسياً من أركان البنية المالية والاقتصادية في أية دولة، وتستمد هذه الأهمية من خلال قيامها بالوظائف التالية⁽³⁾:

- توفير جميع أشكال التمويل القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين والشركات.
- تشجيع الإدخار بأقل درجة ممكنة من المخاطر والمساعدة على التنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة.
- إتاحة الفرص أمام الشركات لكي يتم تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية بيعاً وشراءً.
- تسهيل إتمام العمليات المالية الخاصة بشراء وبيع الأصول المالية وعليه تشجيع الادخار والاستثمار.

كما تؤدي الأسواق المالية الوظائف التالية⁽⁴⁾:

- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية من أسهم وسندات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات.
- تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية للأسواق المحلية توفير السيولة المالية اللازمة.

المطلب الثالث: شروط إنشاء السوق المالي وهيكله

يتطلب قيام سوق مالي نظامي يعمل على توفير السيولة المطلوبة لتحقيق النمو الاقتصادي مجموعة من الشروط والعوامل الضرورية.

(1) صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، دار عالم الكتب، القاهرة، 2003، بدون طبعة، ص. 20-21.

(2) عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، ط. 1، 2001، ص. 36.

(3) أرشد التميمي فواد، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم والأدوات، دار اليازوري العلمية، عمان، ط. 1، 2010، ص. 25.

(4) شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر، بدون طبعة، ص. 13.

أولاً: شروط إنشاء السوق المالي

إن إنشاء سوق مالي يتطلب توفر مجموعة من الشروط، منها⁽¹⁾:

- الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة وتوافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي وهيكلمتكاملمن المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة تسمح للسوق المالية بالقيام بدورها.
 - توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متطورة) لربط الأسواق المالية لضمان توافر المعلومات بدقة.
 - أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، كما يتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين.
 - المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون سوق متوازن وضرورة توافر الإفصاح والعلانية.
 - السرعة والدقة في إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة وبالشروط المحددة.
- كما توجد شروط أخرى إضافة إلى الشروط السابقة هي⁽²⁾:
- إتسام الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر مع خلق جو من الثقة بين المتعاملين ومراقبة ميزانيات الشركات.
 - الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى ونمو الوعي الادخاري لدى الأفراد.
 - وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.
 - عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف ووجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره ومعدلاته.

ثانياً: هيكل السوق المالي

إن هيكل السوق المالي هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينساب فيها المال الفائض من الأفراد والمؤسسات في المجتمع وفقاً لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن طريق الوسطاء الماليين ويشمل السوق المالي:

- 1- سوق النقد: هي السوق التي تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل: الودائع وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع القابلة للتداول والأوراق التجارية⁽³⁾.
- 2- سوق رأس المال: (البورصة) وهو السوق الذي تتداول فيه أدوات وأصول مالية متوسطة وطويلة الأجل كالأسهم والسندات، ويطلق على هذه السوق بورصة الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة،

(1) صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سبق ذكره، ص. 21-22.

(2) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص. 80.

(3) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ط. 1، 2005، ص. 44.

- وتنقسم أسواق رأس المال إلى مجموعتين من الأسواق هي⁽¹⁾:
- أ- الأسواق الحاضرة: هي عبارة عن تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، مثل: الأسهم العادية والممتازة والسندات بأنواعها وتنقسم هذه الأسواق إلى:
- أسواق أولية: وهي السوق التي تختص بإصدار الأدوات المالية (أسهم وسندات)، وتتمثل هذه السوق في الشركات التجارية التي يسمح لها بإصدار الأوراق المالية، وكذلك الخزانة العامة للدولة والتي تقوم بإصدار سندات القرض أو أدونات الخزانة العامة للإقتراض من المؤسسات والأفراد.
 - أسواق ثانوية: وهي السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعا عبر السماسرة والوسطاء أو بشكل مباشر، لذلك يطلق عليها سوق التداول وتنقسم الأسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم إلى⁽²⁾:
 - السوق المنظمة: وهي أسواق البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق الأوامر، ويقوم السماسرة في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة.
 - السوق غير المنظمة (الموازية): إذا تعاملت شركات السمسرة والوساطة على الأسهم والسندات غير المقيدة بالبورصة يقال إنهم تعاملوا خارج المقصورة، وفي إطار الأسواق المالية غير المنظمة إلى أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة.
 - السوق الثالثة: تتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وتعتبر تلك البيوت على استعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق وهي تعمل على منافسة المتخصصين من أعضاء السوق المنظمة⁽³⁾.
 - السوق الرابعة: حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى بهدف تخفيض النفقات، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات إلكترونية، تسمح بمعرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل⁽⁴⁾.
 - ب- الأسواق الآجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آتيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر، وتحقيق الأرباح الرأسمالية، وتنقسم هذه الأسواق إلى عقود الخيارات والعقود المستقبلية وعقود المبادلات⁽⁵⁾.

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص. 95-96.

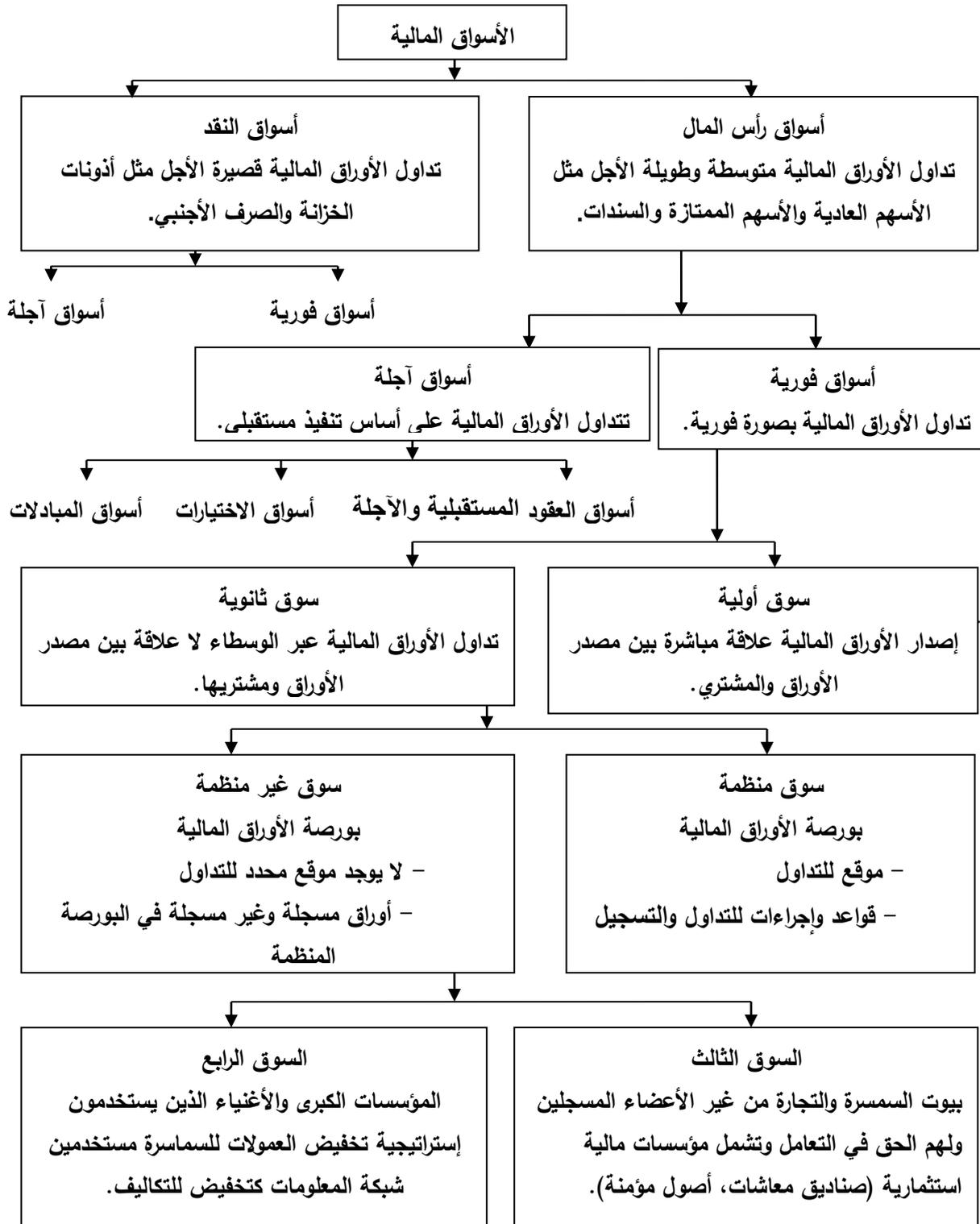
(2) نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية والإخراج الصحفي، طرابلس، بدون طبعة، 1998، ص. 29.

(3) منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون طبعة، 1997، ص. 508.

(4) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 1998، ص. 07.

(5) حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، ط. 1، 2014، ص. 18.

الشكل رقم (1-1): هيكل الأسواق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2005، ص.45.

المبحث الثاني: الأوراق المالية، عوائدها ومخاطرها

يعتبر الاستثمار المالي عملية قائمة بذاتها لها أهدافها ووسائلها، كما تتطلب قدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية وهذا بهدف التعرف على كيفية التعامل مع المخاطر عند اختيار الاستثمارات المالية المناسبة، حيث أن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد ملائم ولكن في مقابل ذلك فإن هذا الاستثمار المالي يخضع لعنصر المخاطرة الأمر الذي يفرض على المستثمر الموازنة بين العوائد والمخاطر لتحقيق هدفه.

المطلب الأول: الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية الأصل الذي يتم تداوله في الأسواق المالية، هذه الأخيرة التي تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات ومشتقات، تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم والحصول على السيولة في أي وقت ممكن، كما أنها تلعب دورا مهما في الحياة الاقتصادية.

أولاً: الأسهم وأنواعها

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي وهي تمثل أدوات ملكية أو مساهمة رأسمال الشركة المصدرة.

1- تعريف السهم

يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم منها:

يعرف السهم على أنه: "صك يخول لصاحبه الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة المصدرة، بقدر حصته المدونة كقيمة اسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة وتصفيتها"⁽¹⁾.

كما يمكن تعريفه بأنه: "عبارة عن صك يمثل حصة في رأسمال منشأة الأعمال، قابل للتداول ولهذا فإن السهم يعتبر حق من حقوق الملكية الخاصة، ويعتبر تداوله في السوق الثانوية انتقالاً لهذه الملكية بين الأفراد والمنشآت"⁽²⁾.

وكتعريف آخر: "الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأسمال إحدى شركات الأموال عموماً. ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص العينية والنقدية"⁽³⁾.

(1) السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، القاهرة، بدون طبعة، 2006، ص.57.

(2) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2004، ص.42.

(3) مصطفى رشدي شيحة، زينب عوض الله، اقتصاديات المصارف والنقود والمال، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط.6، 1996، ص.169.

ومن المفاهيم السابقة نستنتج أن السهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكاتب بها وهي قابلة للتداول تجارياً (البيع والشراء)، حيث تمثل المشاركة والمساهمة في رأسمال شركة الأموال.

2- أنواع الأسهم

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم منها:

• تقسيم الأسهم من حيث التداول

يمكن تصنيف الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

- أسهم اسمية: بمعنى قيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد⁽¹⁾.

- أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين وتنتقل الملكية من يد لأخرى ومالكه هو الشخص الذي يحوز عليه في حينه⁽²⁾.

- أسهم لأمر: يحق للشركة أن تصدر أسهمها لأمر ويشترط أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير، فلا يمكن التعرف على المساهم الأخير ولا يدرج في سجلاتها⁽³⁾.

• تقسيم الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم

يمكن تقسيم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

- أسهم عينية: تمثل حصة عينية في رأسمال الشركة وتصدر الشركة الأسهم العينية مقابل أصول عينية (عقارات، آلات... الخ)⁽⁴⁾.

- أسهم نقدية: هي الأسهم التي تستوفي الشركة قيمتها الاسمية نقداً، ولا تصبح قابلة للتداول إلا بعد تأسيس الشركة نهائياً⁽⁵⁾.

- أسهم مجانية: هي أسهم تقوم الإدارة بتوزيعها على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية، وهذه الأسهم تعتبر زيادة في رأسمال الشركة ناتجة عن احتجاز أجزاء من الأرباح⁽⁶⁾.

(1) حماد طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2007، ص.20.

(2) فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص.81.

(3) شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص.23.

(4) صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مكتبة الإشعاع للنشر، الإسكندرية، ط1، 2000، ص.159.

(5) السيد عليوة، مرجع سبق ذكره، ص.58.

(6) حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص.41.

• تقسيم الأسهم من حيث نصيب المساهم في الأرباح

وتنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

- الأسهم العادية: تمثل وثيقة ملكية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها، تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام وهي الأداة الأولى التي تطرحها الشركة⁽¹⁾. كما أن حاملي الأسهم العادية لهم الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة كما أنها قابلة للتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها في السوق لتغيرات مستمرة. ولحاملي هذه الأسهم الحق في التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية غير أنها في حالة تصفية ممتلكات الشركة فهي آخر ما يجري تسديده ولهم أدنى أولوية في طلب العوائد⁽²⁾.

- الأسهم الممتازة: هي شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال مثل الأسهم العادية غير أنها تختلف عن هذه الأخيرة من عدة نواحي، حيث أن حملة هذه الأسهم يتحصلون على نسبة ثابتة من أرباح الشركة إضافة للأرباح الموزعة، كما أن لهم الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية والحصول على مستحقاتهم في حال التصفية قبل حملة الأسهم العادية. ولكن بعد حملة السندات. غير أنهم عادة لا يشاركون في التصويت إلا في حال فشل الشركة في تحقيق العائد المستحق لهم⁽³⁾.

3- الاتجاهات الحديثة للأسهم

ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم وسوف نتطرق إلى هذه الأنواع كما يلي:

• الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية⁽⁴⁾

فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت عدة أنواع من الأسهم العادية المستحدثة منها ما يلي:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة من طرف المؤسسة ككل. أما في هذا النوع فإن التوزيعات فيه ترتبط بأرباح قسم إنتاجي معين.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تخصم قبل احتساب الضريبة. لكن صدر تشريع ضريبي في و.م.أ يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعمال بخصم التوزيعات على هذه الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضرائب.

(1) معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة، الأردن، ط.1، 2003، ص.92.

(2) محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.38.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف، الإسكندرية، بدون طبعة، 2007، ص.11.

(4) حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2001، ص.270-271.

- الأسهم العادية المضمونة: يقصد بها تلك الأسهم التي تعطي الحق لحاملها بمطالبة المنشأة بالتعويض نتيجة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى مستوى معين خلال فترة معينة عقب الإصدار ويكون التعويض إما بحصوله على المزيد من الأسهم العادية أو الممتازة أو أوراق تجارية أو تعويضه نقداً⁽¹⁾.

• الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم الممتازة

كذلك عرفت الأسهم الممتازة تحديثات نتج عنها أصناف جديدة نذكر منها ما يلي:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية، ويتم تعديل نصيب السهم من الأرباح على ثلاثة أشهر بناءً على التغيرات التي تطرأ على تلك السندات⁽²⁾.

- الأسهم التي لها الحق في التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض الأسهم العادية المضمونة عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي وتلجأ المؤسسة لتعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت مثل الأسهم العادية⁽³⁾.

أسهم التمتع: هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة تعويضاً للمساهمين القدامى، وذلك حتى لا تتقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة وتخوله هذه الأسهم حق التصويت والأرباح وغير ذلك⁽⁴⁾.

ثانياً: السندات وأنواعها

تحتاج الشركة لتمويل مشاريعها إضافة إلى الأسهم والتمويل الخاص إلى الاقتراض إما من البنوك أو من خلال إصدار سندات مقابل فوائد سنوية وعليه سميت السندات بأدوات الدين.

1- تعريف السند

يمكن تقديم عدة تعاريف للسند منها:

تعرف السندات على أنها: "عبارة عن قروض يقدمها المشتري إلى المؤسسات والحكومات، حيث يقوم المستثمر بالحصول على سعر فائدة محددة نظير إقراض أمواله لفترة ما، وفي مقابل ذلك تحصل الحكومة أو الشركة على الأموال التي تحتاجها"⁽⁵⁾.

كما يعرف على أنه: "ورقة متداولة، تمثل ديناً طويل الأجل على الهيئة المصدرة، فهو وسيلة

(1) صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص. 173-174.

(2) حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص. 20.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص. 28.

(4) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط. 4، 2006، ص. 411.

(5) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، بدون طبعة، 2008، ص. 87.

تستعملها الهيئة للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، وحملة السندات هم دائنين بالنسبة للمؤسسات المصدرة والحكومات، ولهم الأسبقية في حالات التصفية والبيع وتوزيع الفوائد⁽¹⁾. وكذلك تمثل السندات: "التزام مالي تعاقدى بين المقرض والمقترض، يتعهد بموجبه هذا الأخير بتقديم مدفوعات إلى المقترض ممثلة في فائدة ثابتة، تدفع خلال فترات محددة، إضافة إلى أصل المبلغ في نهاية الفترة"⁽²⁾.

ومن المفاهيم السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت حكومة أو شركة، وعند شراء المستثمر للسند يكون قد وافق على إقراض مبلغ معين لهذه الحكومة أو الشركة، وفي المقابل يوافق المصدر لهذا السند على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية.

2- أنواع السندات

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين الأنواع التالية:

• أنواع السندات وفق الجهة المصدرة:

- سندات حكومية (أو عامة): وهي السندات الصادرة عن الخزينة العامة في شكل قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو الخاص أو الخواص، وذلك بهدف ضبط حجم النقد وتمويل المشاريع الإستثمارية⁽³⁾.

- سندات غير حكومية (أو خاصة): هي السندات التي تصدرها شركات المساهمة بغرض الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل مشاريعها، وتصدرها بمعدلات فائدة أكبر من السندات الحكومية، مما يعني تعرض حاملها بشكل أكبر لخطر عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين⁽⁴⁾.

• أنواع السندات وفق طريقة السداد

ونميز نوعان من السندات⁽⁵⁾:

- سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق: تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوقها لحاملها عند تاريخ الاستحقاق.

(1) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الثاني، دار الهدى للنشر، الجزائر، ط.1، 2011، ص.406.

(2) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط.1، 2007، ص.76.

(3) فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص.77.

(4) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2004، ص.101.

(5) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص.62.

- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق: وذلك باستدائها من طرف الجهة المصدرة سواء عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات أو عن طريق دخول الشركة إلى سوق رأس المال كمشتريّة لسنداتها.

- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة

حسب هذا المعيار نميز بين نوعين من السندات⁽¹⁾:

- سندات مضمونة: قد تصدر الشركات سندات مضمونة ببعض الأصول المادية أو المالية وفي حال تخلي الشركة عن التزامها تجاه حملة هذا النوع من السندات، يحق لهم بيع تلك الأصول واقتسام العائد بينهم.

- سندات غير مضمونة: تمثل السندات غير المضمونة ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة. والضمان الوحيد الذي يتوفر لهم هو حق الأولوية على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

- أنواع السندات حسب قابليتها للتحويل

كذلك نميز بين نوعين من السندات⁽²⁾:

- سندات قابلة للتحويل: تعطي الحق لصاحبها باستبدالها بأسهم عادية خلال مدة معينة ويفضلها المستثمرون خاصة إذا كانت الشركة قد حققت معدلات نمو عالية.

- سندات غير قابلة للتحويل: الأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل إلا إذا نص على خلاف ذلك، وتصدر السندات غير القابلة للتحويل عادة بمعدل فائدة أعلى من تلك القابلة للتحويل.

- أنواع السندات حسب طبيعة الفائدة

وتنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى⁽³⁾:

- سندات ذات معدل فائدة ثابت: وتستحق بمعدل فائدة ثابت، بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة.

- سندات ذات معدل فائدة متغير: إذ ينقسم عائدها إلى فائدة ثابتة دورية ودخل إضافي يتغير بتغير أرباح الشركة ويسمي هذا النوع بسندات الدخل.

- أنواع السندات حسب شكل الإصدار

وتنقسم حسب هذا المعيار إلى⁽⁴⁾:

- سندات اسمية: حيث تدفع الفائدة للشخص المسجل باسمه السند، وهذا النوع من السندات يوفر مزيد من الحماية لحامله غير أنه غير قابل للتداول.

(1) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص. 733-734.

(2) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص. 106.

(3) صلاح السيد جودة، مرجع سبق ذكره، ص. 183.

(4) منير هندي إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص. 29.

- سندات لحاملها: تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام، ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها.

3- الاتجاهات الحديثة للسندات

ظهرت أنواع جديدة من السندات بهدف تلبية متطلبات المستثمرين والسوق المالية ومن بين الأنواع المستحدثة نذكر ما يلي:

- سندات لا تحمل قسيمة (كوبون): إذ تباع هذه السندات بخصم على قيمتها الاسمية يسترد المستثمر قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق أو قبل ذلك عن طريق التداول ببيعها بالسعر السائد في السوق⁽¹⁾.
- السندات ذات الدخل: حملة هذا النوع لا يحق لهم مطالبة المنشأة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها أرباحاً، غير أنه ينص العقد على أن تسديد هذه الفوائد من أرباح السنة اللاحقة⁽²⁾.
- سندات ذات معدل فائدة متحرك: حيث يحدد سعر فائدة مبدئي للسندات، يعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتناسب مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، تم استحداثها لمواجهة التضخم⁽³⁾.

ثالثاً: المشتقات وأنواعها

كان الغرض الأساسي من انتشار هذه الأدوات هو حماية المستثمر من مخاطر التغير في السعر ولقد أخذت هذه الأدوات أشكالاً متعددة.

1- تعريف المشتقات

هناك عدة تعريفات نذكر منها ما يلي:

- تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها: "نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالسهم أو السندات أو السلع"⁽⁴⁾.
- كما تعرف بأنها: "مجموعة الأدوات أو الأصول المالية التي تقدم عن طريق عقد شراء أو بيع أجل لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وسعر محدد عند بداية الإتفاق"⁽⁵⁾.
- وهناك من يعرف المشتقات المالية أنها: "عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر باحترام الالتزام، والعقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات أو

(1) محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص.111.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص.273.

(3) نفس المرجع، ص.274.

(4) أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق رأس المال، الدار الجامعية الجديدة، مصر، بدون طبعة، 2003، ص.605.

(5) منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون طبعة، 1999، ص.06.

كمية من المواد الأولية...الخ، والعقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أوقد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات منذ نشأة العقد⁽¹⁾.

ومن المفاهيم السابقة نستخلص أن المشتقات المالية عبارة عن عقود يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية وتشتق قيمتها من الأصل محل التعاقد.

2- أنواع المشتقات

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

• عقود الخيار: يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد وبدون التزام، حق شراء أو بيع أصل مالي متفق عليه وقت تحرير العقد وذلك خلال فترة زمنية عليها، ويمنح مشتري هذا الحق في المقابل مبلغاً من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار⁽²⁾.

وتنقسم عقود الخيار إلى عقد خيار شراء وعقد خيار بيع وعقد خيار مزدوج⁽³⁾:

- عقد خيار الشراء: وعليه يكون محرر الخيار ملزماً ببيع الأصل محل العقد وذلك وفق الشروط التي يضمنها وذلك ما إذا رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد مقابل علاوة يقدمها المشتري لمحرر العقد.

- عقد خيار البيع: وعليه يكون محرر الخيار ملزماً بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل التعاقد وفق الشروط التي يتضمنها العقد وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد مقابل علاوة يدفعها للمحرر.

- عقد خيار مزدوج: يشمل على حق البيع أو الشراء معا⁽⁴⁾.

• العقود الآجلة

هي عقود بين طرفين بائع ومشتري حيث يتعهد البائع بتسليم أصل معين بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين مستقبلاً ومن أمثلة ذلك (عقود التصدير والاستيراد، عقود الإقراض لشراء عقارات... ولا يتضمن الالتزام المشار إليه في العقود الآجلة الدفع الفوري لقيمة الصفقة بل هي عملية بيع وشراء قانونية

(1) محمود سحنون، سميرة محسن، مداخلة بعنوان مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر، 2009، ص.02.

(2) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، بدون طبعة، 1999، ص.605.

(3) محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص.257.

(4) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون طبعة، 2005، ص.309.

وفعالية ونهائية، لكنها مؤجلة التنفيذ الفعلي إلى موعد محدد في المستقبل⁽¹⁾، غير أن العقود الآجلة لا يتم تداولها ولا توجد لها سوق ثانوية، فهي لا توفر الحماية لطرفي العقد من مخاطر عدم القدرة على الوفاء والالتزام بالعقد، كما لا يمكن تسوية العقد قبل تاريخ الاستحقاق⁽²⁾.

وتتعدد وتتوسع العقود الآجلة ولعل أهمها العقود الآجلة لأسعار الفائدة والتي تستخدم للحماية من تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف كون أن السعر الذي يتفق عليه عند إبرام العقد يبقى ثابتا حتى تاريخ التنفيذ⁽³⁾.

• العقود المستقبلية

هي عقود تقضي بأن يسلم البائع أصلا من الأصول إلى المشتري ويستلم منه الثمن المحدد مسبقا وذلك في فترة لاحقة متفق عليها هي تاريخ استحقاق العقد وعادة ما يفرض على طرفي العقد إيداع ضمان في صورة نقدية أو أوراق مالية لدي السمسار أو بيت التسوية في البورصة على عكس العقود السابقة، ويتم تداول المستقبلات في أسواق منظمة مخصصة، تستخدم هذه العقود في التحوط من مخاطر الاستثمار من خلال إمكانية بيع العقد قبل تاريخ الاستحقاق بغرض تحقق الربح⁽⁴⁾.

من خلال التعريف نلاحظ تشابه كبير بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية، غير أن الاختلاف بينهما يكمن في كون العقود المستقبلية عقود نمطية ومنظمة بشكل رسمي ويتم تداولها في البورصات المالية، كما أن سعر الأصل المتفق عليه يتم تسويته حسب التغيرات اليومية التي تطرأ عليه⁽⁵⁾. وتدرج تحت خانة العقود المستقبلية عدة عقود نذكر منها⁽⁶⁾:

- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: وهي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت، كالودائع، السندات... الخ، وتنقسم هي الأخرى إلى عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة قصيرة الأجل، وأخرى على معدلات فائدة طويلة الأجل.
- العقود المستقبلية على العملات الأجنبية وأسعار الصرف: يتم تداول عملات محلية مقابل أخرى أجنبية.

(1) محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص. 172.

(2) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص. 24.

(3) مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة منتوري، الجزائر، 2012، ص. 21-22.

(4) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الأول، دار الهدى للنشر، الجزائر، ط. 1، 2011، ص. 248.

(5) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط. 1، 1998، ص. 98.

(6) مريم سرارمة، مرجع سبق ذكره، ص. 33.

- العقود المستقبلية على السلع: ويتم تداول سلع معينة بسعر معين في تاريخ محدد⁽¹⁾.

• عقود المبادلات

تمثل عقود المبادلات أحد أدوات تغطية خطر سعر الفائدة، وتعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس عقود الخيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية⁽²⁾.

عقود المبادلات متنوعة ونذكر منها⁽³⁾:

- مبادلة أسعار الفائدة: هي مبادلة تقوم على دفع سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات فائدة ثابتة مقابل سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات فائدة متغيرة مقابل ذلك.
- مبادلة العملات: يتضمن هذا العقد مبادلة أصل قرض وفوائده مكافئ للأول بعملة أخرى، ويتم بيع هذه العملات في السوق بسعر الصرف الفوري وفي نفس الوقت يتم إعادة بيع العملة التي تم شرائها وشراء العملة التي تم بيعها بسعر الصرف الآجل، وخلالها يدفع كل طرف للآخر فائدة للعملات التي استلمها.
- مبادلة البضائع: يقوم طرف بالشراء الآني من الطرف الآخر لبضائع معينة بالسعر السائد ويتم التسديد فورا، وبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا بحيث يتم السداد في فترات متفق عليها.

المطلب الثاني: عوائد ومخاطر الأوراق المالية

عند قيام المستثمر بعملية الاستثمار فإنه في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطرة والعائد المتوقع عنصران يجب الأخذ بهما عند اتخاذ أي قرار استثماري، فالمستثمر الرشيد يهدف إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطر.

أولا: العائد وأنواعه

يمثل العائد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه مقياس مناسب للمفاضلة بين الاستثمارات، كما يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها.

1- مفهوم العائد

تعددت التعاريف التي تطرقت للعائد ونذكر منها ما يلي:

يعرف العائد بأنه: "المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطر

(1) أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، ص. 235.

(2) محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص. 137.

(3) حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2001، ص. 216-217.

المحتملة من توظيف الأموال في استثمار معين⁽¹⁾.

ويعرف على أنه: "عبارة عن مجموعة المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة"⁽²⁾.

العائد هو: "صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين أو مقدار الزيادة التي تنتج عن الثروة نتيجة الاستثمار المالي ممثلاً في مقبوضات في شكل توزيعات أو فوائد أو قيمة مضافة"⁽³⁾.
ومن خلال ما سبق يمكن القول أن العائد يمثل تلك القيمة المضافة التي يحصل عليها المستثمر من جراء قيامه باستثماراته أي من خلال تضحيته المؤقتة بأمواله، وقد يكون هذا العائد إما أرباح صافية أو قيمة مضافة محققة أو أرباح رأسمالية ناتجة عن فرق سعر الشراء والبيع.

2- أنواع العائد

إن كل التوقعات المستقبلية ترافقها حالة من عدم التأكد، وعليه يلجأ المستثمر إلى استخدام

الاحتمالات التي ترافق كل عائد متوقع وكل هذا يجعله يستنتج أن هناك أكثر من نوع للعوائد منها⁽⁴⁾:

- العائد الفعلي: ويعكس النسبة المئوية للتغير في ثروة المساهمين إذا ما تم بيع الأوراق المالية في نهاية فترة الاحتفاظ، بمعنى العائد الذي يتحصل عليه المستثمر فعلياً، ويحسب بالطريقة التالية:

$$HPR = \frac{P1 - P0 + D}{P0}$$

سعر الأصل في نهاية الفترة - سعر الأصل في بداية الفترة + التوزيعات

$$\text{معدل العائد الفعلي} = \frac{\text{سعر الأصل في نهاية الفترة} - \text{سعر الأصل في بداية الفترة} + \text{التوزيعات}}{\text{سعر الأصل في بداية الفترة}}$$

- العائد المتوقع: هو المتوسط المرجح لاحتمالات العوائد التي يتوقع المستثمر تحقيقها، وبالتالي فهو القيمة الوسطية للنتائج المحتمل حدوثها مرجحة باحتمال حدوث كل منها ويحسب كما يلي:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n R P_i$$

معدل العائد المتوقع = العائد المتوقع لكل أصل × احتمال تحقق العائد

(1) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.163.

(2) دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر، الأردن، ط.1، 2010، ص.61.

(3) فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2000، ص.177.

(4) نفس المرجع، ص.107.

معدل العائد المطلوب: يعرف بأنه العائد الذي يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة،

$$R_j = R_f + (R_m - R_f) \beta \quad \text{ويحسب كما يلي (1):}$$

حيث أن:

R_j : معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر.

R_m : متوسط معدل عائد محفظة السوق.

β : معامل بيتا (الخطر المنتظم).

وعليه:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + (متوسط عائد محفظة السوق - معدل

العائد الخالي من الخطر) × معدل الخطر المنتظم

كما يوجد أنواع أخرى للعوائد منها (2):

- العائد الجاري: وهو عبارة عن التدفقات النقدية المستلمة إما فوائد أو أرباح موزعة ويحسبه كالتالي:

$$R_c = \frac{\text{مجموع التوزيعات}}{\text{العائد الجاري}} = \frac{\text{سعر الأصل في بداية الفترة}}{\sum D} \times P_0$$

العائد الرأسمالي: هو عبارة عن التغير في سعر الأصل المالي موضع الاستثمار ويمكن حسابه كما يلي:

$$R_c = \frac{\text{سعر الأصل في نهاية الفترة} - \text{سعر الأصل في بداية الفترة}}{\text{العائد الرأسمالي}}$$

سعر الأصل في بداية الفترة

- العائد الغير عادي: هو الفرق بين العائد الفعلي للأصل والعائد السوقي.

- العائد الغير متوقع: هو الفرق بين العائد الفعلي للأصل والعائد المتوقع.

ثانياً: مفهوم الخطر وأنواعه

على الرغم من دقة التقدير والاستغلال الفعال لكفاءة المعلومات للعائد المتوقع، إلا أنه يبقى من

غير المؤكد، فقد تطرأ تغيرات تؤدي إلى تغير في العائد المتوقع ومن هنا ينشأ الخطر.

(1) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.165.

(2) إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، فلسطين، 2011، ص.24-25.

1- مفهوم الخطر

من بين التعاريف العديدة للخطر نذكر التعاريف التالية:

يعرف الخطر على أنه: "درجة التقلب في العائد المتوقع، وبمعني آخر هو أن المخاطر تكمن في احتمال حدوث اختلاف في العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع عن ذلك الاستثمار"⁽¹⁾. كما يعرف خطر الاستثمار في الأوراق المالية بأنه: "تذبذب العائد المتولد أو عدم التأكد من حتمية العائد أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه العناصر مجتمعة معاً"⁽²⁾. كما يعرف على أنه: "احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كان هناك احتمال مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة، فإن هذا يدل على أن المخاطرة عالية والعكس صحيح"⁽³⁾. وعليه يمكن القول أن الخطر هو إمكانية الحصول على عائد فعلي مختلف عن العائد المتوقع أي أن هناك تقلباً في عوائد الاستثمار.

2- أنواع الخطر

يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية هذه الأخيرة تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، حيث يمكن قياس المخاطر الكلية عن طريق الانحراف المعياري والذي يمثل مجموع انحرافات أو تشتت القيم عن وسطها وعليه فهو يمثل تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد ويقاس كما يلي⁽⁴⁾:

$$\delta_R = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{N}}$$

حيث:

R_i : العائد المحقق.

\bar{R} : متوسط العائد ($\sum R_i / N$)

N : تمثل الفترة الزمنية (عدد المشاهدات)

وينقسم الخطر الكلي إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة:

• المخاطر المنتظمة: أو خطر السوق وهي المخاطر العامة التي تؤثر على عوائد كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المنشأة المصدرة لتلك الأوراق أو الصناعة التي تنتمي إليها، ويكون مصدر هذا الخطر التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية فيصعب على المستثمر التخلص

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.62.

(2) زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص.284.

(3) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.105.

(4) نفس المرجع، ص.171.

منها أو تخفيضها بتتويج مكونات المحفظة، ويمكن قياس المخاطر المنتظمة عن طريق معامل بيتا (β) والذي يقيس حساسية الورقة المالية اتجاه عائد محفظة السوق وبحسب وفق العلاقة الآتية⁽¹⁾:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} = \frac{\text{COV}(R_i, R_m)}{\delta^2 R_m}$$

β : معامل بيتا.

$\text{COV}(R_i, R_m)$: التباين المشترك بين عائد السهم وعائد السوق.

$\delta^2 R_m$ و $\text{Var}(R_m)$: تباين عائد السوق.

$$\text{COV}(R_i, R_m) = r_{i,m} \delta_i \delta_m \quad \text{حيث أن } (2)$$

$r_{i,m}$: معامل الارتباط بين عائد الأصل وعائد السوق.

δ_i : الانحراف المعياري للعائد المتوقع للأصل.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد الأصل.

وللمخاطر المنتظمة عدة أسباب أو مصادر نذكر منها ما يلي:

- خطر سعر الفائدة: تعتبر مخاطر سعر الفائدة من المخاطر المنتظمة لأن تأثيرها ينعكس على كل الأوراق المالية بغض النظر عن طبيعة الورقة أو الشركة المصدرة لها، وكقاعدة عامة هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة في السوق والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، ومن المتوقع أن يكون لارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية للورقة تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر⁽³⁾.

- مخاطر السوق: تنشأ نتيجة الاتجاهات الصعودية والنزولية التي تطرأ على سوق رأس المال لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية في الدولة أو في دولة أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة، فيترتب عنها انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية، وهذا النوع من الخطر يؤثر على الأسهم العادية أكثر من الأسهم الممتازة والسندات كون هذين الأخيرين عائدتهما تقدر بدقة أكبر من الأسهم العادية⁽⁴⁾.

- مخاطر التضخم: حيث أن القدرة الشرائية للنقود تتخفض بفعل ارتفاع معدلات التضخم، وتصل مخاطر القوة الشرائية إلى أقصاها في الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل: المدخرات والودائع والسندات وغيرها من العقود التي تدفع فوائد ثابتة مقابلها، على عكس الأسهم العادية التي يكون عائدها غير ثابت⁽⁵⁾.

(1) منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.256.

(2) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص.172.

(3) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص.258.

(4) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.78.

(5) حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ط1، 1998، ص.17.

- مخاطر السيولة: تتجم عن تجميد المستثمر لأمواله بإنفاقها في أداة استثمارية لن يستطيع بيعها عند الحاجة لذلك ولا بالسرعة التي يريدها لتوفير السيولة التي يحتاجها دون خسارة في قيمتها⁽¹⁾.

• المخاطر الغير منتظمة: وتسمى كذلك بالمخاطر الخاصة أو غير السوقية والتي يمكن التخلص منها عن طريق التنويع، وهذه المخاطر تخص شركة ما أو قطاع معين ونظرا لكونها نتيجة عوامل مؤثرة على منشأة ما أو عدد قليل من المنشآت، فإنه يمكن التنبؤ بها على نحو مستقل لكل منشأة على حدي ونذكر منها⁽²⁾:

- مخاطر النشاط: هي حالة عدم التأكد المصاحبة لمبيعات الشركة وإيراداتها فبعض الشركات أكثر خطورة من غيرها نتيجة لطبيعة القطاع الذي تنشط فيه، فيحدث تقلب كبير في مبيعاتها وإيراداتها⁽³⁾.

- خطر الرفع المالي: وهو ناتج عن زيادة حجم الديون مقارنة بحقوق الملكية فتتعرض المنشأة له نتيجة هيكلها التمويلي القائم بشكل كبير على القروض وعليه تتعرض أكثر لاحتمال عدم التسديد لهذه القروض، وكذلك انخفاض التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها⁽⁴⁾.

- مخاطر الإدارة: في حالات كثيرة تتصرف إدارة الشركة بطريقة غير سليمة بسبب ضعف أخلاق رجال الإدارة العليا أو بسبب قصر النظر في مسائل كثيرة وفي كل ذلك فإن عائد الاستثمار حساس جدا لسلوك الإدارة، كون أن اتخاذ أي قرار خاطئ من شأنه أن يؤثر على أرباح الشركة⁽⁵⁾.

وكخلاصة لما سبق يمكن القول أن المخاطر الغير منتظمة أو الخاصة هي مخاطر تخص قطاع أو منشأة ما، مما يجعل من الممكن تخفيضها من خلال تنويع القطاع، أما المخاطر المنتظمة فهي مخاطر عامة تتعرض لها كل الأوراق المالية غير أنه يمكن تخفيضها أو تجنبها من خلال التنويع الدولي، غير أنه وفي إطار العولمة المالية قد لا يكون من الممكن إقصاء الخطر المنتظم عن طريق التنويع الدولي كون أن الأسواق العالمية أصبحت تتأثر بنفس العوامل في نفس الزمن تقريبا⁽⁶⁾.

المطلب الثالث: العلاقة بين العائد والخطر

كل أداة من أدوات الاستثمار تتعرض لدرجة معينة من الخطر والمستثمر الذكي هو الذي يبني قراراته الاستثمارية على تفهم هذه المخاطر ومعرفة كيفية موازنتها مع العوائد المحتملة من وراء الاستثمار ومعنى هذا أنه كلما زادت درجة المخاطرة زاد العائد⁽⁷⁾.

(1) حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص.66.

(2) دريد كمال آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص.71.

(3) حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص.19.

(4) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص.76.

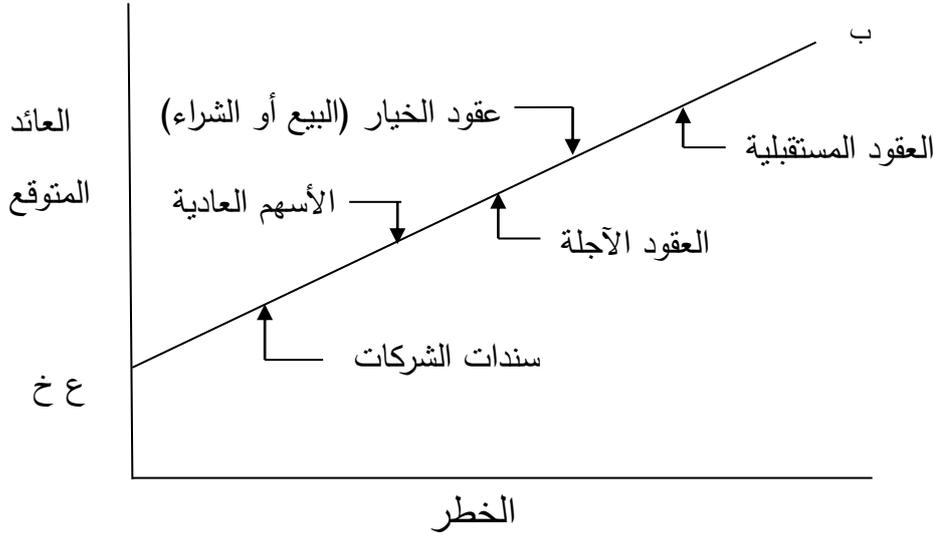
(5) عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، بدون طبعة، 2000، ص.159.

(6) حماد طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص.23.

(7) حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص.65.

ويشير الشكل رقم(1-2) إلى أنواع الأصول المالية المختلفة التي يستطيع المستثمر أن يفاضل بينها في ضوء مفهوم الموازنة بين العائد والخطر، أي أن هناك الخط الذي يمثل العلاقة بين العائد والخطر حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة على هذا الخط ليحدد العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له⁽¹⁾.

الشكل رقم(1-2): المقايضة بين العائد المتوقع والخطر لمجموعة من الأصول المالية



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون طبعة، 2005، ص.14.

إن الخط ع خ ب يعبر عن الموازنة بين العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة بها لكل نوع من الأصول المالية أي أنه يمثل العلاقة بين العائد والخطر، حيث يستطيع كل مستثمر أن يختار أي نقطة على هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له، ونتيجة ميل هذا الخط إلى الأعلى بشكل دائم وبالتالي فالمستثمر الرشيد لن يكون على استعداد لتحمل مخاطر إضافية إلا إذا تم تعويضه عن هذه المخاطر، وعليه فالعلاقة بين العائد والخطر هي علاقة طردية وتشير النقطة ع خ إلى العائد على الأصول الخالية من المخاطر (مثل أدونات الخزينة) وكما يشير الشكل(1-2) أيضا إلى المشتقات وهي الأوراق المالية الأكثر خطورة والتي تحقق أعلى عائد في نفس الوقت. وعليه فإن عملية الموازنة بين العائد والخطر للوصول إلى قرار الاستثمار واختيار نوع الأوراق المالية تعتمد على توقعات المستثمرين عن المستقبل مما يؤكد صعوبة قرار الاستثمار.

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مرجع سبق ذكره، ص.13-15.

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية

ظهر مفهوم كفاءة السوق المالي نتيجة التطورات التي عرفتها أسواق المال، وقد أثار هذا المفهوم الكثير من الجدل، فكفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي وشروطه

يمكن اعتبار كفاءة السوق المالي عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

أولاً: مفهوم كفاءة السوق المالي

في السوق الكفاء يعكس سعر سهم المؤسسة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت المعلومات على شكل قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة⁽¹⁾.

كما يمكن تعريفه أيضاً: "بأنه السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، مما يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية"⁽²⁾.

ويمكن إعطاء تعريف شامل لكفاءة السوق المالي: هو ذلك السوق الذي تستجيب أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، فلا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخر باستغلال التسعير الخاطئ لبعض الأوراق المالية.

ثانياً: شروط السوق المالي الكفاء

تتمثل شروط قيام السوق المالي الكفاء فيما يلي⁽³⁾:

- توفر المعلومات والبيانات بالدقة اللازمة وفي الوقت المناسب لجميع المتعاملين.

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، بدون طبعة، 2010، ص.31.

(2) دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2005، ص.07.

(3) محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، بدون طبعة، 2009، ص.45.

- توفر السيولة والتي تعني القدرة على البيع والشراء في أي وقت وبأسعار معروفة مسبقا إلا إذا وردت إلى السوق معلومات جديدة وجوهية تؤدي لتغير في الأسعار.
- كلما انخفضت تكاليف المعاملات داخل السوق كلما ارتفعت كفاءة السوق.
- عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق.
- المستثمرون يتصفون بالرشد ويسعون إلى تعظيم المنفعة.
- عمق السوق بمعنى أن حركة التعاملات بها نشيطة ويوجد بها عدد كبير من أوامر البيع والشراء بصفة مستمرة إضافة إلى وجود عدد كبير من المستثمرين
- تجانس التوقعات داخل السوق وعدم وجود اختلافات كبيرة في أسعار الصفقات السابقة والحالية.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة السوق المالي

تلعب المعلومة دورا هاما في تجديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم ينبغي تحديد مستوى كفاءة السوق، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، فقد تكون السوق كفئة أو غير كفئة، حيث نجد في هذا الصدد ثلاثة صيغ مختلفة لكفاءة السوق.

أولا: الصيغة الضعيفة للكفاءة

سنقوم بعرض هذا المستوى من خلال التالي:

1- مفهوم الصيغة الضعيفة للكفاءة

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمتة السوقية) بالاعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، ولهذا فإن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية وتوقعات الأوضاع المالية للمؤسسة المصدرة للأسهم في المستقبل⁽¹⁾.

2- اختبارات الصيغة الضعيفة للكفاءة

هناك ثلاث مداخل مستعملة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة هي:

- سلسلة الارتباط: يستند على دراسة التغيرات السعرية لورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل فقط، حيث أن الصيغة الضعيفة تفترض عدم وجود ترابط بين أسعار السهم خلال فترة قصيرة (شهر أو أكثر)، لأنه عند وجود ترابط بين أسعار السهم خلال هذه الفترة معناه وجود اتجاه معين لسعر السهم وهو ما ينفي نظرية الحركة العشوائية، كذلك إذا ما تم تجاهل حالات ثبات الأسعار نتيجة لعدم وجود تعامل على سعر

(1) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص.74.

السهم أحيانا، فسوف يكون لذلك آثار غير محمودة على نتائج التحليل، لذلك يوصى بتقنية البيانات قبل إجراء التحليل⁽¹⁾.

• قواعد التصفية: لقد اعتبر العديد من الفنيون بأن مداخل تحليل الارتباط أسلوب بسيط وغير كاف لاكتشاف الأنماط المتعددة لحركة الأسعار، واقترحوا بديلا واقعيا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، وهو ما يعرف بقواعد التصفية.

وتوجد أربع مجموعات من قواعد التصفية اقترحها الفنيون: الأولى تقوم على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد عليه في قرار الشراء، أما انخفاضه يعد مؤشرا سليم لقرار البيع، والثانية فهي قواعد الدورات الموسمية، حيث تقضي أن الصيف موسم ارتفاع الأسعار والشتاء موسم انخفاض الأسعار، وكذلك أسعار الأسهم تنخفض في شهري سبتمبر وأكتوبر عن باقي الشهور وهو ما يسمى بتأثير التوقيت، أما الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك والقوة النسبية لسعر السهم⁽²⁾.

• اختبار الأنماط الطارئة: يعتمد هذا الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغيير في أسعار الأسهم وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغييرات على شكل (+) في حالة حركة سعرية زائدة، و(-) في حالة حركة سعرية بالنقص، و(0) في حالة عدم وجود حركة، كما يقترن هذا الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغيير.

وما يميز هذا المدخل عن المدخلين السابقين أنه يمكننا من قياس التغييرات الطارئة التي يمكن أن تظهر في السلسلة الزمنية لسعر السهم سواء كانت هذه التغييرات موجبة أو سالبة، معبرين عنها بالإشارة الموجبة أو السالبة أو المنعدمة في حالة عدم تغير الأسعار، وتؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة على مصداقية الصيغة الضعيفة للكفاءة⁽³⁾.

ثانيا: الصيغة المتوسطة للكفاءة

سنقوم بعرض هذا المستوى من خلال التالي:

1- مفهوم الصيغة المتوسطة للكفاءة

تقتصر المعلومات في هذا المستوى على البيانات المنشورة أو المعلومات التاريخية المتوفرة عن الأسعار الحالية نفسها، لذلك يكون هناك مجال لبعض الأشخاص من المحللين للوصول إلى معلومات غير منشورة وغير معلنة يحققون من خلالها بعض الأرباح الغير عادية من خلال استغلال ما يسمى

(1) منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص.503.

(2) الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2005، ص.274.

(3) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون طبعة، 2000، ص.46.

بظاهرة احتكار المعلومات⁽¹⁾.

2- اختبار الصيغة المتوسطة للكفاءة

وقد تم اختبار الصيغة المتوسطة من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات، التغييرات في عرض النقود والتغيرات أو أساليب المحاسبة الجديدة، اشتقاق الأسهم، حجم التعامل على الأوراق المالية.

كما اختلفت بعض الدراسات في اختبارها لفرض السوق الكفاء من النوع المتوسط حيث أثبتت بعضها سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين. وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة المتوسطة، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة لتحليل المعلومات الموجودة في السوق وتحقيق أرباح غير عادية، ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض لفرضية الصيغة المتوسطة⁽²⁾.

ثالثا: الصيغة القوية للكفاءة

سنعرض لهذه الصيغة من خلال ما يلي:

1 - تعريفها

وفقا لهذا الشكل من فرض السوق الكفاء، فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معينة مثل أعضاء إدارة المؤسسة. أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن المؤسسة وبالتالي فلن يستطيع أي مستثمر حتى لو امتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية⁽³⁾.

2 - اختبار الصيغة القوية للكفاءة

سننظر لاختبارات الصيغة القوية على النحو التالي:

• العاملون بالمؤسسة: تتمثل فئة المستثمرين الداخليين أساسا في المديرين المسؤولين في المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، الذين عادة ما يقومون بالمتاجرة في أوراقها المالية انطلاقا من معلومات يتحصلون عليها قبل غيرهم من المستثمرين الخارجيين. هناك دراسات عديدة توصلوا من خلالها أن المسؤولين الذين يتاجرون في الأوراق المالية التابعة لمؤسساتهم يحققون أرباحا متميزة وذلك لاستحواذهم على معلومات غير منشورة⁽⁴⁾.

(1) ديماء وليد حنا الرضي، الأسواق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، ط.1، 2015، ص.89.

(2) بن أمير بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2012، ص.240.

(3) الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص.97.

(4) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص.321.

• مديرو المؤسسات المالية: يمتلك مديرو المؤسسات المالية المتخصصة مثل: صناديق الاستثمار، القدرة على الوصول إلى المعلومات بسرعة، كما يستطيعون استخدام أدوات التحليل، ومن ثم إمكانية التوقع اتجاه السوق وقد تم اختبار هذه الصيغة من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوي المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي. ولقد جاءت العديد من الدراسات في هذا الشأن لتؤكد عدم مقدرة المستثمرين المؤسسين على تحقيق أداء أفضل من ذلك الخاص بالسوق بمعنى عدم إمكانية تحقيق أرباح متميزة على حساب المستثمر العادي الذي يسير محافظته المالية وفق إستراتيجية الإستثمار⁽¹⁾.

المطلب الثالث: إجراءات تحسين الكفاءة

تعتبر الكفاءة في الأسواق المالية من الأهداف المهمة التي تسعى هذه الأخيرة لتحقيقها ومن أجل التعرف أكثر على الكفاءة سنتعرض في هذا المطلب إلى إجراءات تحسينها والعوائق التي تواجهها. تتمثل إجراءات تحسين كفاءة الأسواق المالية فيما يلي⁽²⁾:

- ترك تحديد قيمة عمولة السمسرة للتفاوض بين العميل والسمسار مما يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، وتخفيض المعاملات بشكل يساهم في توسيع تعميق الأسواق ومن ثم مستوى السيولة فيه وتوفير أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة للسوق.
- استخدام أدوات مستحدثة في مجال التداول في أسواق رأس المال بشكل يساهم في تخفيض تكلفة المعاملات الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على كفاءة السوق.
- السعي نحو توحيد كفاءة الأسواق المنظمة والغير منظمة في سوق واحد وذلك من خلال ربط كافة الأسواق بشبكة اتصال إلكترونية متطورة من شأنها أن تزيد من حجم المعاملات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة.
- توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة حيث يستطيع المتعاملون بواسطتها الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي.
- بالإضافة إلى الإجراءات السابقة توجد إجراءات أخرى منها⁽³⁾:
- أن يكون للسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق.

(1) بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص.77.

(2) عاطف وليم اندراوس، مرجع بيق نكره، ص.69.

(3) زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص.199.

- وجود فئة من المستثمرين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها والاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسبة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة ويشكل حد لعملية احتكار المعلومات.
- توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

خلاصة الفصل الأول

تعرضنا من خلال هذا الفصل إلى نشأة وتطور الأسواق المالية، وكذلك التعريف بالأسواق المالية وأهم وظائفها، كما تم التعرض إلى الشروط اللازم توافرها من أجل قيام سوق مالي سليم بالإضافة إلى هيكله.

وتناولنا في المبحث الثاني الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية وأنواعها، كون أن هذا التنوع ضروري لقيام الأسواق المالية بوظائفها على أكمل وجه، حيث نجد أن أهم الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق تنقسم بين أدوات ملكية كالأسهم وأدوات مديونية كالسندات وكذلك المشتقات المالية، مما يجعلها قادرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار.

وحتى يتمكن المستثمر من الاختيار واتخاذ القرار السليم فيما يخص الاستثمار فإنه يقوم بالموازنة بين عوائد ومخاطر الأوراق بهدف الوصول إلى جدوى الاستثمار والمفاضلة بين هذه الأوراق المالية واختيار الأوراق التي تحقق له أفضل عائد ممكن.

في الأخير حاولنا أن نتناول بالدراسة مفهوم كفاءة السوق المالي، حيث توصلنا إلى نتيجة مفادها أن السوق الكفاء هو السوق الذي يتغير فيه سعر الورقة المالية بسرعة تبعا لطبيعة المعلومات التي تصل إلى السوق، وأنه السوق الذي يكون فيه سعر الورقة المالية مساوي لقيمتها الحقيقية، كما أنه في ظل السوق الكفاء لن يتمكن أي متعامل من تحقيق فرص ربح غير عادية تتجاوز ما حققه غيره من المتعاملين.

الفصل الثاني
حجم المؤسسة وعلاقته
بالعائد

تمهيد

يصادف المستثمر في عملية استثماره في الأسهم مشكلة اختيار المؤسسات التي يقوم باقتناء أسهمها والتي تتيح له تعظيم عوائده مع تخفيض المخاطرة إلى مستويات مقبولة، مع أن المؤسسات تختلف فيما بينها في عنصر الحجم وبالتالي يفترض أن أسهم المؤسسات كبيرة الحجم تدر عوائد أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم.

حيث أجريت العديد من الدراسات لمعرفة أثر حجم المؤسسة على عائد السهم ولقد أشارت هذه الدراسات إلى وجود انحرافات في سلوك أسعار الأسهم، ومن هذه الانحرافات أثر حجم المؤسسة على عائد السهم.

وعليه سننترق في هذا الفصل إلى مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية في المبحث الأول ونتطرق كذلك إلى حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي في المبحث الثاني، أما في المبحث الثالث فسنتناول أثر حجم المؤسسة على عائد السهم.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المؤسسة الاقتصادية

تعد المؤسسة الاقتصادية المحرك الأساسي لكل نشاط اقتصادي باعتبارها النواة الأساسية فيه، وذلك لما تقوم به من عمليات وما تحتله من مكانة مميزة داخل المجتمع الاقتصادي. إذن لا بد من التعريف بها وبخصائصها وكذلك التطرق لوظائفها وأهدافها وتصنيفاتها المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية وخصائصها

على ضوء الأهمية التي تحظى بها المؤسسة الاقتصادية من طرف جميع الأطراف المحيطة بها سنتطرق إلى بعض التعاريف التي قدمت لها ولخصائصها المختلفة.

أولاً: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

تعددت التعاريف التي قدمها الباحثون للمؤسسة الاقتصادية، وهذا نتيجة لاختلاف الأنظمة الاقتصادية. ومن بين التعاريف التي أعطيت لها ما يلي:

يمكن تعريف المؤسسة على أنها: "الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الأهداف التي أوجدت المؤسسة من أجلها"⁽¹⁾.

كما تعرف كذلك على 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"⁽²⁾.

كذلك يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها: "كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي، ولهذا المكان سجلات مستقلة"⁽³⁾.

وعليه يمكن القول أن المؤسسة الاقتصادية عبارة عن مجموعة من الوسائل المادية، المالية والبشرية ووجدت من أجل تحقيق أهدافها.

ثانياً: خصائص المؤسسة الاقتصادية

تتصف المؤسسة الاقتصادية بخصائص سواء كانت في المجال الإنتاجي أو القانوني أو التنظيمي نلخصها فيما يلي⁽⁴⁾:

• للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسئولياتها.

(1) عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط.5، 2007، ص.24.

(2) عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996، ص.25.

(3) Ahmed Koudri, *économie d'entreprise*, enag édition, Algérie, 1999, p.11.

(4) إسماعيل عرياجي، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996، ص.10-11.

- تمثل المؤسسة وجود ذمة وتعتبر مركزا لاتخاذ القرارات الاقتصادية وتمتلك القدرة على الإنتاج، حيث تتسق بين عوامل الإنتاج وتختار السلع التي ترغب في إنتاجها.
- تتعرض المؤسسة لعنصر المخاطرة المرتبط بحالة عدم التأكد وعلى هذا يجب أن تكون قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف وظروف مواتية وعمالة كافية ويجب أن تكون قادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة.
- تكون بحوزة المؤسسة وسائل مادية ومالية وبشرية تحدد حجمها وقدرتها التنافسية ومن ثم فإن تغيير هذه الوسائل يعتبر قرارا حاسما يتوقف عليه مستقبل المؤسسة.
- التحديد الواضح للسياسات والأهداف والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهدافا معينة تسعى إلى تحقيقها.
- تعمل المؤسسة على ضمان الموارد المالية من أجل استمرار عملياتها.
- لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لها.
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، فبالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج والدخل الوطني فهي مصدر لرزق كثير من الأفراد.

المطلب الثاني: وظائف المؤسسة الاقتصادية وأهدافها

إن أصحاب المؤسسات الاقتصادية سواء كانت عمومية أو خاصة، يسعون من وراء إنشائها للمؤسسة إلى تحقيق جملة من الأهداف وذلك من خلال القيام بمجموعة من الوظائف تحقق لهم ذلك والتي تختلف وتتعدد باختلاف أصحاب المؤسسات وطبيعة النشاط.

أولاً: وظائف المؤسسة الاقتصادية

للمؤسسة الاقتصادية عدة وظائف تمكنها من أداء دورها الاقتصادي والاجتماعي، نذكرها

كما يلي⁽¹⁾:

- 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- وظيفة التمويل: التمويل من الوظائف التي تنطلق بها مختلف العمليات وأنشطة المؤسسة والتمويل كمجموعة من المهام والعمليات يعني العمل على توفير مختلف عناصر المخزون المحصل عليها من

(1) فرحات غول، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية للنشر، الجزائر، ط.1، 2008، ص.11-13.

خارج المؤسسة أساسا بكميات وتكاليف ونوعيات مناسبة طبقا لبرامج المؤسسة وخططها سواء كانت مؤسسة إنتاجية أو تجارية بهدف تحقيق أحسن النتائج بأقل التكاليف.

3- وظيفة الإنتاج: تعتبر الوظيفة الأساسية للمؤسسات الإنتاجية، فهو المبرر لوجودها والحافز على استمرارها وبقائها كون الإنتاج يرتبط بإشباع الحاجات الإنسانية وبالتالي فإنه يستثمر ما دامت الحاجة الإنسانية قائمة، ويمكن تعريفها على أنها الوظيفة الفنية الأساسية في المؤسسة التي تهتم بتوليف عناصر الإنتاج المتواجدة لخلق السلع والخدمات بكل ما يعنيه ذلك من تنظيم وحل المشاكل واتخاذ قرارات ووضع سياسات من أجل بلوغ الأهداف المرسومة بأقل تكلفة وأقصى ربح ممكن⁽¹⁾.

4- وظيفة التسويق: وهي الوظيفة التي تلي وظيفة الإنتاج حيث تساعد المؤسسة على تصريف منتجاتها وعرضها على المستهلك مع دراسة رغباته واحتياجاته من أجل ترجمتها لسلع وخدمات تكون متاحة ومعروضة للعملاء في الوقت والمكان المناسبين والسعر الملائم⁽²⁾.

5- الوظيفة الإدارية: تسعى الإدارة العليا للمؤسسة للوصول إلى الأهداف المسطرة وبلوغ هذه الأهداف يتوجب عليها القيام بمهامها على أكمل وجه على مستوى التخطيط، التوجيه، الرقابة والعمل على التنسيق الأمثل بين هذه المستويات وهذا ما يؤدي حتما إلى تحقيق النجاح لها، حيث تعمل الوظيفة الإدارية في المؤسسة إلى وضع أهداف معقولة قادرة على تحقيقها عن طريق الوسائل المتاحة الأمر الذي يعكس قدرة الإدارة على التخطيط.

1- وظيفة الموارد البشرية: تعمل هذه الوظيفة على تسيير الموارد البشرية بعدما تعمل على اجتذاب العمال الأكفاء، ومن ثم وضع السياسات الكفيلة بتربيتهم وتطويرهم وزيادة ارتباطهم الوثيق بالمؤسسة وانضباطهم في العمل لاسيما وضعيتهم وعلاقتهم فيما بينهم وبين رؤسائهم⁽³⁾.

ثانيا: أهداف المؤسسة الاقتصادية

تسعى المؤسسة من خلال النشاطات التي تقوم بها إلى تحقيق عدة أهداف تختلف حسب طبيعة نشاطها وحسب توجهات أصحابها وبالرغم من صعوبة حصرها، إلا أن أغلب المؤسسات تسعى أساسا لتحقيق الأهداف التالية:

(1) Chantal Bussenault, *économie et gestion de l'entreprise*, vuibert, Paris, 4^{ème} édition, 2006, p.45.

(2) دياب زقاي، *الاتصال التجاري وفعاليته في المؤسسة الاقتصادية*، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر، ص.8-10.

(3) ايناس صيودة، *أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية*، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص.10-11.

1- الأهداف الاقتصادية

من بين الأهداف الاقتصادية نذكر ما يلي⁽¹⁾:

- تحقيق الربح: يعتبر تحقيق الربح المبرر الأساسي لوجود المؤسسة لأنه يسمح لها بتحرير طاقتها التمويلية الذاتية التي تستعملها في توسيع قدراتها الإنتاجية وبالتالي الصمود أمام المنافسة.
- عقلنة الإنتاج: أي الاستعمال الرشيد لعوامل الإنتاج ورفع إنتاجيتها من خلال التخطيط الدقيق للإنتاج والتوزيع وذلك بهدف تفادي المشاكل الناجمة عن سوء استعمال عوامل الإنتاج.
- تغطية المتطلبات التي يحتاجها المجتمع: وهذا من خلال تحقيق كامل عناصر الإنتاج لتلبية الحاجات المتزايدة وذلك من خلال تحقيق الإنتاج لمستوى مرونة عالٍ، وفي الوقت المحدد.

2- الأهداف الاجتماعية

تسعى المؤسسة باعتبارها عنصرا فعالا في المجتمع الاقتصادي على تحقيق عدة أهداف اجتماعية من بينها⁽²⁾:

- مستوى مقبول من الأجور: يعتبر العمال العنصر الحيوي في المؤسسة حيث يتقاضون مقابل عملهم بها أجراً مضمونا قانونا. إلا أن مستوى الأجور وحجمها يتراوح بين الانخفاض والارتفاع حسب طبيعة المؤسسة والنظام الاقتصادي والمستوى المعيشي.
- توفير تأمينات ومرافق للعمال: تعمل المؤسسة على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي، والتأمين ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد بالإضافة إلى المرافق العامة.
- تأهيل العمال: حيث يتم تدريب وتطوير العاملين ورفع مستويات مهاراتهم المهنية عن طريق التكوين والتدريب ومن أجل رفع المستوى المهني والتخصص حسب القدرة المهنية للعمال.

3- الأهداف التكنولوجية

من بين الأهداف التكنولوجية التي تؤديها المؤسسة ما يلي⁽³⁾:

- البحث والتنمية: حيث مع تطور المؤسسات عملت على توفير إدارة أو مصلحة خاصة بعملية تطوير الوسائل والعمليات الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ ضخمة سنة بعد سنة.
- المساعدة على تنفيذ السياسة التنموية للدولة: وذلك من أجل تحسين وتنسيق الجهود بين المؤسسات من خلال تطوير وإدخال الوسائل التكنولوجية.

(1) سهيلة بن الموفق، أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم

التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، ص. 8-9.

(2) إيناس صبيوة، مرجع سبق ذكره، ص. 5-6.

(3) إسماعيل عرياجي، مرجع سبق ذكره، ص. 13.

المطلب الثالث: تصنيفات المؤسسة الاقتصادية

يمكن للمؤسسة أن تأخذ أشكالاً متعددة، ونظراً للالتزامات التي تخضع لها والامتيازات التي تتمتع بها دون سواها، فقد يكون من الضروري تصنيفها حسب معايير مختلفة، نذكر أهمها:

أولاً: حسب طبيعة الملكية

وحسب معيار طبيعة الملكية أو المعيار القانوني يمكن تصنيف المؤسسات إلى⁽¹⁾:

- 1- المؤسسات العمومية: وهي التي يعود رأسمالها للقطاع العام، فهي تعتبر مؤسسات الدولة بالإنشاء أو التأميم.
- 2- المؤسسات المختلطة: وهي تلك المؤسسات التي تتشارك الدولة أو إحدى هيئاتها في ملكيتها، حيث يخضع هذا النوع لعدة ضوابط وأحكام خاصة.
- 3- المؤسسات الخاصة: وهي تلك المؤسسات التي تؤول ملكيتها لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص، كالمؤسسات الفردية ومؤسسات الشركات على أن كل نوع من هذه المؤسسات يحكمه نمط قانوني معين يحدد طرق وإجراءات تسييرها ومن أمثلة هذه المؤسسات، شركات الأشخاص، وشركات المسؤولية المحدودة وغيرها.

ثانياً: حسب القطاع الاقتصادي

يكون تصنيف المؤسسة حسب هذا المعيار موافقاً لطبيعة القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة وعليه تصنف المؤسسات الاقتصادية إلى⁽²⁾:

- 1- مؤسسات القطاع الأول: وتجمع المؤسسات المتخصصة في الزراعة وتربية المواشي والصيد البحري وغيرها من النشاطات المرتبطة بالأرض والموارد. وتضاف إليها أنشطة المناجم.
- 2- مؤسسات القطاع الثاني: يشمل هذا القطاع كافة المؤسسات الصناعية التي تحول المواد الأولية عن طريق عملية التصنيع إلى منتجات نهائية وكذلك منشآت الأشغال العمومية.
- 3- مؤسسات القطاع الثالث: يشمل هذا القطاع كافة المؤسسات الخدمية التي تقدم خدمات معينة.

ثالثاً: حسب طبيعة النشاط

نجد حسب هذا المعيار أن المؤسسات متخصصة في نشاطات متنوعة، حيث يمكن تصنيفها إلى⁽³⁾:

- 1- المؤسسات المتخصصة في النشاط التقليدي: حيث تقوم بإنتاج منتجات وتسويقها وتعتمد عادة على وسائل بسيطة.

(1) عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص. 26-28.

(2) عبد الكريم بن أعراب، تسيير المنشأة، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، بدون طبعة، 2004، ص. 16.

(3) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، عنابة، بدون طبعة، 2008، ص. 14-16.

- 2- المؤسسات الزراعية: تتحكم في إنتاجها عوامل طبيعية وموسمية، ويتحدد الإنتاج حسب الظروف الطبيعية الموسمية.
- 3- المؤسسات الصناعية: يقوم هذا النوع من المؤسسات على تحويل المواد الأولية إلى منتجات نهائية، حيث يخضع الإنتاج لنمط محدد ومدقق.
- 4- المؤسسات التجارية: لا تنتج المنتجات إنما تقوم بتسويقها، حيث تسوق كلا من المنتجات والمواد الأولية.
- 5- المؤسسات الخدمية: تتكفل بإنتاج الخدمات، فمنتوجها غير مادي كالبنوك وشركات التأمين والمستشفيات وغيرها.

رابعاً: حسب الحجم

حسب هذا المعيار يتم تصنيف المؤسسات إلى⁽¹⁾:

- 1- المؤسسات المصغرة: وهو الصنف الأكثر انتشاراً في أغلب اقتصاديات الدول، ويتراوح عدد العمال بين 1 و9 عمال.
- 2- المؤسسات الصغيرة: وتكون في شكل مؤسسات عائلية بسيطة في هيكلها التنظيمي، ويتراوح عدد أفرادها بين 10 و49 عاملاً.
- 3- المؤسسات المتوسطة: يتراوح عدد أفرادها بين 50 و499 عاملاً، تتعرض أحياناً إلى صعوبات في التسيير والتمويل.
- 4- المؤسسات الكبيرة: تستعمل هذه المؤسسات يد عاملة تتراوح بين 500 و999 عاملاً، وتعود ملكيتها لعدد كبير من الأشخاص غالباً.
- 5- المؤسسات الكبيرة جداً: يوجد هذا الصنف في البلدان المتطورة، وتضم أكثر من 1000 عامل.

(1) عبد الكريم بن أعراب، مرجع سبق ذكره، ص.15.

المبحث الثاني: حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي

يمثل حجم المؤسسة متغير مهم وعامل رئيسي في تحديد طبيعة العلاقة بين المؤسسة وبيئتها، ولعل الشركات متعددة الجنسيات تمثل أحسن مثال عن الدور الذي يمكن أن يلعبه الحجم في بيئة المؤسسة من خلال ما يقدمه من فرص للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم حجم المؤسسة

لقد شكل تحديد مفهوم حجم المؤسسة موضوع نقاش وجدل بين الباحثين الاقتصاديين، حيث يعترف العديد من هؤلاء الباحثين والدارسين المهتمين بالقطاع، من دولة لأخرى، على صعوبة وضع تعريف شامل ودقيق لحجم المؤسسة بحيث يلقي القبول لدى الجميع وهذا راجع لعدة أسباب نذكر منها:

- اختلاف درجة النمو الاقتصادي: يعتبر معيار النمو الاقتصادي من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي يأخذ بها الباحثون والمحللون في الحكم على مدى التقدم أو التخلف لأي دولة. لذا فإن درجة النمو الاقتصادي تعكس مستوى التطور التكنولوجي والصناعي للوحدات الاقتصادية، الشيء الذي ينتج عنه اختلاف النظرة إلى حجم المؤسسة ما بين الدول المتقدمة والمتخلفة، فالمؤسسة الصغيرة في بلد متقدم كاليابان أو الو.م.أ يمكن اعتبارها كبيرة في بلد نام كالجائز أو مصر وهذا مقارنة مع حجم الإمكانيات التي تتوفر عليها وعدد العمال الموظفين⁽¹⁾.

- اختلاف حجم وطبيعة النشاط الاقتصادي: أمام اختلاف النشاط الاقتصادي وتنوعه يختلف التنظيم الداخلي والهيكلية المالية للمؤسسات الاقتصادية فهناك مثلا مؤسسات صناعية تحتاج لمواد أولية واستثمارات ضخمة وطاقات مالية وعمالة كبيرة ومؤهلة ومتخصصة، بينما توجد مؤسسات أخرى تفرص طبيعة نشاطها الخدماتي مثلا استثمارات وعمالة محدودة مع هيكل تنظيمي بسيط، وعليه يمكن اعتبار مؤسسة ما كبيرة في قطاعها لكنها على سبيل المقارنة تعتبر متوسطة أو صغيرة مقارنة بمؤسسات قطاع آخر⁽²⁾.

- اختلاف فروع النشاط الاقتصادي: يتفرع كل نشاط اقتصادي حسب طبيعته إلى عدد كبير من الفروع الاقتصادية، إذ ينقسم النشاط التجاري مثلا إلى التجارة بالجملة والتجارة بالتجزئة. أو إلى التجارة الداخلية والتجارة الخارجية، وينقسم النشاط الصناعي بدوره إلى مؤسسات الصناعة الاستخراجية والصناعة

(1) رياض ريمي، عقبة ريمي، مداخلة بعنوان: تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها في الجزائر، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 5 و6 ماي، 2013، ص.3.

(2) أسماء زراية، آثار سياسة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011، ص.7.

التحويلية. وكل منهما يضم عددا من الفروع الصناعية، منها المؤسسات الغذائية وصناعة الغزل والنسيج والمؤسسات الكيماوية والصناعات المعدنية وغيرها.

وتختلف كل مؤسسة حسب فرع النشاط الذي تنتمي إليه، من حيث كثافة اليد العاملة وحجم الاستثمارات التي يتطلبها نشاطها فالمؤسسة الصغيرة أو المتوسطة التي تنشط في صناعة الحديد والصلب تختلف عن تلك التي تنشط في الصناعات الغذائية أو النسيجية من حيث الحجم، فهذه الأخيرة قد تعتبر متوسطة أو كبيرة⁽¹⁾.

• العوامل التقنية: يتمثل العامل التقني في مستوى الاندماج بين المؤسسات، فحيثما تكون هذه الأخيرة أكثر اندماجا يؤدي هذا إلى توحيد عملية الإنتاج وتمركزها في مصنع واحد، وبالتالي يتجه حجم المؤسسات إلى الكبير، بينما عندما تكون العملية الإنتاجية موزعة إلى عدد كبير من المؤسسات يؤدي ذلك إلى ظهور عدة مؤسسات صغيرة ومتوسطة⁽²⁾.

• تعدد معايير التعريف: بعد تعدد وتنوع المعايير التي يعتمد عليها في وضع مفهوم لحجم المؤسسة والتي يستند عليها الاقتصاديون من بين أهم الأسباب على عدم الاتفاق على تعريف واحد وشامل له، فنجد معايير كمية وأخرى نوعية، وكل منها تضم مجموعة مختلفة من المؤشرات كعدد العمال ومعيار رأس المال وحجم المبيعات وغيرها، وهنا يطرح الإشكال في إمكانية امتلاك المؤسسات لاستثمارات ضخمة لكنها تستعمل 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⁽³⁾. ولقد تعددت الدراسات التي تتناول حجم المؤسسة كمتغير ولكن يبقى الجدل قائما حول تحدد مفهوم موحد ومن بين التعاريف التي قدمت نذكر ما يلي:

يعرفه المجلس الوطني الفرنسي للمعلومات الإحصائية: "حجم المؤسسة يتحدد من خلال مجموعة من المعايير والتي على أساسها تتحدد الفئة التي تنتمي إليها المؤسسة، حيث يمثل معيار حجم العمالة الأهم للتمييز بين هذه الفئات، وهذا كونه معيار كثير الاستعمال وسهل الاستخراج ويتمشى مع جميع القطاعات كما أنه أقل المعايير حساسية للتضخم"⁽³⁾.

(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، ص.46.

(2) حبيبة فرحاتي، دور هياكل الدعم المالي في تحسين أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013، ص.5.

(3) شوقي شادلي، مرجع سبق ذكره، ص.47.

(4) Yves Robin, rapport du groupe de travail sur la définition des catégories d'entreprises, conseil national de l'information statistique, France, 2008, p.9.

وهناك من يرى أن: "حجم المؤسسة يعرف بعدة طرق سواء من خلال رقم الأعمال السنوي، الناتج السنوي الصافي، حجم الأصول أو حجم العمالة"⁽¹⁾.

وهناك من يعرفه على أنه: "مقياس يمكن استخراجها من خلال حجم العمالة، راس المال الخاص، رقم الأعمال، القيمة المضافة المحققة، الأرباح الصافية أو الهامش الخام للتمويل الذاتي"⁽²⁾.

ويعرف كذلك على أنه: "تصنيف المؤسسات إلى فئات: صغيرة، متوسطة وكبيرة، حيث يوجد عدة مقاييس ومعايير لقياس الحجم منها إجمالي الأصول، إجمالي المبيعات، عدد العمالة وغيرها من المعايير"⁽³⁾.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي: حجم المؤسسة هو معيار لتصنيف المؤسسات ضمن فئات متجانسة ومتشابهة ومقاربة من حيث الحجم، معتمدا في هذا التصنيف على مجموعة من المعايير الكمية والنوعية التي تسمح بالتصنيف المناسب والأمثل للمؤسسة، وتستجيب لآراء

ووجهات نظر الاقتصاديين وبيئة المؤسسة المحيطة بها ممثلة في نوع القطاع الذي تنشط فيه ودرجة النمو والتقدم السائدة في البلد وغيرها من القيود والعوامل التي تتحكم في تصنيف المؤسسات حسب حجمها، وعليه تصنف المؤسسات إلى صغيرة، متوسطة وكبيرة.

المطلب الثاني: معايير تحديد حجم المؤسسة

بالرغم من عدم وجود اتفاق شامل وموحد لمفهوم حجم المؤسسة، إلا أنه يلاحظ بشكل عام وجود اتفاق على مجموعة من المعايير يمكن على أساسها تحديد حجم المؤسسة، وتحدد المعايير باختلاف

درجة تطور كل دولة، فهي تختلف من دولة ذات تقنيات متوسطة وأخرى تقليدية، حيث أنه مهما كان المعيار المعتمد فهو قابل للجدل ويختلف من مؤسسة لأخرى من فترة لأخرى، وبناءا على ذلك سنتعرض للمعايير الأكثر استخداما.

أولا: المعايير الكمية

تهتم المعايير الكمية بتصنيف المؤسسات اعتمادا على مجموعة من السمات الكمية التي تبرز

الفروق بين الأحجام المختلفة للمؤسسات ومن بين أهم هذه المعايير ما يلي⁽⁴⁾:

⁽¹⁾ La direction générale de la petite entreprises, **principales statistiques relatives aux petites entreprises**, le ministère de l'industrie, Canada, 2012, p.5.

⁽²⁾ Arnaud Diemer, **cours d'économie d'entreprise**, partie 1 (définition et analyse d'entreprise), l'institut universitaire de formation des maitres, auvergne, France, p.24.

⁽³⁾ نوري موسى شقيري، وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في الخطر، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد التاسع عشر، 2009، ص.6.

⁽⁴⁾ شهرزاد برجى، إشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، مدرسة الدكتوراه في التسيير الدولي للمؤسسات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012، ص.22.

1- معيار حجم العمالة

يعتبر هذا المعيار الأكثر شيوعا واعتمادا على الإطلاق في العديد من الدول، حيث يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية ووضع الحدود الفاصلة بين مختلف أحجامها استنادا على حجم اليد العاملة في المؤسسة، من خلال وضع حد أدنى وحد أعلى لحجم العمالة للفرقة بين المؤسسات، ووفقا لهذا المعيار يميز مركز التجارة الدولية بين المؤسسات كما يلي:

جدول رقم (2-1): معيار العمالة كأساس لتمييز المؤسسات وفقا لمركز التجارة الدولية

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

المصدر: عبد الله غالم، حنان سبع، 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، ص.03.

وقد تعرض هذا المعيار إلى العديد من الانتقادات من أهمها أن عدد العمال ليس الركيزة الوحيدة للعملية الإنتاجية، إذ أن هناك متغيرات اقتصادية ذات أثر كبير على حجم المؤسسة كحجم الإنتاج والمعدات الرأسمالية، أيضا لا يعكس هذا المعيار الحجم الحقيقي للمؤسسة بسبب اختلاف معامل رأس المال، فهناك صناعات تتطلب حجم محدد من العمالة بالرغم من استثماراتها الرأسمالية الضخمة والعكس. لذلك الاعتماد على معيار عدد العاملين وحده لتحديد حجم المؤسسة قد لا يسهل المقارنة على النطاق الدولي لاختلاف نوعية العمل من بلد لآخر. كذلك نوعية التكنولوجيا والمعدات المستخدمة ومدى تطورها يؤثر على حجم العمالة. وعليه بالرغم من انه أكثر المعايير استخداما إلا أن استخدامه وحده غير كاف لتحديد أهمية وحجم المؤسسة⁽¹⁾.

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

(1) عبد الله غالم، حنان سبع، 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، ص. 3-4.

بصورة كبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، غير أنه تشوبه بعض النقائص ولا يعبر بصورة صادقة عن حسن أداء المؤسسة نظرا لأنه 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 رقم النمو الحقيقي لرقم الأعمال وليس الاسمي، 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⁾.

وعليه فهذا المعيار يتطلب التعديل المستمر وفقا لتغيرات الأسعار ومعدلات التضخم، كما لا يمكن استخدامه للمقارنة سواء بين الدول أو بين القطاعات المختلفة في نفس الدولة، كما يعاب عليه قلة البيانات المالية الدقيقة خاصة في الدول النامية، على اعتبار أن المؤسسات تحاول قدر الإمكان التقليل من قيمة المبيعات بهدف التقليل من الضرائب، مما يؤدي إلى عدم القدرة على تكوين صورة واضحة عن حجم والإمكانات الحقيقية للمؤسسة⁽²⁾.

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 كليا، إلا أن هناك صعوبة فيما يتعلق بهذا المعيار والمتمثلة في تحديد المقصود برأس المال، هل هو رأس المال الثابت 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⁽³⁾. 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⁽⁴⁾:

(1) 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، ص.61.

(2) نصر الدين بن نذير، دراسة إستراتيجية الإبداع التكنولوجي في تكوين القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسيير، جامعة الجزائر، 2012، ص.12.

(3) شهرزاد برجى، مرجع سبق ذكره، ص.23.

(4) نصر الدين بن نذير، مرجع سبق ذكره، ص.10-11.

- 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.

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.

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 انه حجم رأس المال 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 هذا 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 وُجد هذا المعيار الذي يمزج بين العمالة ورأس المال، ويمكن اعتباره من أفضل المعايير المستخدمة⁽¹⁾.

6- معيار الأموال الخاصة

يمثل الوسائل المالية التي تمتلكها المؤسسة (رأس المال الاجتماعي والاحتياطات)، والتي تعكس قدرتها على النمو ومدى استقلالها المالي، حيث أنها أكثر أهمية واستقرارا من القروض والديون، حيث يساهم هذا المعيار في المقارنة بين المؤسسات في نفس القطاع⁽²⁾.

7- معيار مستوى التكنولوجيا

يعتمد عادة على معيار المستخدم من التكنولوجيا (أو أسلوب الإنتاج) لتحديد حجم المؤسسة، 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 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 التعاريف تميل إلى الأخذ بمعيار العمالة ورأس المال، حيث يرجع ذلك إلى وفرة البيانات الخاصة بعدد العمال وقيمة رأس المال المستثمر، مما يعطي للتعريف قدرا من الدقة، ومن المنطقي أن تكون المؤسسات الصغيرة كثيفة العمالة نسبيا ونادرة في استخدامها لرأس المال في الدول النامية⁽³⁾.

وهناك معايير كمية أخرى تتمثل في:

8- معيار درجة الانتشار

يرى البعض أن معيار التفرقة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكبيرة الحجم يتوقف على درجة انتشار هذه المؤسسات، فهذه المؤسسات تنتشر في كامل القطر، أو تتركز في منطقة معينة تمارس فيها نشاط تتميز به، فحجم المؤسسة من قدرتها على الانتشار مما يضمن لها الاستمرار، وتمثل الشركات متعددة الجنسيات أحسن مثال على ذلك⁽⁴⁾.

(1) حبيبة فرحاتي، مرجع سبق ذكره، ص.7.

(2) محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرياح، ورقة، العدد التاسع، 2011، ص.172.

(3) Arnaud Diemer, op cit,p.25.

(4) شعيب أنشي، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في ظل الشراكة الأوروبية، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص.8.

9- معيار حجم الإنتاج والطاقة

غالبا ما تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحجم إنتاج أقل مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، كذلك بالنسبة لحجم الطاقة المستعملة في عملية الإنتاج، وهذا نظرا لارتباطها بأسواق صغيرة الحجم.

ثانيا: المعايير النوعية

نتيجة لبعض العيوب التي تتصف بها المعايير الكمية في تصنيف المؤسسات الاقتصادية، حيث هناك من يعتمد على المعايير النوعية في وضع الحدود الفاصلة بين المؤسسات على أساس الحجم، وهذا استنادا إلى عناصر التشغيل الرئيسية، وبالتالي فهي تعتمد على الفروق الوظيفية، ويمكن ذكر بعضها وهي:

1- معيار الإدارة والتنظيم

يستند هذا المعيار إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتميز عن المؤسسات الكبيرة من حيث تنظيم وإدارتها، فمن حيث التنظيم يتميز بالبساطة وغالبا ما ينفصه الأصول العلمية لتنظيم عملياته، أما من حيث الإدارة فغالبا ما تدار من قبل صاحب المؤسسة، فهو من يتولى إدارة فعاليات المؤسسة من حيث التمويل والإنتاج والتسويق وغيرها من الوظائف، وبالتالي تتوقف قدرة هذه المؤسسات على النجاح والمساهمة في الاقتصاد الوطني على كفاءة القائمين بإدارتها⁽¹⁾.

2- المعيار القانوني

يتوقف الشكل القانوني للمؤسسة على طبيعة وحجم رأس المال المستثمر فيها وطريقة تمويله، فشركات الأموال غالبا ما يكون رأسمالها كبيرا 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⁽²⁾.

3- الحصة السوقية

حصة المؤسسة من السوق قد تعطي صورة عن قوتها ومدى أهميتها داخل السوق ومدى تحكمها فيه، حيث تعتبر المؤسسة التي تمتلك حصة كبيرة في السوق مؤسسة كبيرة، أما تلك التي تنشط في حدود معينة تعتبر صغيرة أو متوسطة، ذلك أنه من خصائص هذه الأخيرة صغر حجم إنتاجها ورأسمالها ومحدودية ويكون إنتاجها موجه لأسواق محلية والتي تتميز بضيقها على عكس المؤسسات الكبيرة والتي تتمتع برأسمال معتبر وإمكانيات كبيرة تمكنها من فرض سيطرتها على السوق واكتساب حصة سوقية كبيرة واختراق أسواق جديدة⁽³⁾.

(1) نصر الدين بن نذير، مرجع سبق ذكره، ص.13.

(2) السعيد بريش، مرجع سبق ذكره، ص.65.

(3) أسماء زراية، مرجع سبق ذكره، ص.9.

المطلب الثالث: الإدراج في السوق المالي

إن المتتبع لظروف وأنواع المؤسسات يلاحظ أن هذه الأخيرة تختلف فيما بينها في الحجم، كما أنها تنشط في ميادين مختلفة، وغالبا ما تشترك هذه المؤسسات في كونها طالبة لرؤوس الأموال بغرض إنشائها وتوسعها، وفي الوقت الذي تفرض فيه العولمة نفسها وتزول الحدود وتتنامى المنافسة، يصبح الإدراج في السوق المالي فرصة حقيقية لنمو المؤسسة وبفائها، بالرغم من كون أن النظرة السائدة للإدراج في السوق المالي على أنه عملية معقدة ومكلفة أحيانا إلا أنها تشكل مرحلة بالغة التأثير والأهمية في مسيرة الشركة.

أولا: مفهوم الإدراج في السوق المالي

الإدراج في السوق المالي يقوم على جعل الأوراق المالية للشركة متداولة في السوق المالي وكذلك سائلة، بمعنى إمكانية بيعها وشراؤها في أي وقت ويتم الاكتتاب والتداول فيها من خلال⁽¹⁾:

- بيع الأسهم أو الاكتتاب العام في رأسمال الشركة.
- إصدار أسهم جديدة في ظل زيادة رأس المال.
- إصدار سندات للاكتتاب لصالح الجمهور أو المؤسسات.

ثانيا: أهمية الإدراج في السوق المالي

إن الإدراج في السوق المالي يحقق للمؤسسة عدة مزايا نذكر منها⁽²⁾:

- تعبئة مصادر التمويل وتنويعها: يعد الإدراج في السوق المالي وسيلة للحصول على التمويل الأمر الذي يسمح للمؤسسة بتنفيذ إستراتيجيتها التنموية من توسع وتطوير طاقاتها الإنتاجية، كما يمكن المؤسسة من رصد موارد لامتناهات ديونها وتطهير وضعيتها المالية وبالتالي دعم قدرتها على الاقتراض مستقبلا.
- زيادة شهرة المؤسسة ومصداقيتها: إن إدراج المؤسسة في السوق المالي يدعم شهرة المؤسسة بزيادة مصداقيتها والثقة فيها وتحسين صورتها على المستوى المحلي والدولي، حيث أن الإدراج يضمن لها حضورا إعلاميا مستمرا من خلال الاهتمام المتواصل من وسائل الإعلام لمتابعة تطور نشاطها ونتائجها، مما يساهم في تعدد الفرص لجذب الاهتمام واستقطاب شركات جدد وتحسين علاقتها مع المؤسسات التي تتعامل معهم من بنوك وموردين... الخ.
- تنمية الموارد البشرية: أغلبية المؤسسات التي تدخل البورصة تشترك موظفيها في عملية الإدراج من خلال تخصيص جزء من رأس المال المكتتب لهم، وجعلهم مساهمين فيها الأمر الذي يؤدي إلى تحفيزهم وتقوية صلتهم بالمؤسسة والمحافظة على الكفاءات المتميزة والقدرة على اجتذاب الخارجية منها.

(1) دليل الإدراج في بورصة الجزائر، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، ص.4.

(2) دليل إدراج الشركات في بورصة تونس، الموقع الرسمي لبورصة تونس، ص.2-3.

- إرضاء المساهمين: من خلال التقييم الدائم لأصول الشركة وسيولتها، الأمر الذي يسمح لهم ببيع حصصهم في أي وقت ممكن مع الحصول على أرباح.
- التمتع بامتيازات جبائية: تعتمد الأسواق المالية مثل: السوق المالي لتونس والدار البيضاء بالمغرب على تقديم امتيازات ضريبية للشركات المدرجة⁽¹⁾.
- اعتماد نظام حوكمة المؤسسات: 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.
- الإدراج يسمح للمؤسسة بالاستفادة من التسعير اليومي للورقة المالية، الأمر الذي يسهل على المؤسسة تقييم موجوداتها، العملية التي تعتبر حساسة ومكلفة للمؤسسات غير المدرجة⁽²⁾.

ثالثا: شروط الإدراج في السوق المالي

- تختلف شروط الإدراج من دولة لأخرى ومن سوق مالي لأخر حتى داخل البلد الواحد لذا سنتطرق لعرض شروط الإدراج في عينة من الأسواق المالية.
- شروط الإدراج في السوق المالي لتونس
- يتعين على المؤسسة المرشحة للإدراج ببورصة تونس اختيار السوق الذي تريد دخوله ويتضمن السوق المالي سوقين: سوق رئيسية وسوق بديلة مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويتطلب الإدراج بأحد هذه الأسواق أن تتوفر في المؤسسة الشروط التالية⁽³⁾:
- نشر القوائم المالية السنوية للمؤسسة بالنسبة للسنتين الأخيرتين مصادق عليها.
 - توزيع نسبة لا تقل عن 10 بالمائة من رأسمال المؤسسة على العموم* ويمكن منح استثناء إذا تعلق التوزيع بمبلغ يساوي أو يفوق مليون دينار.
 - تقديم تقرير بقيم أصول المؤسسة.
 - توفير تنظيم مناسب وهياكل رقابة داخلية وهياكل رقابة للتصرف.
 - تقديرات أنشطة المؤسسة لمدة 5 سنوات مرفقة برأي مدقق الحسابات.
 - نشرة إدراج بالسوق المالي مؤشر عليها من قبل هيئة السوق المالي.

(1) دليل الإدراج في بورصة الدار البيضاء، الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء، ص.8.

www.casa blanca-bourse.com

(2) Guillaume Brian, Vincent Gondard, **avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de private equity**, mémoire de fin d'étude, spécialité de finance, école des hautes études commerciales de Paris, 2007, p.42.

(3) دليل الإدراج في بورصة تونس، مرجع سبق ذكره، ص.6.

* العموم: المساهمون الذين يمتلكون فرادى نسبة أقصاها 0.5% من رأس المال بالنسبة لغير المؤسستين، ونسبة أقصاها 5% بالنسبة للمستثمرين المؤسستين.

- وضع المعلومات اللازمة والمتعلقة بأسعار أسهمها على ذمة السوق مع نشر القوائم المالية النصف سنوية والسنوية وكذا مؤشرات الربح السنوية للمؤسسة لفائدة العموم.
- شروط الإدراج في السوق المالي الأول للدار البيضاء
- هذا السوق مخصص أساسا للمؤسسات الكبيرة والمتوسطة وليس حصريا، وللتى تنشط في كل القطاعات الاقتصادية، ومن بين شروط الإدراج ما يلي⁽¹⁾:
- وضع 75 مليون درهم على الأقل للتداول في شكل إصدارات للتداول.
- صافي أصول لا تقل عن 50 مليون درهم.
- توحيد الحسابات مع باقي الشركات.
- نشر القوائم المالية السنوية للمؤسسة بالنسبة للسنوات الثلاث الأخيرة.
- شروط الإدراج في السوق المالي لنيويورك:
- متطلبات التقييد في السوق المالي لنيويورك هي الأعلى مقارنة بباقي الأسواق الأمريكية وتتمثل في⁽²⁾:
- صافي أصول مادية لا تقل عن 40 مليون دولار وقيمة سوقية للأسهم المصدرة لا تقل كذلك عن 40 مليون دولار.
- تحقيق ربح قبل الضريبة لا يقل عن 2.5 مليون دولار للسنتين الأخيرتين.
- عدد المساهمين الأفراد 2000 مساهم وعدد الأسهم المصدرة مليون و100 ألف سهم.
- بالإضافة إلى شروط أخرى متمثلة في:
- أن تكون المؤسسة الطالبة للتسجيل مكانة جيدة في الاقتصاد الوطني.
- أن تنتمي لصناعة تتميز بالتوسع والنمو أو على الأقل المحافظة على مركزها الحالي.
- إبلاغ حملة الأسهم بكافة المعلومات حول وضعيتها الحالية وكذا تطورها.
- شروط الإدراج في السوق المالي للجزائر⁽³⁾:
- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونيا على شكل شركة ذات أسهم.
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة لا تقل عن خمسة ملايين دينار.
- نشر الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة.
- تقديم تقرير تقييمي لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقريره التقييمي.

(1) دليل الإدراج في بورصة الدار البيضاء، مرجع سبق ذكره، ص.10.

(2) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص.597-598.

(3) الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص.5.

- إحاطة اللجنة بكل العمليات التي تطرأ على الأصول قبل الإدراج من بيع وتحويل.
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات مع الامتثال لشروط كشف المعلومات.
- طرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20% على الأقل من رأسمال الشركة على 150 مساهم على الأقل قبل تاريخ الإدراج.

رابعاً: مراحل عملية الإدراج في السوق المالي للجزائر

تتضمن عملية الإدراج في السوق المالي ثلاث مراحل مهمة وهي⁽¹⁾:

• مرحلة ما قبل الإدراج

- وهي الخطوة التي يجب أن يتبعها المصدر وتتضمن هي الأخرى عدة مراحل تتمثل في:
 - القرار بإجراء العملية وتعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للدخار.
 - الإعداد القانوني للشركة والأسهم كون أن الشركة كثيراً ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في السوق المالي.
 - تقييم الشركة من خلال تقييم أصولها من طرف عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، بحيث يعتمد هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.
 - اختيار الوسيط المرافق في عمليات السوق المالي يقدم لها المساعدة والمشورة في جميع مراحل عملية الإدراج وكذا تعاونه مع وسطاء آخرين من أجل تحسين فرص المؤسسة.
 - إعداد مشروع المذكرة الإعلامية وتقديمه للجنة تنظيم عمليات البورصة والتي تتضمن كافة التفاصيل حول أنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني).
 - إيداع ملف القبول والذي يتضمن مجموعة من المعلومات من ضمنها معلومات عامة عن الجهة المصدرة، معلومات عن التمويل، مشروع المذكرة الإعلامية وطلب القبول...الخ. وتدرس لجنة تنظيم عمليات السوق المالي الملف في أجل شهرين وبناءً عليه تقدم قبولها أو رفضها منح التأشير، يليها الانضمام إلى المؤتمر المركزي بهدف تسجيل رأسمالها بأكمله في حال إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.
 - حملة التسويق تنتهجها الشركة بهدف إنجاح عملية الإصدار من خلال وسائل الإعلام المختلفة.
 - بيع السندات من خلال الشبكة المصرفية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء خاصتهم مباشرة لدى البنوك.

(1) دليل الإدراج في بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص. 6-9.

- مرحلة كشف النتائج من خلال الإعلان بقبول أو رفض الإدراج السند في التسعيرة.

• مرحلة الإدراج

هذه المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة وبعد ذلك تحصل الشركة على إذن من لجنة

تنظيم عمليات السوق المالي ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للسوق المالي.

- تنشر شركة تسيير السوق المالي نتائج حصة التسعير الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة

والتي يكون قد تحدد فيها تاريخ التسعيرة الأولى وسعر إدخال السند.

• مرحلة ما بعد الإدراج

هذه الخطوة تلي حصة التسعيرة الأولى للسند وتسجيل تغيراته في السوق.

- يسمح للشركة بموجب عقد السيولة من أجل ضبط أسعار الأسهم بشراء أسهمها الخاصة ويتم توقيع

العقد بين الشركة والوسيط في عمليات السوق المالي بهدف تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها نيابة

عن جهة المصدرة في السوق.

- ما إن يتم تسعير السند في السوق المالي تصبح الجهة المصدرة ملزمة بإطلاع الجمهور على أي

تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير على سعر السند، وكذلك إطلاع الجمهور على تقارير التسيير

والكشوف المالية السنوية والفصلية.

المبحث الثالث: أثر حجم المؤسسة على عائد السهم

لقد كان ولا يزال أثر حجم المؤسسة يثير الكثير من التساؤل في مجال تمويل الشركات، حيث تناولته العديد من الدراسات بهدف تحديد طبيعة العلاقة بينه وبين ربحية المؤسسة ممثلة بعائد أسهمها، حيث تستمد هذه الدراسات أهميتها من الاهتمام الكبير الذي يوليه الاقتصاديون للكيفية التي يؤثر بها حجم المؤسسة في تحديد الهياكل الداخلية والسياسات المالية المعتمدة وكذا تأثيره على العلاقة بين المؤسسة ومساهميها، مما أدى إلى الاتفاق على كون حجم المؤسسة متغير أساسي ومهم في تفسير ربحيتها وعائد سهمها.

المطلب الأول: العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للسهم

تعد التقارير المالية الوسيلة الفاعلة في تحقيق وظيفة الاتصال في المحاسبة، فعن طريقها يمكن إشباع حاجة مستخدميها من المعلومات المحاسبية والتي تصور وبدقة الأحداث الاقتصادية التي أثرت بالمؤسسة خلال فترة النشاط، كما أن التقارير المالية بمثابة الإنذار المبكر الذي يسعى لتنبية المستثمرين باحتمالات فشل المؤسسة أو استمرار نجاحها.

وتخول إدارة المؤسسة رسمياً بإعداد وعرض القوائم المالية، والتي تعتبر مصدر المعلومات الأهم بالنسبة للمستخدمين الخارجيين لتلك القوائم والذين يقيمون من خلالها أداء المؤسسة ويتخذون قراراتهم المختلفة المتعلقة بها، وبالتالي فإن ذلك التقييم يعتمد أساساً على عدالة وسلامة المعلومات التي تتضمنها تلك القوائم، وتعتبر أرقام الأرباح من أهم البنود التي تحتويها القوائم المالية المنشورة والتي تعد مؤشراً على نجاح إدارة المؤسسة في تحقيق أهداف الأطراف المختلفة⁽¹⁾.

وعليه سعى العديد من الباحثين إلى التعمق في دراسة أثر التدفقات النقدية ممثلة في الأرباح الموزعة على المستثمرين من خلال دراسة علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية والتي تمثل تقديراً للواقع الاقتصادي للمؤسسة.

حيث خضعت العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم للكثير من الدراسة والفحص، واستحوذت هذه العلاقة على اهتمام الباحثين خلال العقود الثلاثة الماضية حيث توصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، حيث يؤكد الباحثون أن الإعلانات المالية للمؤسسة وخاصة سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تغير من توقعات المتعاملين في السوق المالي بخصوص العوائد التي ستحققها لحملة الأسهم، وهذا يؤثر على

(1) هاني محمد الأشقر، إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثير العلاقة بحجم الشركة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2010، ص. 02-03.

سلوك الأسعار في السوق المالي⁽¹⁾.

وعلى إثر ذلك أتت محاولات بعض الدارسين لتأكيد أو تفسير النتيجة التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة والتي تناولت العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، لتخلص بنتيجة تفيد بوجود قوة تفسيرية متدنية لمتغير الأرباح المحاسبية في تفسير التغير في عوائد الأسهم، إذ وجد أولئك الدارسون أثناء مراجعتهم للدراسات السابقة وتقييمهم لها، بأن الأرباح المحاسبية لا تفسر بشكل عام أكثر من 10% من التغير في عوائد الأسهم⁽²⁾.

المطلب الثاني: أثر حجم المؤسسة على العائد والخطر

يهتم المستثمرون عادة بالحصول على عوائد على استثماراتهم تتلائم مع مستوى مخاطر تلك الاستثمارات، لذا يحتاج هؤلاء المستثمرون إلى تقدير العوائد والمخاطر المرتبطة بالاستثمار، وتوفر القوائم المالية بيانات تساعد في تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار، حيث تساهم هذه البيانات في تقدير حجم المؤسسة وقيمتها ومركزها المالي ومدى كفاءتها في الحصول على عائد ملائم على الأموال المتاحة لديها.

وبما أن القوائم المالية المنشورة للمؤسسة والتي تعكس حجمها من أصول ورأسمال مستثمر وأرباح محققة وغيرها من المعلومات هي معلومات عامة ومتاحة للجميع وفي السوق الكفاء فإن سعر السهم الذي تصدره المؤسسة يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، حيث تقضي فرضية الكفاءة عند المستوي شبه القوي بأن أسعار الأسهم في لحظة معينة لا تعكس المعلومات التاريخية فقط، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات تمثلت تلك المعلومات في الظروف الاقتصادية الدولية أو المحلية أو ظروف الصناعة أو المؤسسة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور⁽³⁾.

وعلى هذا الأساس يجب أن لا يكون هناك فرق بين عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم مع أخذ المخاطر بعين الاعتبار وعوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطر بعين الاعتبار،

(1) سامح مؤيد العطوط، مفيد الظاهر، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم، دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الحادي والعشرون، أكتوبر، 2010، ص.56.

(2) إبراهيم جابر السيد، المحاسبة الدولية وعلاقتها بالتجارة الإلكترونية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، بدون طبعة، 2014، ص.67-68.

(3) نوري موسى شقيري، جيهان ونس عبد العزيز، اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوي باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الثالث والثلاثون، 2012، ص.160-161.

وتشير نتائج الدراسات إلى 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 الزيادة في عوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم، بسبب وجود علاقة طردية موجبة بين العوائد والمخاطر، كما بينت النتائج أن المخاطر الكلية في المؤسسات صغيرة الحجم أكبر من المخاطر الكلية في المؤسسات كبيرة الحجم⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أثر الحجم كانحراف على فرضية كفاءة السوق

في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، فالمعلومات عن وجود فرق بين القيمة السوقية الحالية للسهم وبين قيمته الحقيقية نتيجة لورود معلومات جديدة سيتم تحليلها بسرعة لتصل للجميع (بائعين ومشتريين) في نفس الوقت مما يترتب عليه حدوث تغير فوري في القيمة السوقية للسهم لكي تعكس قيمته الحقيقية دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة سبق التي من شأنها أن تتيح له تحقيق عائد غير عادي على حساب آخرين⁽²⁾.

كما تفرض فرضية كفاءة السوق عدم وجود اختلاف بين عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وذلك كون أن المعلومات تنعكس أولاً بأول على أسعار أسهم جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها، ولكن العديد من الدراسات والأبحاث التي أجريت على الأسواق المالية العالمية أشارت إلى وجود عدة انحرافات بالنسبة لأسعار الأسهم عن هذه النظرية، ومن أهم هذه الانحرافات نجد أثر حجم المؤسسة بمعنى أن عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار.

- كما تفرض فرضية كفاءة السوق عدم وجود اختلاف بين عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وذلك كون أن المعلومات تنعكس أولاً بأول على أسعار أسهم جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها، ولكن العديد من الدراسات والأبحاث التي أجريت على الأسواق المالية العالمية أشارت إلى وجود عدة انحرافات بالنسبة لأسعار الأسهم عن هذه النظرية، ومن أهم هذه الانحرافات نجد أثر حجم المؤسسة بمعنى أن عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار.

(1) موسى شقيري، وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص. 26-27.

(2) نوري موسى شقيري، جيهان ونس عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص. 163.

خلاصة الفصل الثاني

تعرضنا من خلال هذا الفصل إلى مفاهيم أساسية حول المؤسسة الاقتصادية، من مفهوم وخصائص ووظائف وأهداف، كذلك تصنيفات المؤسسة حسب مجموعة من المعايير.

كما تناولنا في المبحث الثاني حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي، فتطرقنا إلى مفهوم حجم المؤسسة والذي يمثل موضوع جدل بين الاقتصاديين كونه مفهوم يختلف من قطاع لآخر ومن دولة لأخرى، مما جعلنا نتطرق إلى معايير تحديده المختلفة من كمية ونوعية بهدف الإلمام أكثر بجوانبه والوصول إلى أحسن معيار لتصنيفه، كما تطرقنا إلى ماهية الإدراج في السوق المالي من خلال مفهوم الإدراج ومزاياه وشروطه في عدد من الأسواق المالية، كذلك مراحل الإدراج في بورصة الجزائر. وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى أثر الحجم وعلاقته بالأرباح المحاسبية، إضافة إلى أثره على العائد والخطر ووصولاً إلى اعتبار أثر الحجم انحراف على كفاءة السوق المالي.

الفصل الثالث

دراسة حالة سوق مسقط

للأوراق المالية

تمهيد

يعتبر أثر حجم المؤسسة من بين أحد الانحرافات على كفاءة السوق المالي، والذي تناولته بعض الدراسات، فأثبتت نتائج بعضها إمكانية استغلال المعلومات المتعلقة بحجم المؤسسة لتحقيق عوائد غير عادية، ودراسات أخرى توصلت إلى نتائج مفادها تحقيق المؤسسات كبيرة الحجم لعوائد أكبر من عوائد المؤسسات صغيرة الحجم، ليخلص البعض الآخر إلى العكس.

وعليه سنقوم في هذا الفصل باختبار هذه العلاقة في سوق مسقط للأوراق المالية، من خلال دراسة العلاقة بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها وذلك بالاستعانة بنماذج رياضية تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة التي سنقوم بإسقاطها على سوق مسقط للأوراق المالية.

لذلك سنتطرق في هذا الفصل إلى التعريف بسوق مسقط للأوراق المالية وعرض أدائه في المبحث الأول، لنعرض في المبحث الثاني الأساليب والأدوات الإحصائية التي سنستخدمها في اختبار متغيرات الدراسة، لنقوم في المبحث الثالث ببناء النماذج الرياضية وعرض النتائج المتحصل عليها ومناقشتها.

المبحث الأول: التعريف بسوق مسقط للأوراق المالية

تشير كثير من الدراسات بأن سوق مسقط للأوراق المالية من بين أكبر الأسواق المالية العربية حجماً وتطوراً، وهو كذلك يتمتع بحجم تداول كبير وتوفر سيولة مالية ضخمة، كما يتمتع بشبكة معلومات قوية وعدد شركات مدرجة لا بأس به.

المطلب الأول: نشأة سوق مسقط للأوراق المالية وأهدافه

للتعريف بسوق مسقط للأوراق المالية، سيتم التطرق إلى كل من نشأته، أهدافه، وهيكله التنظيمي وتطور أدائه.

أولاً: نشأة سوق مسقط للأوراق المالية⁽¹⁾

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88 /53 بتاريخ 21 جوان 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة، وقد كان عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافه الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات فيما بين أطراف التعامل - بائعين ومشترين و ممارسة الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين.

استمر السوق على هذا النحو إلى أن صدر المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 والذي نصت المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محله جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية، سوق مسقط للأوراق المالية الحالي قد أصبح كيانا قانونيا لوحده يتمتع بالشخصية الاعتبارية و يستمد شرعيته من المرسوم السلطاني السامي رقم (98 /80) ، حيث نصت المادة (9) منه على الآتي: (يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى "سوق مسقط للأوراق المالية" ويتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقره مدينة مسقط ويتبع السوق الهيئة).

أيضا تم إنشاء شركة مسقط للمقاصة والإيداع وهي عبارة عن شركة مساهمة عمانية مغلقة (ش.م.ع.م) تأسست بالمرسوم السلطاني السامي رقم: (98 /82) بتاريخ 25 فيفري 1998 ويمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 60% من رأسمالها كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار الحصة الباقية من رأسمالها.

(1) الموقع الرسمي لسوق مسقط للأوراق المالية،

لقد نصت المادة (11) من قانون سوق رأس المال على أن يقوم على إدارة السوق وتنظيم شؤونه مجلس إدارة يختص بتصريف أموره واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف التي أنشأ من أجلها في حدود السياسة العامة للهيئة ويتولى مجلسه- فيما بين أمور أخرى - إعداد مشاريع اللوائح والأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لتنظيم السوق وعرضها على مجلس إدارة الهيئة لاعتمادها ويشكل مجلس إدارة السوق من مدير عام السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي العماني و أربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق كما ويصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين كل من مدير عام للسوق ورئيس مجلس إدارتها أما الجمعية العامة للسوق فتتكون من شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق والوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني .

إن حكومة السلطنة قد ظلت تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية العماني وذلك بتبني إصلاحات واسعة جعلته مواكبا للأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا وذلك بغية استقطاب المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما فيها أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى الوساطة المالية، ونتيجة لهذا أصبح سوق السلطنة مؤهلا لأن يلعب دورا هاما في تنفيذ سياسة الدولة الرامية إلى تخصيص مؤسسات القطاع العام.

على صعيد العلاقات الإقليمية والدولية فإن خطط إدارة سوق مسقط للأوراق المالية هي توطيد العلاقات الاستراتيجية بالبورصات العالمية فهو الآن عضو في اتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية واتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات العالمية هذا فضلا عن توقيع مذكرات تفاهم مع بعض البورصات العالمية منها بورصة لندن، والبورصة المصرية والإسكندرية وبورصة كوالامبور.

ثانيا: أهداف سوق مسقط للأوراق المالية

تشمل أهداف السوق ما يلي⁽¹⁾:

- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية، بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصدار عند طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام أو الخاص.
- التيسير والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين مختلف فئات المستثمرين.

(1) المادة (8) من المرسوم السلطاني رقم 88/53 الصادر بتاريخ: 21 جوان 1988 والخاص بتنظيم سوق الأوراق المالية العمانية، الموقع الرسمي لسوق مسقط للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره.

- جمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل بها، ونشر التقارير حولها، شريطة أن تتناول المعلومات الإجمالية لا الفردية والشخصية.
- إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة وتعديلها بما يتلاءم والتطور الذي يتطلبه سوق مسقط للأوراق المالية.
- الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالية العمانية، وكذلك الانضمام لعضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- تنظيم تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية، وإنشاء مكتب موحد لتحويل وإيداع هذه الأوراق ومتابعة شئون المساهمين وحساباتهم، والإشراف عليه أو إدارته.
- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية، وتشجيع وتأهيل الوسطاء وغيرهم من المحترفين العاملين بالسوق، بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.
- العمل على جذب الاستثمارات للسوق من خلال جملة من التحفيزات منها:
 - عدم وجود ضرائب على العوائد الرأسمالية أو الأرباح.
 - عدم وجود قيود على تحويل رأس المال أو الأرباح وعلى عمليات الصرف.
 - قابلية الريال العماني للصرف مع ربطه بسعر صرف ثابت مع الدولار الأمريكي.
 - ضرائب منخفضة على أرباح الشركات مع حوافز وإعفاءات مجزية وطويلة الأمد.
 - يمكن للمستثمرين الأجانب الاستثمار في أسهم الشركات أو صناديق الاستثمار المدرجة في السوق بدون أي إذن مسبق.
 - وجود جهاز رقابي مستقل وذلك لضمان سوق عادل ومستقر وحماية حقوق المستثمرين وضمان أقصى درجات الشفافية والإفصاح والنزاهة.

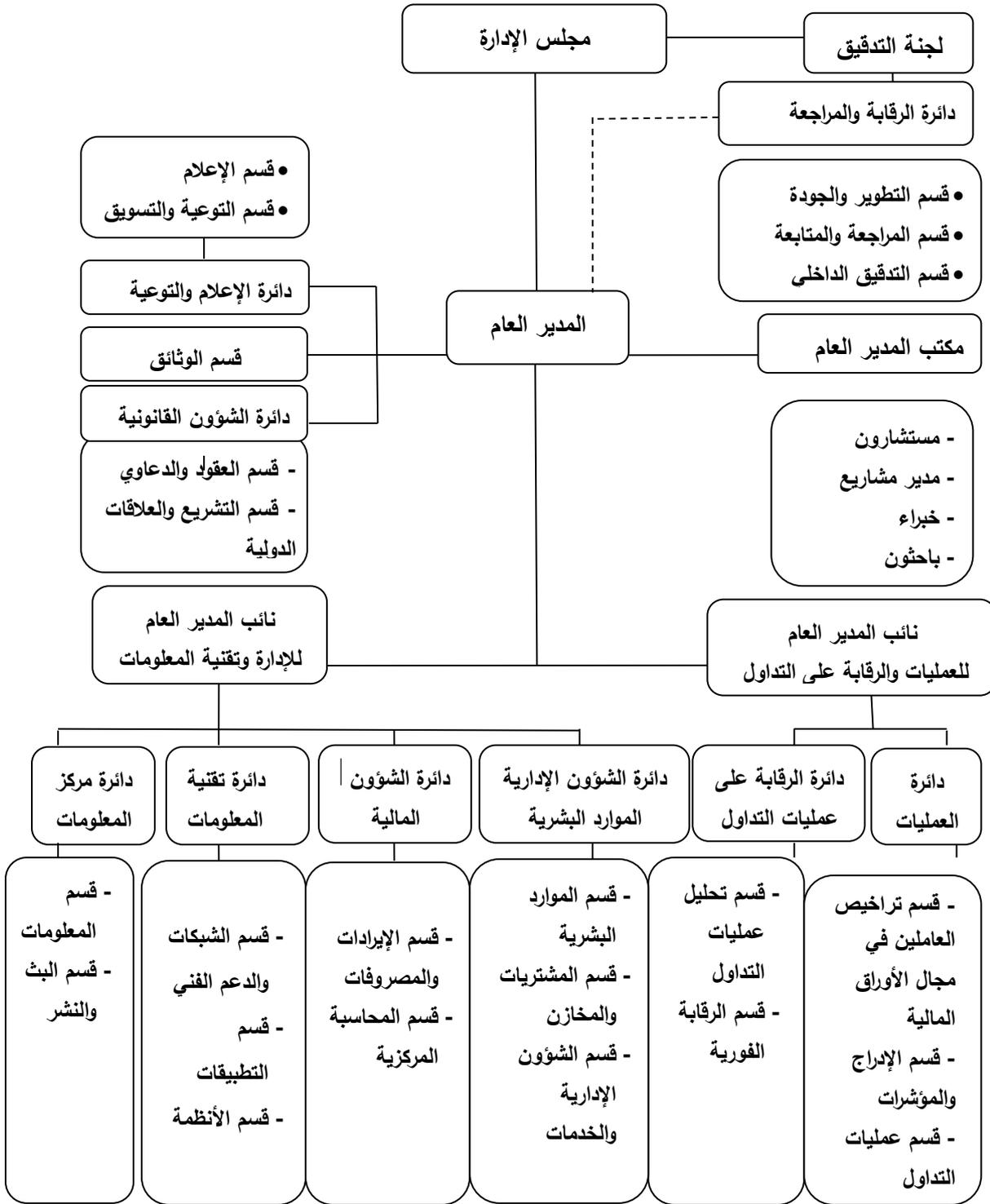
المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية وتطور أدائه

إن الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية من أهم أسباب تطوره وتوسع نشاطه وتحقيقه لمعدلات نمو كونه يعمل على تنظيم السوق بإحكام مع ضمان الشفافية والإفصاح، مما ساهم في جعل سوق مسقط من أهم الأسواق العربية التي تشهد نمواً وتوسعا.

أولاً: الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية

يشرف على سوق مسقط للأوراق المالية هيكل تنظيمي متخصص ومتفرع من دوائر وأقسام وخبراء في المجال المالي والمعلوماتي يضمن له التنظيم المحكم والسير الأمثل والشفافية، الأمر الذي يجعله وجهة للمستثمرين ويحقق توسعه المستمر.

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لسوق مسقط للأوراق المالية.



المصدر: الموقع الرسمي لسوق مسقط المالي، www.msm.gov.om

ثانياً: تطور أداء سوق مسقط للأوراق المالية⁽¹⁾

إن الاقتصاد العماني في تطور مستمر، وانعكس ذلك بشكل واضح على التطور الذي شهده سوق مسقط باعتباره مرآة للاقتصاد حيث أن السوق كان قد بدأ تداولاته في العام 1989 بـ 48 شركة لم تتجاوز قيمتها السوقية 400 مليون ريال، واليوم يوجد بالسوق 118 شركة تتجاوز قيمتها السوقية 15 بليون ريال، فالقيمة السوقية تضاعفت منذ أول يوم تداول وحتى 2015 ديسمبر 40 مرة، وهو اليوم يحتل المرتبة التاسعة من حيث أكبر الأسواق العربية.

هذا وشهد سوق مسقط تطوراً كبيراً سواء على مستوى التقنيات التي يستخدمها أو على مستوى التشريعات والقوانين المنظمة لعمله، وهذا بسبب الخبرة التراكمية الجيدة، حيث شهد السوق بعد إنشائه عام 1989 نقلة نوعية مهمة تمثلت في إعادة الهيكلة وفصل الجهات الرقابية عن الجهة التنفيذية عام 1998 بصدور المرسوم السلطاني الخاص الذي قضى بإنشاء ثلاث جهات وهي الهيئة العامة لسوق المال وهي جهة إشرافية ورقابية، وسوق مسقط للأوراق المالية وهي البورصة، وشركة مسقط للمقاصة والإيداع وهي المسؤولة عن حفظ سجلات المساهمين وإيداع وتسجيل وحفظ عقود بيع وشراء الأوراق المالية.

إضافة إلى ذلك، أنشئ مؤشر سوق مسقط للأوراق المالية في عام 1992 وتم اختيار شهر جوان لعام 1990 كفترة أساس لاحتساب المؤشر. وأختلف عدد الشركات المكونة لعينة المؤشر منذ ذلك التاريخ ليستقر حالياً عند أنشط 30 شركة على مستوى السوق ككل. حيث يعتمد المؤشر على أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات، وهو الأسلوب المعتمد في معظم المؤشرات حالياً. ومن أجل هذه الأغراض تم مراعاة الآتي:

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين (المحجوزة لمدة سنتين حسب المادة رقم 77 من قانون الشركات التجارية العماني) وأسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ 10% أو أكثر من رأس مال الشركة. هذا إلى جانب استبعاد جميع الأسهم غير القابلة للتداول لفترة تزيد عن ثلاثة أشهر.
- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 10%، للحد من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.
- تتم مراجعة نسبة الاسهم الحرة في العينة ونسبة التحديد بشكل ربعي خلال السنة حيث ستنتم المراجعة نهاية (ديسمبر، مارس، جوان، سبتمبر). كما يتم مراجعة وتعديل عينة المؤشر حسب معايير الاختيار المحددة وهي (السيولة، القيمة السوقية والربحية) في بداية شهر جويلية من كل عام.

(1) الموقع الرسمي لسوق مسقط للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره.

يهدف مؤشر سوق مسقط (30) إلى إبراز التغيرات اليومية لأسعار الشركات المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية بشكل موضوعي وعادل، كما أنه يعتبر معيار أساسي للمستثمرين لمقارنة أداء محافظهم الاستثمارية مع أداء السوق ككل.

إلى جانب مؤشر سوق مسقط 30 هناك ثلاث مؤشرات قطاعية تضم أنشط 15 شركة في كل قطاع، وهي مؤشر القطاع المالي ومؤشر قطاع الصناعة ومؤشر قطاع الخدمات. والجدول التالي يلخص تطور نشاط سوق مسقط المالي خلال فترة (2008-2015).
الجدول رقم(3-1): تطور نشاط سوق مسقط المالي خلال الفترة (2008-2015).

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
مؤشر سوق مسقط 30	5441.12	6368.80	6754.92	5695.12	5760.84	6834.56	6343.22	5406.22
نسبة التغير في المؤشر	-39.8%	17.04%	6.06%	-15.69%	-14.71%	18.64%	-7.19%	-14.77%
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	4440.8	6067.64	3013.17	2366.22	4319	7949	6620	5642
عدد السندات المتداولة (الألف)	6305	23881	11318	14100	23000	214000	86570	91730
إجمالي التداول (مليون)	2662.8	2284.6	1317.46	991.57	1065	2255	2269	1390
القيمة السوقية (مليون)	7912.4	9092.14	10901.64	10342.38	11665	14155	14565	15779
عدد الشركات المدرجة	124	120	119	115	215	216	117	116
المساهمة الأجنبية (%)	23.90	22.60	24.26	19.43	28.13	27.67	29.25	29.94

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المنشورات السنوية لسوق مسقط المالي.

المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة

بعدها قمنا بالتطرق في الدراسة النظرية إلى حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي وأثرها على عائد السهم، سوف نتطرق في هذا الفصل إلى الدراسة التطبيقية وذلك من خلال ترجمة العلاقة بين حجم المؤسسة والعائد في شكل نموذج رياضي ودراسته.

المطلب الأول: مبررات اختيار مكان وفترة وعينة الدراسة

تم اختيار سوق مسقط للأوراق المالية لإجراء الدراسة عليه وهذا لأنه يعتبر من بين أكبر الأسواق المالية العربية، حيث يتوفر على صفات ومميزات تجعلنا نحاول التعرف عليه أكثر وما يتعلق به، والسبب الرئيسي وراء عدم إسقاط الدراسة على دولتنا والتركيز على سوق مسقط للأوراق المالية كونه سوق مالي نشط، بالإضافة إلى حجم التداول الكبير وعدد مؤسسات مدرجة لا بأس به وكذلك يتميز هذا السوق بالنشر والإفصاح المنتظم للمعلومات والبيانات.

أما فيما يتعلق بالإطار الزمني للدراسة فقد حددناه بـ 3 سنوات، ويمتد من سنة 2013 إلى غاية سنة 2015، وخلال هذه الفترة نحاول التعرف أكثر على أداء هذا السوق وما يتعلق به من قيمة سوقية وما مدى تأثير حجم المؤسسة على عائد السهم، ويعود السبب الرئيسي لاختيار فترة الدراسة إلى توفر معظم البيانات المطلوبة لبناء نماذج الاختبار.

ينكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات المدرجة في سوق مسقط للأوراق على أن تتوفر عينة الدراسة على الشروط التالية وذلك لضمان قياس متغيرات الدراسة:

- أن لا يكون قد تم توزيع أسهم مجانية للمؤسسة أو تم تجزئة القيمة السوقية لها.
- أن لا تكون المؤسسة قد تعرضت لعملية الاندماج أو الاستحواذ خلال فترة الدراسة.
- أن لا يكون قد تم استبعاد المؤسسة من التداول لفترة تزيد عن شهر.

وبذلك انحصرت عينة الدراسة في 26 مؤسسة مدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية (انظر الملحق رقم 1)، مختارة وفقاً للشروط السابقة.

المطلب الثاني: منهج دراسة الحالة

سنحاول من خلال هذا المطلب بناء نموذج ارتباط بسيط، وذلك لمعرفة مدى تأثير حجم المؤسسة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية على عائد السهم بالاعتماد على تقنيات الاقتصاد القياسي لتفسير العلاقة.

أولاً: تعيين النموذج

يتم صياغة النموذج القياسي وذلك عن طريق تحويل العلاقات الاقتصادية إلى صيغة قياسية على الواقع الاقتصادي، ومن أجل ذلك تعد هذه المرحلة وهي مرحلة تعيين النموذج من أهم مراحل

الاقتصاد القياسي وذلك لكثرة الأخطاء التي تقع فيها كنسيان بعض المتغيرات أو نقص في البيانات كذلك استخدام شكل رياضي غير مناسب لهذه الدراسة. ولتحديد النموذج الرياضي يجب تحديد متغيرات النموذج وشكله الرياضي والتوقعات الاحتمالية الصادرة عنه.

1- تحديد متغيرات النموذج

سنحاول إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج رياضي، نربط في كل مرة بين المتغير المستقل ومتغير تابع يعبر عن عائد السهم، لذلك فمتغيرات الدراسة تتمثل في:

- المتغير المستقل: بناء على ما أشرنا إليه سابقا فإن المتغير المستقل يتمثل في حجم المؤسسة معبرا عنه بالقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق مسقط حيث نرمز لها بالرمز (X).
- المتغيرات التابعة: وتتمثل في:

- يمثل عائد السهم المتغير التابع في الفرضية الأولى، ونرمز لعائد السهم بالرمز (Y₁).

- يمثل عائد السهم مقسوم على معامل بيتا (β) المتغير التابع في الفرضية الثانية، ونرمز لعائد السهم مقسوم على معامل بيتا بالرمز (Y₂).

- يمثل عائد السهم مقسوم على الانحراف المعياري (σ) المتغير التابع في الفرضية الثالثة، ونرمز لعائد السهم مقسوم على الانحراف المعياري بالرمز (Y₃).

2- تحديد الشكل الرياضي للنموذج

يتمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث تعطي الصيغة الرياضية له في شكل معادلة على النحو التالي:

$$Y_i = \alpha + b_1 X_i + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$$Y_i = \text{المتغير التابع}$$

$$X_i = \text{المتغير المستقل}$$

$$\varepsilon_i = \text{متغير الأخطاء العشوائية (البواقي)}$$

$$\alpha \text{ و } b_1 = \text{معلمت النموذج وهما مجهولا القيمة}$$

ثانيا: تقدير النموذج

ويتم تقدير معلمت النموذج الخطي البسيط باستخدام طريقة المربعات الصغرى، فهي أكثر الطرق شيوعا وذلك لسهولة استخدامها، إلي جانب ذلك فإن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذا الشكل من النماذج، حيث يقتصر على وصف علاقة خطية عشوائية تربط متغيرين فقط، إحداها تابع والآخر مستقل، وسنستعين ببرنامج Eviews8.1 لتقدير نماذج الدراسة، ولهذا يمكن كتابة معادلة النموذج بصيغتها التقديرية كالآتي:

$$Y_i = C + \beta_1 X_i$$

ثالثاً: اختبار النموذج⁽¹⁾

تتم عملية اختبار النموذج من خلال اختباره اقتصادياً ثم إحصائياً لتتم الموافقة على استخدامه أم لا.

1- اختبار معلمات النموذج اقتصادياً

وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع إشارات ومقادير المعلمات المقدرة، فإذا جاءت هذه المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقاً فإن هذا يمكن أن يكون مبرراً لرفض المعلمات المقدرة.

2- اختبار معلمات النموذج إحصائياً

يساعدنا هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعلمات التي حصلنا عليها، كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

• اختبار معنوية المعامل

يستخدم اختبار ستودنت t للتحقق من معنوية معلمات النموذج كل على انفراد، ويعتمد على نوعين من الفروض:

$$H_0: C = B_1 = 0 \quad \text{فرضية العدم}$$

$$H_1: C \neq B_1 \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة}$$

بعد احتساب قيمة (t)، تقارن مع قيمتها الجدولة لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ومن ثم تقييم معنوية معلمات النموذج المقدر، إذا كانت قيم (t) المحسوبة أكبر من قيم (t) الجدولية فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.

• اختبار معنوية النموذج⁽²⁾

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

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

$$H_0: C = B_1 = 0$$

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

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

(1) محمد شبيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2012، ص.42-43.

(2) عبد الرزاق بني هاني، الاقتصاد القياسي نظرية الانحدار البسيط والمتعدد، دار وائل للنشر، الأردن، ط.1، 2014، ص.71.

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$F_c = \frac{R^2/1}{(1-R^2)/(n-2)}$$

بعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و (n-k-1) للبسط والمقام ولمستوى 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.

• معامل التحديد⁽¹⁾

معامل التحديد R^2 يقيس ويشرح نسبة الانحرافات الكلية أو التغيرات التي تحدث في المتغير التابع Y_i ، والمشروحة بواسطة تغيرات المتغير المستقل X_i فهي نسبة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، فهو إذن مقياس للقدرة التفسيرية للنموذج أي يختبر جودة التوفيق والارتباط، ويمكن حساب R^2 كالآتي:

$$R^2 = \frac{\sum \hat{\epsilon}_i^2}{\sum (Y_i - \bar{Y})^2} = 1 - \frac{\sum (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}$$

معامل التحديد ينتمي إلى المجال التالي: $0 \leq R^2 \leq 1$

3- اختبار معاملات النموذج قياسياً

نستعمل اختبار درين واتسن Durbin-Watson للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وتعطي العبارة الرياضية لاختبار Durbin-Watson بالشكل التالي:

$$d_c = \frac{\sum (\epsilon_i - \epsilon_{i-1})^2}{\sum \epsilon_i^2}$$

وتسمى هذه القيمة بالقيمة المحسوبة لـ Durbin-Watson حيث نقارنها مع قيمتين مجدولتين (قيمة صغرى وقيمة كبرى)⁽²⁾.

(1) Régis Bourbonnais, *économétrie*, Dunod, Paris, 9^{ème} édition, 2015, p10.

(2) Khedhiri Sami, *cours d'introduction à l'économétrie*, office des publications universitaires, Tunis, 2005, p 65.

المبحث الثالث: تقدير النماذج ومناقشة نتائج الدراسة

سنتناول في هذا المبحث تقدير نماذج رياضية بهدف تفسير العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم، والتي من خلالها سنقوم باختبار فرضيات الدراسة، واستخلاص النتائج.

المطلب الأول: تقدير النماذج المفسرة للدراسة

بهدف بناء نماذج رياضية لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، سوف نقوم بحساب القيمة السوقية لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة وذلك من خلال حساب متوسط القيمة السوقية الشهرية خلال فترة الدراسة (36) شهرا (ملحق رقم 2)، ثم حساب عائد مؤسسات عينة الدراسة من خلال حساب العائد الرأسمالي لأسهم هذه المؤسسات والذي ينجم عن ارتفاع أو انخفاض سعر السهم في السوق المالي في كل شهر وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{عائد السهم لشهر } (n) = \text{سعر الإغلاق لشهر } (n) - \text{سعر الإغلاق لشهر } (n-1).$$

ثم حساب متوسط العائد لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة (ملحق رقم 3).

وتم تقدير معامل بيتا (β) (ملحق رقم 4) لأسهم مؤسسات عينة الدراسة وفق العلاقة التالية:

$$\beta = \frac{\text{COV (نسبة تغير مؤشر السوق • نسبة تغير سعر السهم)}}{\text{V (نسبة تغير مؤشر السوق)}}$$

وقد تم حساب الانحراف المعياري (δ) لأسهم مؤسسات عينة الدراسة (ملحق رقم 5) من خلال

العلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum \frac{(\text{متوسط العوائد} - \text{عائد السهم})^2}{1-36}}$$

وسوف يتم قسمة متوسط العوائد على معامل بيتا (β) لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة، وكذلك قسمة متوسط العائد للسهم على الانحراف المعياري (δ)، لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة، وفي الأخير نتحصل على جدول يلخص جميع معطيات مؤسسة عينة الدراسة حيث يتضمن حجم المؤسسة ممثلا بالقيمة السوقية للمؤسسة (X) وعائد السهم (Y_1) وعائد السهم مقسوم على (β) للسهم (Y_2) وعائد السهم مقسوم على الانحراف المعياري (σ) للسهم (Y_3) لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة (26 مؤسسة).

ومن خلال دراسة العلاقة (X) ب (Y_1) يمكننا الإجابة على الفرضية الأولى.

ومن خلال دراسة العلاقة (X) ب (Y_2) يمكننا الإجابة على الفرضية الثانية.

ومن خلال دراسة العلاقة (X) ب (Y_3) يمكننا الإجابة على الفرضية الثالثة.

ويلخص الجدول رقم (2-3) متغيرات الدراسة:

الجدول رقم (3-2): متغيرات الدراسة

Y3	Y2	Y1	X	رقم	إسم الشركة
Ri/(σ)	Ri/(β)	Ri	القيمة السوقية		
0,03518	0,001674	0,000972	10032268,31	1	الوطنية لمنتجات الألمنيوم
-0,31918	-0,00717	-0,01047	37535520	2	مؤسسة خدمات الموانئ
-0,14966	-0,00436	-0,00475	40508571,69	3	الجزيرة للمنتجات الحديدية
0,126141	0,00153	0,002528	4496916,667	4	الخليج الدولية للكيمياويات
-0,14307	-0,00181	-0,00225	12196230,67	5	الحسن الهندسية
0,074831	0,002615	0,001944	25699055,56	6	فولتامب للطاقة
-0,00498	-5,417776	-0,00011	10539473,98	7	الخليجية لخدمات الاستثمار
-0,13023	-0,00444	-0,00511	217778579,5	8	اسمنت عمان
0,037947	0,004312	0,002583	1199916667	9	العمانية للاتصالات
-0,20924	-0,00461	-0,00964	145915209,2	10	النهضة للخدمات
-0,21194	1,246976	-0,01067	201597916,7	11	شل العمانية للتسويق
-0,01958	-0,00024	-0,00044	19237630,21	12	عمان والإمارات القابضة
-0,11014	-0,00883	-0,01228	344939856,4	13	ريسوت للأسمت
0,213175	-3,18313	0,008472	113902222,2	14	أكوا باور بركاء
-0,05949	-0,00176	-0,00208	26390942,49	15	الجزيرة للخدمات
0,20902	0,008149	0,006861	407708069,4	16	النورس
0,017655	0,000312	0,000611	32519444,44	17	العمانية المتحدة للتأمين
0,058161	0,005566	0,008472	186085141,7	18	صناعة الكابلات العمانية
-0,2727	-0,00252	-0,003	312437744,9	19	بنك اتش اس بي سي عمان
-0,0652	-0,00452	-0,0015	90921250	20	المطاحن العمانية

0,002633	0,000383	0,000111	17532472,22	أعلاف ظفار	21
-0,16142	-0,00049	-0,00064	4500277,778	صناعة مواد البناء	22
0,027894	0,000375	0,000722	3714166,667	الباطنة للتنمية والاستثمار	23
-0,2726	-0,00148	-0,00139	10496527,78	الأسماك العمانية	24
-0,17646	-0,00101	-0,001	136083333,3	بنك نزوى	25
-0,32454	-0,00174	-0,00178	95222222,22	بنك العز الإسلامي	26

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق رقم (2)، (3)، (4) و(5).

من خلال دراسة العلاقة بين المتغير x وكل من y_1, y_2 و y_3 يمكن الإجابة على فرضيات الدراسة.

1- دراسة العلاقة بين x (القيمة السوقية) و y_1 (العائد)

سنحاول الكشف عن العلاقة بتقدير مجموعة من النماذج القياسية الخطية وغير الخطية من أجل إختيار

النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين (Y) و (X_1) ، وهذا حسب عدة معايير:

- معنوية المعالم.

- المعنوية الكلية.

- معامل التحديد.

- معيار Akaike.

- إحصائية (DW).

الجدول رقم (3-3): إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين (Y) و (X₁)

النموذج	معنوية المعالم		Prob(FStatistic)	R ²	DW	Akaike	
	C	B					
1	Y1 c x	0.2284	0.7224	0.722400	0.005355	2.225898	-7.524180
2	Y1 x		0.7561		-0.057973	2.196343	-7.539379
3	Log(y1) c x	0.0000	0.3979	0.397875	0.090663	2.172350	3.671962
4	Y1 c log(x)	0.6661	0.5903	0.590309	0.012256	2.280441	-7.531142
5	Log(y1) c log(x)	0.0074	0.0999	0.099937	0.301886	1.643219	3.407629
6	Log(y1) log(x)		0.0000		-0.801806	2.339972	4.155791
7	Log(y1) x		0.1879		-19.124893	0.373727	6.568959
8	Y1 log(x)		0.2079		0.004399	2.273262	-7.600143

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم (6).

اختيار النموذج الأحسن:

1- معنوية المعالم

حسب الجدول رقم (3-3)، نلاحظ أن النموذج السادس هو الأحسن لأن احتمالية معنوية المعالم ل B تساوي (0.0000)، ثم يليه النموذج الخامس حيث تساوي معنوية المعالم ل B (0.0999)، ثم النموذج السابع حيث تساوي معنوية المعالم ل B (0.1879)، ثم النموذج الثامن حيث تساوي معنوية المعالم ل B (0.2079)، ثم النموذج الثالث حيث تساوي معنوية المعالم ل B (0.3979)، ويليه النموذج الرابع و يساوي (0.5903)، ومنه النموذج السادس هو الأفضل لكن معنوية المعالم لا تكفي وحدها لاختيار النموذج الأفضل، و عليه نقارن بين معامل التحديد للنماذج الثمانية.

2- معامل التحديد

نلاحظ بأن النموذج الخامس هو الأفضل حيث يساوي (0.301886)، ويليه النموذج الثالث حيث يساوي (0.090663)، ثم النموذج الرابع ويساوي (0.012256)، ثم النموذج الرابع ويساوي (0.001305)، ثم يليه النموذج الأول (0.005355)، ثم النموذج الثامن (0.004399) وبقية النماذج

سالبة وبالتالي يتم رفضها، ومنه النموذج السادس والخامس هما الأفضل حسب المعيارين السابقين وفي هذه الحالة نلجأ لمعيار Akaike.

3- معيار Akaike

و Y1 هو النموذج الخامس، وعليه سنقوم باختبار هذا النموذج. كلما كان معيار Akaike أقل كلما كان النموذج مقبولا، وعليه أحسن نموذج يمثل العلاقة X

الجدول رقم (3-4): نتائج تقدير النموذج الأول

Dependent Variable: LY1
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:02
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-13.20911	3.714221	-3.556360	0.0074
LX	0.390557	0.209982	1.859958	0.0999
R-squared	0.301886	Mean dependent var		-6.338000
Adjusted R-squared	0.214622	S.D. dependent var		1.373336
S.E. of regression	1.217072	Akaike info criterion		3.407629
Sum squared resid	11.85011	Schwarz criterion		3.468146
Log likelihood	-15.03815	Hannan-Quinn criter.		3.341242
F-statistic	3.459445	Durbin-Watson stat		1.643219
Prob(F-statistic)	0.099937			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews).

1- معنوية المعامل

حسب الجدول رقم (3-4)، نلاحظ أن قيمة t المحسوبة تساوي 1.859958 وبما أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية والتي تساوي 1.708 فالنموذج معنوي إحصائيا عند مستوى المعنوية $\alpha = 10\%$. كما أن القيمة الإحصائية (Prob) $0.0999 \geq 0.1$ ، ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المعلمة المقدرة تختلف عن الصفر، بمستوى دلالة 10% (توجد دلالة إحصائية للعلاقة بين X و Y1).

2- معنوية النموذج

نلاحظ أن قيمة F المحسوبة تساوي 3.459445 وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي ل فيشر نستخرج قيمة F_{24}^1 الجدولية حيث تساوي 2.92712 بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية فإننا نرفض H_0 ونقبل H_1 وبالتالي النموذج معنوي إجمالا.

3- معامل التحديد

النموذج المقدر يفسر 30% من التغيرات الإحصائية للمتغير التابع y_1 ، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة الأخرى للعائد غير المشمولة في المعادلة.

4- إحصائية (Durbin et Watson)

نلاحظ قيمة (DW) حيث تساوي 1.643219، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (DW)، نستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى d_L, d_U .

حيث لدينا:

$$n = (\text{عدد المشاهدات}) = 26$$

$$K = (\text{عدد المتغيرات المستقلة}) = 1$$

$$\text{ومنه : } d_L = 1.302, \quad d_U = 1.461$$

بالاعتماد على الشكل رقم (2-3): يمكن أن نستخرج نتيجة إختبار (DW) كالتالي:

الشكل رقم (2-3): مناطق القبول والرفض لإختبار (Durbin et Watson)

P>0	؟	P=0	P=0	؟	P<0
ارتباط ذاتي موجب 0	d_L غير محدد	d_U عدم وجود ارتباط	$4 - d_U$ عدم وجود ارتباط 2	$4 - d_L$ غير محدد	ارتباط ذاتي سالب 4

ومنه تقع قيمة (DW) ضمن المجال $[2, 4 - d_U]$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء وهذا يدل على أن النموذج جيد.

وبناء على الاختبارات السابقة للنموذج نستنتج أن النموذج الذي يمثل العلاقة بين المتغيرين X و Y_1 من الصيغة التالية:

$$\text{Log}(Y_1) = C + \beta_1 \text{Log}(X) + \varepsilon_i$$

$$\text{Log}(Y_1) = -13.20911 + 0.390557 * \text{Log}(X) + \varepsilon_i$$

أي:

وهو عبارة عن علاقة خطية لوغاريتمية بين المتغير التابع (Y_1) والمتغير المستقل (X). ولتحديد العلاقة الأصلية بين المتغيرين، يمكن كتابة صيغة النموذج بالصيغة الأسية وذلك بالخطوات التالية:

$$\text{Log}(Y_1) = C + \beta_1 \text{Log}(X) + \varepsilon_i$$

$$\frac{\text{Ln}(y_1)}{\text{Ln}10} = C + \beta_1 \frac{\text{Ln}X}{\text{Ln}10}$$

نعوض Log ب $\text{Ln}(x)/\text{Ln}(10)$ في طرفي المعادلة السابقة:

لنتحصل على المعادلة التالية:

$$\text{Ln}(Y_1) = \text{Ln}10^C + \text{Ln}x^\beta$$

$$e^{\text{Ln}(x)^{\beta_1}} * e^{\text{Ln}10^C} = e^{\text{Ln}(y_1)}$$

ثم نضيف e لطرفي المعادلة:

بعد حذف e^{Ln} نتحصل على النموذج التالي:

$$Y_1 = 10^C * (X)^{\beta_1} + \varepsilon_i$$

حيث:

Y_1 : المتغير التابع.

X : المتغير المستقل.

β : المعامل.

C : قيمة ثابتة.

ε_i : حد الخطأ.

ومنه تصبح المعادلة من الشكل التالي:

$$Y_1 = 6,1785988 * (x)^{0.390557} + \varepsilon_i$$

5- دراسة العلاقة بين x (القيمة السوقية) و y_2 (العائد مقسوم على β):

الجدول رقم (3-5): إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين (Y) و (X_2)

النموذج	معنوية المعامل		Prob(Fstatistic)	R^2	DW	Akaike	
	C	B					
1	Y2 c x	0.5680	0.8419	0.841892	0.001691	2.011902	2.177790
2	Y2 x		0.9122		-0.012252	2.004018	2.114738
3	Log(y2) c x	0.0001	0.4909	0.490887	0.061166	0.950284	4.830186
4	Y2 c log(x)	0.9065	0.8685	0.868454	0.001166	2.030154	2.178316
5	Log(y2) c log(x)	0.0242	0.0972	0.097195	0.305984	0.485375	4.528043
6	Log(y2) log(x)		0.0001		-0.360880	1.323217	5.001435
7	Log(y2) x		0.2289		-5.241850	0.457111	6.524579
8	Y2 log(x)		0.5687		0.000580	2.023685	2.101980

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم (7).

سنحاول الكشف عن العلاقة بتقدير مجموعة من النماذج القياسية الخطية وغير الخطية من أجل

اختيار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين (Y) و (X_2) حسب المعايير السابقة:

1- معنوية المعامل

حسب الجدول رقم (3-5) نلاحظ أن النموذج السادس هو الأحسن لأن معنوية المعامل ل B تساوي (0.0001)، ثم يليه النموذج الخامس حيث تساوي معنوية المعامل ل B (0.0972)، ثم النموذج السابع حيث تساوي معنوية المعامل ل B (0.2289)، ثم النموذج الثالث حيث تساوي معنوية المعامل ل B (0.4909)، ثم النموذج الثامن حيث تساوي معنوية المعامل ل B (0.5687)، ويليه النموذج الأول ويساوي (0.8419)، لكن معنوية المعامل لا تكفي لاختيار النموذج الأفضل، وعليه نقارن بين معامل التحديد للنماذج الثمانية.

2- معامل التحديد

نلاحظ بأن النموذج الخامس هو الأفضل حيث يساوي (0.305984)، ويليه النموذج الثالث حيث يساوي (0.061166)، ثم النموذج الأول ويساوي (0.001691)، ثم النموذج الرابع ويساوي (0.001166)، ثم النموذج الثامن (0.000580)، أما بقية النماذج فهي مرفوضة كونها سالبة، ومنه النموذج السادس والخامس هما الأفضل حسب المعيارين السابقين وفي هذه الحالة نلجأ لمعيار Akaike.

3- معيار Akaike

كلما كان معيار Akaike أقل كلما كان النموذج مقبولاً، وعليه أحسن نموذج يمثل العلاقة x و Y2 هو النموذج الخامس، وعليه سنقوم باختبار هذا النموذج.

الجدول رقم (3-6): نتائج تقدير النموذج الثاني

Dependent Variable: LY2
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:11
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-17.73144	6.395359	-2.772547	0.0242
LX	0.676707	0.360322	1.878061	0.0972
R-squared	0.305984	Mean dependent var		-5.787436
Adjusted R-squared	0.219232	S.D. dependent var		2.411848
S.E. of regression	2.131135	Akaike info criterion		4.528043
Sum squared resid	36.33388	Schwarz criterion		4.588560
Log likelihood	-20.64021	Hannan-Quinn criter.		4.461656
F-statistic	3.527112	Durbin-Watson stat		0.485375
Prob(F-statistic)	0.097195			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.

1- معنوية المعالم

حسب الجدول رقم (3-6)، نلاحظ أن قيمة t المحسوبة تساوي 1.878061 وبما أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية والتي تساوي 1.708 فالنموذج معنوي إحصائياً عند مستوى المعنوية $\alpha = 10\%$. كما أن القيمة الإحصائية (Prob)، $0.1 \geq 0.0972$ ، مستوى المعنوية ومنه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي المعلمة المقدرة تختلف عن الصفر، بمستوى دلالة 10% (توجد دلالة إحصائية للعلاقة بين x و y_2).

2- معنوية النموذج

نلاحظ أن قيمة F المحسوبة تساوي 3.527112 وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي ل فيشر نستخرج قيمة F_{24}^1 الجدولية حيث تساوي 2.92712 بما أن F المحسوبة أكبر من F الجدولية فإننا نرفض H_0 ونقبل H_1 وبالتالي النموذج معنوي إجمالاً.

3- معامل التحديد

نلاحظ أن النموذج المقدر يفسر 30% من التغيرات الاحتمالية للمتغير التابع y_2 ، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة الأخرى للعائد غير المشمولة في المعادلة.

4- إحصائية (Durbin et Watson)

نلاحظ أن قيمة DW تساوي 0.485375، وبالرجوع إلى الشكل رقم (3-2) نجد أن قيمة (DW) تقع ضمن مجال $[0, D_L]$ ، أي وجود ارتباط ذاتي موجب بين الأخطاء، وعليه لا يمكن الاعتماد على نتائج النموذج للتنبؤ بطبيعة العلاقة بين المتغيرين x و y_2 ، وعليه من خلال النتائج السابقة نستنتج أنه لا وجود لعلاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وعوائد السهم مقسومة على معامل بيتا.

3- دراسة العلاقة بين X (القيمة السوقية) و Y_3 (العائد مقسوم على σ):

الجدول رقم (3-7): إختبارات النماذج التي تم بناءها لتفسير العلاقة بين (Y) و (X_3)

النموذج	معنوية المعالم		Prob(FStatistic)	R ²	DW	Akaike	
	C	B					
1	Y3 c x	0.0280	0.5303	0.530276	0.016616	1.950012	-0.843084
2	Y3 x	0.5542			-0.207574	1.744135	-0.714637
3	Log(y3) c x	0.0002	0.7373	0.737263	0.014861	1.451462	3.655397
4	Y3 c log(x)	0.9282	0.7711	0.771073	0.003595	1.994439	-0.829930
5	Log(y3) c log(x)	0.1481	0.4219	0.421931	0.082187	1.095989	3.584607
6	Log(y3) log(x)		0.0001		-0.211761	1.901930	3.662443
7	Log(y3) x		0.2025		-4.911767	0.621070	5.247313
8	Y3 log(x)		0.0246		0.003251	1.994108	-0.906508

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الملحق رقم (8).

سناحاول الكشف عن العلاقة بتقدير مجموعة من النماذج القياسية الخطية وغير الخطية من أجل اختيار النموذج المناسب الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين (Y) و (X_3) حسب المعايير السابقة:

1- معنوية المعالم

حسب الجدول رقم (3-7) نلاحظ أن النموذج السادس هو الأحسن لأن معنوية المعالم لـ B تساوي (0.0001)، ثم يليه النموذج الثامن حيث تساوي معنوية المعالم لـ B (0.0246)، ثم النموذج السابع حيث تساوي معنوية المعالم لـ B (0.2025)، ثم النموذج الخامس حيث تساوي معنوية المعالم لـ B (0.4219)، ثم النموذج الأول حيث تساوي معنوية المعالم لـ B (0.5303)، ويليه النموذج الثاني ويساوي (0.5542)، لكن معنوية المعالم لا تكفي وحدها لاختيار النموذج الأفضل، وعليه نقارن بين معامل التحديد للنماذج الثمانية.

2- معامل التحديد

نلاحظ بأن النموذج الخامس هو الأفضل حيث يساوي (0.082187)، ويليه النموذج الأول حيث يساوي (0.016616)، ثم النموذج الثالث ويساوي (0.014861)، ثم النموذج الرابع ويساوي

(0.003595)، ثم يليه النموذج الثامن (0.003251)، أما بقية النماذج فهي سالبة وبالتالي مرفوضة، ومنه النموذج الخامس والسادس هما الأفضل حسب المعيارين السابقين وفي هذه الحالة نلجأ لمعيار Akaike.

3- معيار Akaike

كلما كان معيار Akaike أقل كلما كان النموذج مقبولاً، وعليه أحسن نموذج يمثل العلاقة X و Y_3 هو النموذج الخامس. وعليه سنقوم باختبار هذا النموذج.

الجدول رقم (3-8): نتائج تقدير النموذج الثالث

Dependent Variable: LY3
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:19
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.495326	4.057869	-1.600674	0.1481
LX	0.194169	0.229410	0.846386	0.4219
R-squared	0.082187	Mean dependent var		-3.079289
Adjusted R-squared	-0.032540	S.D. dependent var		1.308558
S.E. of regression	1.329678	Akaike info criterion		3.584607
Sum squared resid	14.14435	Schwarz criterion		3.645124
Log likelihood	-15.92304	Hannan-Quinn criter.		3.518220
F-statistic	0.716370	Durbin-Watson stat		1.095989
Prob(F-statistic)	0.421931			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.

1- معنوية المعالم

من خلال الجدول رقم (3-8)، نلاحظ أن قيمة t المحسوبة حيث تساوي 0.846386 وبما أن t المحسوبة أصغر من t الجدولية والتي تساوي 1.708 فالنموذج غير معنوي إحصائياً عند مستوى المعنوية $\alpha = 10\%$. كما أن القيمة الإحصائية (Prob)، $0.1 \leq 0.4219$ ، مستوى المعنوية ومنه نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، أي المعلمة المقدرة تساوي الصفر، بمستوى دلالة 10% (لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة بين X و Y_3).

2- معنوية النموذج

نلاحظ أن قيمة F المحسوبة تساوي 0.716370 وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي ل فيشر نستخرج قيمة F_{24}^1 الجدولية حيث تساوي 2.92712 بما أن F المحسوبة أصغر من F الجدولية فإننا نقبل H_0 ونرفض H_1 وبالتالي النموذج غير معنوي إجمالاً.

3- معامل التحديد

نلاحظ أن النموذج المقدر يفسر 8% فقط من التغيرات الاحتمالية للمتغير التابع y_3 ، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة الأخرى للعائد غير المشمولة في المعادلة. ومن النتائج السابقة نستنتج أنه لا وجود لعلاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وعوائد السهم مقسومة على الانحراف المعياري. وعليه فالنموذج الوحيد الذي يمكن الاعتماد عليه لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة هو النموذج التالي والذي يفسر العلاقة بين x و y_1 (القيمة السوقية وعائد السهم).

النموذج الخطي	النموذج غير الخطي
$\text{Log}(Y_1) = -13.20911 + 0.390557 * \text{Log}(X) + \epsilon_i$	$Y_1 = 6,1785988 * (x)^{0.390557} + \epsilon_i$

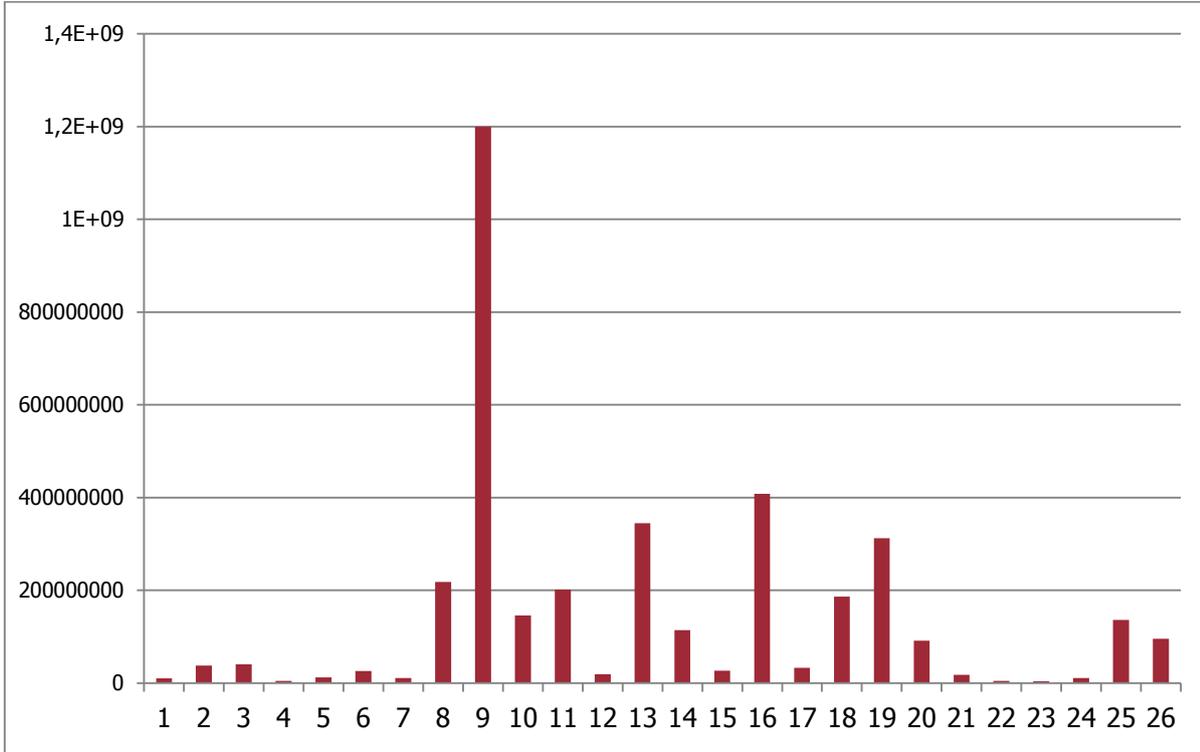
المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها نستطيع تفسير العلاقة بين (x) وكل من (y_1) ، (y_2) و (y_3) ، أي تفسير العلاقة بين حجم المؤسسة وكل من عائد السهم، عائد السهم مقسوم على معامل بيتا (β) ، وعائد السهم مقسوم على الانحراف المعياري (σ) .

حيث من خلال النموذج الأول والذي يفسر العلاقة بين x و y_1 ، نستنتج أن العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم هي علاقة طردية، أي كلما زاد $\log(x)$ بوحدة واحدة يزيد $\log(y_1)$ بمقدار 0.390557، غير أن هذا النموذج لا يفسر سوى 30% من التغير الذي يطرأ على العائد نتيجة تغير حجم المؤسسة أما النسبة المتبقية فهي لعوامل أخرى لم تشملها دراستنا.

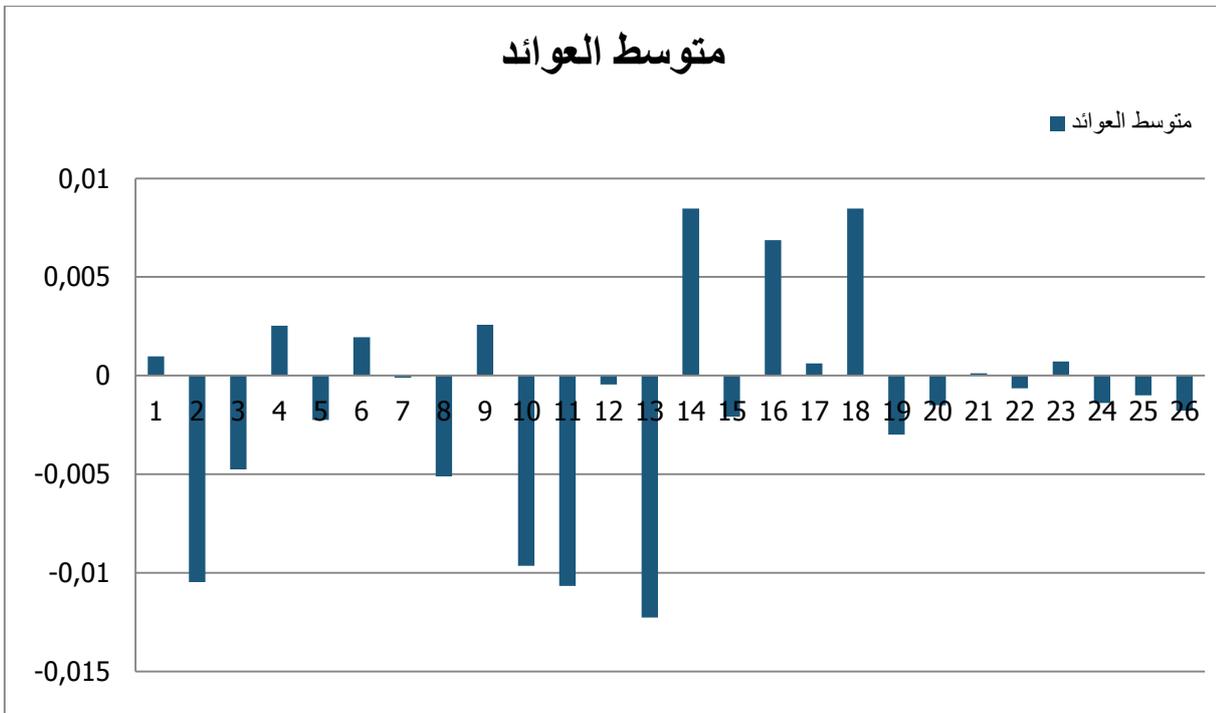
أما النموذج الثاني والثالث اللذان يفسران العلاقة بين x و y_2 ، و x و y_3 العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم مقسوماً على معامل بيتا (β) ، والعلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم مقسوماً على الانحراف المعياري (σ) ، غير معنويين إحصائياً ولا يمكن الاعتماد على نتائجهما لتفسير التغير الذي يطرأ على العائد نتيجة التغير في حجم المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية والمخاطر المنتظمة.

الشكل رقم (3-3): متوسط القيمة السوقية لمؤسسات العينة.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الملحق رقم (2).

الشكل رقم (3-4): متوسط عوائد مؤسسات العينة



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الملحق رقم (3).

ومن خلال الشكلين السابقين نلاحظ أن حجم المؤسسة ممثلاً بالقيمة السوقية يؤثر في عائد سهم المؤسسة في سوق مسقط للأوراق المالية لكن بشكل ضعيف، حيث نلاحظ أن هناك مؤسسات كبيرة الحجم لكن أسهمها تحقق عوائد منخفضة وأحياناً سالبة مقارنة بمؤسسات أخرى صغيرة الحجم تحقق أسهمها عوائد مرتفعة، أما في بعض الحالات فنلاحظ مؤسسات تحقق عوائد مرتفعة تتماشى طردياً وحجمها، وعليه يمكن تفسير هذه النتائج من خلال معامل تحديد النموذج الأول والذي يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم والذي يساوي 30 % فقط، حيث أنه هناك فعلاً علاقة طردية بين حجم المؤسسات المدرجة في سوق مسقط وعوائدها، لكنها علاقة ضعيفة لا تنفي إمكانية تحقيق المؤسسات لعوائد لا تتناسب مع حجمها، فحجم المؤسسة لا يتحكم سوى بنسبة 30% فقط من التغير الحاصل في عائد السهم أما النسبة المتبقية فتتحكم فيها عوامل أخرى، إضافة إلى كون أن هذه النسبة قد تتغير من مؤسسة لأخرى.

وعليه ومن خلال هذه النتائج التي تم التوصل إليها، يتبين أنه في سوق مسقط المالي هناك أثر لحجم المؤسسة على عائد السهم لصالح المؤسسات كبيرة الحجم أي أن عوائد المؤسسات كبيرة الحجم أكبر من عوائد المؤسسات صغيرة الحجم، إلا أنه أثر ضعيف ولا يفسر سوى 30% فقط من نسبة التغير في عائد السهم، دون وجود أثر لحجم المؤسسة على عوائد السهم معدلة بالمخاطر المنتظمة والمخاطر الكلية، وهي نفس النتيجة التي توصل إليها كل من شقيري نوري موسى ووليد أحمد صافي في دراستهما "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم المؤسسة في العائد و المخاطر"، حيث توصلوا إلى وجود علاقة طردية لحجم المؤسسة وعوائدها بغض النظر عن المخاطر التي تتعرض لها هذه المؤسسة، وهذا ما يتوافق مع نتائج دراستنا غير أنه يتنافى وفرضية كفاءة السوق المالي على اعتبار أن حجم المؤسسة من المعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية والمتاحة للجميع لا يمكن استغلاله للتنبؤ بأسعار الأسهم وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية على حساب باقي المستثمرين.

خلاصة الفصل الثالث

من أجل معرفة أثر حجم المؤسسة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية على عائد سهمها، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر، من اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط وبناء نماذج رياضية بهدف تفسير العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد سهمها.

حيث تم التوصل إلى نتيجة مفادها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسات

المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعوائد أسهمها، حيث كلما زاد حجم المؤسسة زاد عائدها دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر المنتظمة والكلية، لنستنتج أن سوق مسقط المالي غير كفء عند المستوى شبه القوي.

الخاتمة

الخاتمة

يمثل حجم المؤسسة أحد أهم العوامل التي على أساسها يختار المستثمر الأسهم المراد الإستثمار فيها، حيث غالباً ما يرتبط في ذهن المستثمر حجم المؤسسة بحجم العوائد التي تحققها أسهمها، الأمر الذي تدعمه نتائج العديد من الدراسات والتي توصلت إلي وجود أثر لحجم المؤسسة على عائد السهم لصالح المؤسسات الكبيرة، أي أن عائد سهم المؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عائد سهم المؤسسات كبيرة الحجم، إضافة لأخرى توصلت إلى عكس ذلك.

وعلى هذا الأساس حاولنا دراسة أثر الحجم على عوائد أسهم المؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية، فتناولنا الأسواق المالية، أدواتها، عوائدها ومخاطرها في الفصل الأول، لنتناول في الفصل الثاني حجم المؤسسة من جانب نظري من خلال التطرق لماهية المؤسسة الإقتصادية ومعايير تصنيفها إضافة لمفهوم حجم المؤسسة، لنخلص إلى اعتبار حجم المؤسسة إنحراف على نظرية كفاءة السوق المالي، أما في الجانب التطبيقي فحاولنا الإجابة على فرضيات الدراسة وهذا من خلال إسقاطها على سوق مسقط للأوراق المالية وتطبيقها على 26 مؤسسة إقتصادية مدرجة فيه توفرت فيها شروط الدراسة، وهذا بهدف تحديد مدى تأثير حجم المؤسسة على عائد سهمها مع الأخذ بعين الإعتبار المخاطر الكلية والمخاطر المنتظمة.

ومن خلال تقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط وإختبارها اتضح لنا مايلي:

- من خلال اختبار النموذج الأول، الذي يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم، تبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وهذا ينفي صحة الفرضية الأولى.
- من خلال اختبار النموذج الثاني، الذي يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة وعوائد أسهمها مقسومة على المخاطر المنتظمة (β)، تبين أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وهذا يثبت صحة الفرضية الثانية.
- من خلال اختبار النموذج الثالث، الذي يفسر العلاقة بين حجم المؤسسة وعوائد أسهمها مقسومة على المخاطر الكلية (الانحراف المعياري σ)، تبين أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وهذا يثبت صحة الفرضية الثالثة.

وبالتالي لا يمكن الاعتماد على نتائج النموذج الثاني والثالث لتفسير التغير الذي يطرأ على العائد نتيجة التغير في حجم المؤسسة مع الأخذ بعين الإعتبار المخاطر الكلية والمخاطر المنتظمة.

1- النتائج

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- السوق المالي هو السوق الأم لكافة الأسواق، يتمثل دوره في جذب رؤوس الأموال من أصحاب الفائض المالي وتحويلها إلى أصحاب العجز المالي الذين لديهم رغبة في الإستثمار.

الخاتمة

- تعد المعلومة المحور المركزي لمفهوم كفاءة السوق المالي، وانطلاقاً من طبيعة المعلومات المنعكسة على سعر الورقة المالية تتحقق الكفاءة في عدة صيغ: الصيغة الضعيفة التي يعكس فيها سعر السهم أو الورقة المالية المعلومات التاريخية، أما في الصيغة المتوسطة فسعر السهم يعكس بالإضافة للمعلومات التاريخية المعلومات العامة كذلك، أما الصيغة القوية ففي إطارها تنعكس جميع المعلومات سواء العامة أو الخاصة.

- حجم المؤسسة هو معيار لتصنيف المؤسسات ضمن فئات متجانسة ومتشابهة من حيث الحجم، معتمداً في هذا التصنيف على مجموعة من المعايير الكمية والنوعية التي تسمح بالتصنيف المناسب والأمثل للمؤسسة، ممثلة في نوع القطاع الذي تنشط فيه ودرجة النمو والتقدم السائدة في البلد وغيرها من القيود والعوامل التي تتحكم في تصنيف المؤسسات حسب حجمها، وعليه تصنف المؤسسات إلى صغيرة، متوسطة وكبيرة.

- يعتبر الإدراج في السوق المالي فرصة حقيقية لنمو المؤسسة وبقائها، بالرغم من كون أن النظرة السائدة للإدراج في السوق المالي على أنه عملية معقدة ومكلفة أحياناً إلا أنها تشكل مرحلة بالغة التأثير والأهمية في مسيرة الشركة.

- توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، حيث يؤكد الباحثون أن الإعلانات المالية للمؤسسة وخاصة سياسة توزيع الأرباح يمكن أن تغير منتوقعات المتعاملين في السوق المالي بخصوص العوائد التي ستحققها لحملة الأسهم، وهذا يؤثر على سلوك الأسعار.

- وجود أثر للحجم على عوائد السهم لصالح المؤسسات كبيرة الحجم وعند إدخال المخاطر النظامية مقياسه بمعامل بيتا، كانت المخاطر في المؤسسات كبيرة الحجم أكبر من المخاطر النظامية في المؤسسات صغيرة الحجم، وهذا يفسر بسبب الزيادة في عوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم، بسبب وجود علاقة طردية موجبة بين العوائد والمخاطر، كما بينت النتائج أن المخاطر الكلية في المؤسسات صغيرة الحجم أكبر من المخاطر الكلية في المؤسسات كبيرة الحجم.

- كما تفرض فرضية كفاءة السوق عدم وجود اختلاف بين عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وذلك كون أن المعلومات تنعكس أولاً بأول على أسعار أسهم جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها، ولكن العديد من الدراسات والأبحاث التي أجريت على الأسواق المالية العالمية أشارت إلى وجود عدة انحرافات بالنسبة لأسعار الأسهم عن هذه النظرية، ومن أهم هذه الانحرافات نجد أثر حجم المؤسسة بمعنى أن عوائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم المؤسسات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار.

أما فيما يخص دراسة الحالة فقد توصلنا إلى تسجيل النتائج التالية:

- يوجد أثر لحجم المؤسسة على عائد السهم لصالح المؤسسات كبيرة الحجم، أي أن عوائد المؤسسات كبيرة الحجم أكبر من عوائد المؤسسات صغيرة الحجم.
- عدم وجود أثر لحجم المؤسسة على عوائد السهم معدلة بالمخاطر المنتظمة والمخاطر الكلية، وهي نفس النتيجة التي توصل إليها شقيري نوري موسى ووليد أحمد صافي في دراسة "قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم المؤسسة في العائد والمخاطر"، حيث توصل إلى وجود علاقة طردية لحجم المؤسسة وعوائدها بغض النظر عن المخاطر التي تتعرض لها هذه المؤسسة، وهذا ما يتوافق مع نتائج دراستنا غير أنه يتنافى وفرضية كفاءة السوق المالي على اعتبار أن حجم المؤسسة من المعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية والمتاحة للجميع لا يمكن استغلاله للتنبؤ بأسعار الأسهم وبالتالي تحقيق عوائد غير عادية على حساب باقي المستثمرين.

2- الاقتراحات

- على أساس النتائج التي تم استخلاصها يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات نوجزها فيما يلي:
- تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح الملزمة عن المعلومات الأساسية على ضوء المعايير الدولية، حيث يشمل الإفصاح بالإضافة للقوائم المالية المعلومات المتعلقة بهيكل ملكية المؤسسة وحقوقهم مقارنة بحقوق غيرهم من المساهمين، الإفصاح عن أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ومرتباتهم وحوافزهم حتى يتسنى للمستثمرين تقييم خبرتهم وكفاءتهم والاعتماد على معلومة الرواتب والحوافز لتقييم سلامة أداء الشركة، الإفصاح عن عوامل المخاطر الملموسة في المستقبل وكذلك عن أهداف المؤسسة.
- تعزيز إجراءات الشفافية في سوق المال، من خلال تطبيق المزيد من إجراءات حوكمة الشركات ويتعلق ذلك ببعض قواعد الإدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كمنع استغلال المعلومات من طرف أي موظف كان، حيث يسمح له مركزه المالي بمعرفة معلومات غير متاحة لباقي المساهمين، فقواعد حوكمة الشركات تؤدي إلى حماية المستثمرين والمحافظة على الثقة في الأسواق المالية ويساعد على جذب المزيد من المدخرات ورؤوس الأموال.
- العمل على دعم كل الإجراءات الفنية المرتبطة بسوق مسقط للأوراق المالية ورفع مستوى الإفصاح المحلي، وزيادة الشفافية فيما يتصل بالبيانات الخاصة بأداء الجهات المصدرة للأوراق المالية.
- تفعيل القوانين الخاصة لحث الشركات على عدم التأخير في نشر قوائمها المالية وذلك حتى يستفيد المستثمرون من البيانات الواردة في تلك القوائم في تقييم استثماراتهم.

3- الآفاق

- بهدف التوسع في الدراسة والإحاطة بجميع جوانبها، ونفي أو تأكيد النتائج المتحصل عليها، نقترح ما يلي:
- إجراء الدراسة على أسواق مالية أخرى وعدد أكبر من المؤسسات قصد تعميم الدراسة في حال توافق النتائج.

الخاتمة

- إجراء الدراسة على عدد من المؤسسات بشكل فردي أو بأسلوب المحافظ الاستثمارية، حيث أن التنوع يلغي أثر المخاطر غير النظامية ويبقي على المخاطر النظامية.
- إستخدام معايير أخرى لتعبر عن حجم المؤسسة مثل (إجمالي المبيعات، عدد العاملين، القيمة الدفترية) وذلك لتأكيد أو نفي النتائج التي تم التوصل إليها في هذا البحث.
- التعمق في دراسة أثر حجم المؤسسة على عائد السهم من خلال تحديد العوامل التي تتحكم في الحجم ودراسة أثرها على عائد سهم المؤسسة.
- استخدام أساليب إحصائية أخرى لضبط نتائج الدراسة.



قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية

1- الكتب

- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، عنابة، بدون طبعة، 2008.
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 1998.
- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق رأس المال، الدار الجامعية الجديدة، مصر، بدون طبعة، 2003.
- أرشد التميمي فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم والأدوات، دار اليازوري العلمية، عمان، ط.1، 2010.
- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للنشر والتوزيع، القاهرة، بدون طبعة، 2006.
- إبراهيم جابر السيد، المحاسبة الدولية وعلاقتها بالتجارة الإلكترونية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، بدون طبعة، 2014.
- إسماعيل عرباجي، إقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996.
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، بدون طبعة، 2000.
- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكاتب العربي، القاهرة، ط.1، 2006.
- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2014.
- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، ط.1، 1998.
- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2001.
- حماد طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2007.
- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2004.
- حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون طبعة، 2001.
- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر، الأردن، ط.1، 2010.
- ديما وليد حنا الرضي، الأسواق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، ط.1، 2015.
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 1998.
- شمعون شمعون، البورصة، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون طبعة، بدون سنة نشر.

قائمة المراجع

- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، دار عالم الكتب، القاهرة، بدون طبعة، 2003.
- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة الإشعاع للنشر، الإسكندرية، ط.1، 2000.
- عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، بدون طبعة، 2000.
- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1996.
- عبد الرزاق بني هاني، الاقتصاد القياسي نظرية الانحدار البسيط والمتعدد، دار وائل للنشر، الأردن، ط.1، 2014.
- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، ط.1، 2010.
- عبد الكريم بن أعراب، تسيير المنشأة، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، بدون طبعة، 2004.
- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، ط.1، 2001.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، بدون طبعة، 2008.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، بدون طبعة، 2010.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط.1، 2007.
- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط.5، 2007.
- فرحات غول، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية للنشر، الجزائر، ط.1، 2008.
- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2000.
- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2008.
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، بدون طبعة، 2009.
- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط.1، 2008.
- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار ومكتبة حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2012.
- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2009.

قائمة المراجع

- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحليل الأساسي والفني، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون طبعة، 2005.
- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.1، 2004.
- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط.4، 2006.
- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الأول، دار الهدى للنشر، الجزائر، ط.1، 2011.
- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات)، الجزء الثاني، دار الهدى للنشر، الجزائر، ط.1، 2011.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ط.1، 2005.
- مصطفى رشدي شيحة، زينب عوض الله، اقتصاديات المصارف والنقود والمال، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، ط.6، 1996.
- معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة، الأردن، ط.1، 2003.
- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، بدون طبعة، 1997.
- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، بدون طبعة، 1999.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، بدون طبعة، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف، الإسكندرية، بدون طبعة، 2007.
- نوزاد الهييتي، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية والإخراج الصحفي، طرابلس، بدون طبعة، 1998.
- 2- الرسائل العلمية
- أسماء زراية، آثار سياسة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011.
- الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، 2005.

قائمة المراجع

- إسماعيل جميل الصعيدي، **العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، فلسطين، 2011.
- إلياس بن دحان الأزهر، **دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013.
- إيناس صيودة، **أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009.
- بن أعمار بن حاسين، **فعالية الأسواق المالية في الدول النامية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- حبيبة فرحاتي، **دور هياكل الدعم المالي في تحسين أساليب تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.
- خيرة الداوي، **تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
- دياب زقاي، **الاتصال التجاري وفعاليتها في المؤسسة الاقتصادية**، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
- رشيد بوكساني، **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- سهيلة بن الموفق، **أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008.
- شعيب أنتشي، **واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في ظل الشراكة الأوروبية الجزائرية**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
- شهرزاد برجي، **إشكالية استغلال مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، مدرسة الدكتوراه في التسيير الدولي للمؤسسات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012.
- 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.

قائمة المراجع

- مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة منتوري، الجزائر، 2012.
- نصر الدين بن نذير، دراسة إستراتيجية الإبداع التكنولوجي في تكوين القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص تسيير، جامعة الجزائر، 2012.
- نوري موسى شقيري، أثر الحجم على عوائد السهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2001.
- هاني محمد الأشقر، إدارة الأرباح وعلاقتها بالعوائد غير المتوقعة للسهم ومدى تأثير العلاقة بحجم الشركة، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2010.
- 3- المقالات والملتقيات العلمية**
- السعيد بربيش، مدى مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية (حالة الجزائر)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثاني عشر، 2007.
- بن أحمد بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2012.
- دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع لاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، جامعة الزيتونة الأردنية، الأردن، 2005.
- رياض ريمي، عقبة ريمي، مداخلة بعنوان: تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها في الجزائر، الملتقى الوطني حول واقع وآفاق النظام المحاسبي المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة الوادي، يومي 5 و6 ماي، 2013.
- سامح مؤيد العطوط، مفيد الظاهر، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية العادية للأسهم، دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الفلسطينية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الحادي والعشرون، أكتوبر، 2010.
- 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.
- محمد الصغير قريشي، واقع مراقبة التسيير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد التاسع، 2011.

قائمة المراجع

- محمود سحنون، سميرة محسن، مداخلة بعنوان مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20 و21 أكتوبر، 2009.

- نوري موسى شقيري، جيهان ونس عبد العزيز، اختبار كفاءة بورصة عمان عند المستوى شبه القوى باستخدام المعلومة المتعلقة بنشر القوائم المالية للشركات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الثالث والثلاثون، 2012.

- نوري موسى شقيري، وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في الخطر، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد التاسع عشر، 2009.

4- مواقع الانترنت

- الموقع الرسمي لسوق مسقط للأوراق المالية

www.msm.gov.om

- دليل إدراج الشركات في بورصة تونس، الموقع الرسمي لبورصة تونس.

www.bvmt.com.tn

- دليل الإدراج في بورصة الجزائر، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

www.sg.bv.dz

- دليل الإدراج في بورصة الدار البيضاء، الموقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء.

www.casa.blanca-bourse.com

II. مراجع باللغة الأجنبية

1- الكتب

- Ahmed Koudri, **économie d'entreprise**, enag édition, Algérie, 1999.

- Arnaud Diemer, **cours d'économie d'entreprise**, partie1 (définition et analyse d'entreprise), l'institut universitaire de formation des maitres, Auvergne, France.

- Chantal Bussenault, **économie et gestion de l'entreprise**, vuibert, Paris, 4^{ème} édition, 2006.

- Régis Bourbonnais, **économétrie**, dunod, Paris, 9^{ème} édition, 2015.

- Sami Khedhiri, **cours d'introduction à l'économétrie**, office des publications universitaires, Tunis, 2005.

2- الرسائل العلمية

- Brian Guillaume, Vincent Gondard, **avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de private equity**, mémoire de fin d'étude, spécialité de finance, école des hautes études commerciales de Paris, 2007.

3- المقالات والملتقيات العلمية

- La direction générale de la petite entreprises, **principales statistiques relatives aux petites entreprises**, le ministère de l'industrie, Canada, 2012.

4- التقارير

- Yves Robin, **rapport du groupe de travail sur la définition des catégories d'entreprises**, conseil national de l'information statistique, France, 2008.

الملاحق

الملحق رقم(1): مؤسسات عينة الدراسة

رقم المؤسسة	إسم المؤسسة
1	الوطنية لمنتجات الألمنيوم
2	مؤسسة خدمات الموانئ
3	الجزيرة للمنتجات الحديدية
4	الخليج الدولية للكيماويات
5	الحسن الهندسية
6	فولتامب للطاقة
7	الخليجية لخدمات الاستثمار
8	اسمنت عمان
9	العمانية للاتصالات
10	النهضة للخدمات
11	شل العمانية للتسويق
12	عمان والإمارات القابضة
13	ريسوت للأسمت
14	أكوا باور بركاء
15	الجزيرة للخدمات
16	النورس
17	العمانية المتحدة للتأمين
18	صناعة الكابلات العمانية
19	بنك اتش اس بي سي عمان
20	المطاحن العمانية
21	أعلاف ظفار
22	صناعة مواد البناء
23	الباطنة للتنمية و الإستثمار
24	الأسمك العمانية
25	بنك نزوى
26	بنك العز الإسلامي

المصدر: من إعداد الطالبتين

الملحق رقم (2): متوسط القيمة السوقية لمؤسسات عينة الدراسة

رقم المؤسسة	إسم المؤسسة	القيمة السوقية
1	الوطنية لمنتجات الألمنيوم	10032268,31
2	مؤسسة خدمات الموانئ	37535520
3	الجزيرة للمنتجات الحديدية	40508571,69
4	الخليج الدولية للكيماويات	4496916,667
5	الحسن الهندسية	12196230,67
6	فولتامب للطاقة	25699055,56
7	الخليجية لخدمات الاستثمار	10539473,98
8	اسمنت عمان	217778579,5
9	العمانية للاتصالات	1199916667
10	النهضة للخدمات	145915209,2
11	شل العمانية للتسويق	201597916,7
12	عمان والإمارات القابضة	19237630,21
13	ريسوت للأسمت	344939856,4
14	أكوا باور بركاء	113902222,2
15	الجزيرة للخدمات	26390942,49
16	النورس	407708069,4
17	العمانية المتحدة للتأمين	32519444,44
18	صناعة الكابلات العمانية	186085141,7
19	بنك اتش اس بي سي عمان	312437744,9
20	المطاحن العمانية	90921250
21	أعلاف ظفار	17532472,22
22	صناعة مواد البناء	4500277,778
23	الباطنة للتنمية و الإستثمار	3714166,667
24	الأسمك العمانية	10496527,78
25	بنك نزوى	136083333,3
26	بنك العز الإسلامي	95222222,22

المصدر: من إعداد الطالبتين

الملحق رقم (3): متوسط عوائد مؤسسات عينة الدراسة

Ri	إسم المؤسسة	رقم المؤسسة
0,000972	الوطنية لمنتجات الألمنيوم	1
-0,01047	مؤسسة خدمات الموانئ	2
-0,00475	الجزيرة للمنتجات الحديدية	3
0,002528	الخليج الدولية للكيماويات	4
-0,00225	الحسن الهندسية	5
0,001944	فولتامب للطاقة	6
-0,00011	الخليجية لخدمات الاستثمار	7
-0,00511	اسمنت عمان	8
0,002583	العمانية للاتصالات	9
-0,00964	النهضة للخدمات	10
-0,01067	شل العمانية للتسويق	11
-0,00044	عمان والإمارات القابضة	12
-0,01228	ريسوت للأسمنت	13
0,008472	أكوا باور بركاء	14
-0,00208	الجزيرة للخدمات	15
0,006861	النورس	16
0,000611	العمانية المتحدة للتأمين	17
0,008472	صناعة الكابلات العمانية	18
-0,003	بنك اتش اس بي سي عمان	19
-0,0015	المطاحن العمانية	20
0,000111	أعلاف ظفار	21
-0,00064	صناعة مواد البناء	22
0,000722	الباطنة للتنمية و الإستثمار	23
-0,00139	الأسمالك العمانية	24
-0,001	بنك نزوى	25
-0,00178	بنك العز الإسلامي	26

المصدر: من إعداد الطالبتين

الملحق رقم (4): معامل بيتا (β) لمؤسسات عينة الدراسة

معامل بيتا (β)	إسم المؤسسة	رقم المؤسسة
0,580942288	الوطنية لمنتجات الألمنيوم	1
1,459832949	مؤسسة خدمات الموانئ	2
1,089193346	الجزيرة للمنتجات الحديدية	3
1,651843809	الخليج الدولية للكيماويات	4
1,239795079	الحسن الهندسية	5
0,743523145	فولتامب للطاقة	6
2,05085972	الخليجية لخدمات الاستثمار	7
1,150082559	اسمنت عمان	8
0,599110452	العمانية للاتصالات	9
2,092746261	النهضة للخدمات	10
-0,008554026	شل العمانية للتسويق	11
1,860433004	عمان والإمارات القابضة	12
1,391235781	ريسوت للأسمت	13
-0,002661602	أكوا باور بركاء	14
1,186360007	الجزيرة للخدمات	15
0,841933534	النورس	16
1,955707001	العمانية المتحدة للتأمين	17
1,522102296	صناعة الكابلات العمانية	18
1,190401669	بنك اتش اس بي سي عمان	19
0,331518615	المطاحن العمانية	20
0,289838055	أعلاف ظفار	21
1,291024883	صناعة مواد البناء	22
1,92624583	الباطنة للتنمية و الإستثمار	23
0,940127068	الأسمك العمانية	24
0,988710538	بنك نزوى	25
1,020078092	بنك العز الإسلامي	26

المصدر: من إعداد الطالبتين

الملحق رقم (5): الإنحراف المعياري (σ) لمؤسسات عينة الدراسة

رقم المؤسسة	إسم المؤسسة	الإنحراف المعياري (σ)
1	الوطنية لمنتجات الألمنيوم	0,027635884
2	مؤسسة خدمات الموانئ	0,03280983
3	الجزيرة للمنتجات الحديدية	0,031738552
4	الخليج الدولية للكيماويات	0,020039227
5	الحسن الهندسية	0,015726911
6	فولتامب للطاقة	0,02598455
7	الخليجية لخدمات الاستثمار	0,022332267
8	اسمنت عمان	0,039246312
9	العمانية للاتصالات	0,068076585
10	النهضة للخدمات	0,046065886
11	شل العمانية للتسويق	0,050329202
12	عمان والإمارات القابضة	0,022701094
13	ريسوت للأسمت	0,11147674
14	أكوا باور بركاء	0,039743094
15	الجزيرة للخدمات	0,035022748
16	النورس	0,032825211
17	العمانية المتحدة للتأمين	0,034614842
18	صناعة الكابلات العمانية	0,145667427
19	بنك اتش اس بي سي عمان	0,011001299
20	المطاحن العمانية	0,02300621
21	أعلاف ظفار	0,042196667
22	صناعة مواد البناء	0,003958014
23	الباطنة للتنمية و الإستثمار	0,025891655
24	الأسمك العمانية	0,005094971
25	بنك نزوى	0,005666947
26	بنك العز الإسلامي	0,005477805

المصدر: من إعداد الطالبتين

الملحق رقم (6): جداول نتائج إختبارات النموذج الأول لبرنامج (Eviews)

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 22:55
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.001529	0.001237	-1.236141	0.2284
X	1.59E-12	4.43E-12	0.359453	0.7224
R-squared	0.005355	Mean dependent var		-0.001301
Adjusted R-squared	-0.036089	S.D. dependent var		0.005323
S.E. of regression	0.005419	Akaike info criterion		-7.524180
Sum squared resid	0.000705	Schwarz criterion		-7.427403
Log likelihood	99.81434	Hannan-Quinn criter.		-7.496312
F-statistic	0.129206	Durbin-Watson stat		2.225898
Prob(F-statistic)	0.722400			

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 22:59
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-1.21E-12	3.85E-12	-0.314008	0.7561
R-squared	-0.057973	Mean dependent var		-0.001301
Adjusted R-squared	-0.057973	S.D. dependent var		0.005323
S.E. of regression	0.005475	Akaike info criterion		-7.539379
Sum squared resid	0.000750	Schwarz criterion		-7.490991
Log likelihood	99.01193	Hannan-Quinn criter.		-7.525445
Durbin-Watson stat	2.196343			

Dependent Variable: LY1
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:00
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.559638	0.504511	-13.00197	0.0000
X	1.11E-09	1.24E-09	0.893095	0.3979
R-squared	0.090663	Mean dependent var		-6.338000
Adjusted R-squared	-0.023004	S.D. dependent var		1.373336
S.E. of regression	1.389042	Akaike info criterion		3.671962
Sum squared resid	15.43550	Schwarz criterion		3.732479
Log likelihood	-16.35981	Hannan-Quinn criter.		3.605575
F-statistic	0.797619	Durbin-Watson stat		2.172350
Prob(F-statistic)	0.397875			

Dependent Variable: Y1
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:01
 Sample: 1990 2015
 Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005327	0.012193	0.436917	0.6661
LX	-0.000374	0.000686	-0.545700	0.5903
R-squared	0.012256	Mean dependent var		-0.001301
Adjusted R-squared	-0.028900	S.D. dependent var		0.005323
S.E. of regression	0.005400	Akaike info criterion		-7.531142
Sum squared resid	0.000700	Schwarz criterion		-7.434366
Log likelihood	99.90485	Hannan-Quinn criter.		-7.503274
F-statistic	0.297788	Durbin-Watson stat		2.280441
Prob(F-statistic)	0.590309			

Dependent Variable: LY1
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:02
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-13.20911	3.714221	-3.556360	0.0074
LX	0.390557	0.209982	1.859958	0.0999
R-squared	0.301886	Mean dependent var		-6.338000
Adjusted R-squared	0.214622	S.D. dependent var		1.373336
S.E. of regression	1.217072	Akaike info criterion		3.407629
Sum squared resid	11.85011	Schwarz criterion		3.468146
Log likelihood	-15.03815	Hannan-Quinn criter.		3.341242
F-statistic	3.459445	Durbin-Watson stat		1.643219
Prob(F-statistic)	0.099937			

Dependent Variable: LY1
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:02
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX	-0.352193	0.032957	-10.68653	0.0000
R-squared	-0.801806	Mean dependent var		-6.338000
Adjusted R-squared	-0.801806	S.D. dependent var		1.373336
S.E. of regression	1.843447	Akaike info criterion		4.155791
Sum squared resid	30.58469	Schwarz criterion		4.186050
Log likelihood	-19.77896	Hannan-Quinn criter.		4.122598
Durbin-Watson stat	2.339972			

الملاحق

Dependent Variable: LY1
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:04
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-6.82E-09	4.79E-09	-1.424927	0.1879
R-squared	-19.124893	Mean dependent var		-6.338000
Adjusted R-squared	-19.124893	S.D. dependent var		1.373336
S.E. of regression	6.160891	Akaike info criterion		6.568959
Sum squared resid	341.6092	Schwarz criterion		6.599218
Log likelihood	-31.84480	Hannan-Quinn criter.		6.535766
Durbin-Watson stat	0.373727			

Dependent Variable: Y1
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:05
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX	-7.57E-05	5.86E-05	-1.292660	0.2079
R-squared	0.004399	Mean dependent var		-0.001301
Adjusted R-squared	0.004399	S.D. dependent var		0.005323
S.E. of regression	0.005312	Akaike info criterion		-7.600143
Sum squared resid	0.000705	Schwarz criterion		-7.551754
Log likelihood	99.80186	Hannan-Quinn criter.		-7.586209
Durbin-Watson stat	2.273262			

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews

الملحق رقم (7): جداول نتائج إختبارات النموذج الثاني لبرنامج (Eviews)

Dependent Variable: Y2
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:07
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.091546	0.158117	-0.578979	0.5680
X	1.14E-10	5.67E-10	0.201648	0.8419
R-squared	0.001691	Mean dependent var		-0.075242
Adjusted R-squared	-0.039905	S.D. dependent var		0.679424
S.E. of regression	0.692848	Akaike info criterion		2.177790
Sum squared resid	11.52091	Schwarz criterion		2.274567
Log likelihood	-26.31127	Hannan-Quinn criter.		2.205658
F-statistic	0.040662	Durbin-Watson stat		2.011902
Prob(F-statistic)	0.841892			

Dependent Variable: Y2
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:08
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-5.35E-11	4.81E-10	-0.111373	0.9122
R-squared	-0.012252	Mean dependent var		-0.075242
Adjusted R-squared	-0.012252	S.D. dependent var		0.679424
S.E. of regression	0.683574	Akaike info criterion		2.114738
Sum squared resid	11.68182	Schwarz criterion		2.163126
Log likelihood	-26.49159	Hannan-Quinn criter.		2.128672
Durbin-Watson stat	2.004018			

Dependent Variable: LY2
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:09
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.122251	0.910750	-6.722210	0.0001
X	1.60E-09	2.22E-09	0.721947	0.4909
R-squared	0.061166	Mean dependent var		-5.787436
Adjusted R-squared	-0.056188	S.D. dependent var		2.411848
S.E. of regression	2.478681	Akaike info criterion		4.830186
Sum squared resid	49.15086	Schwarz criterion		4.890703
Log likelihood	-22.15093	Hannan-Quinn criter.		4.763799
F-statistic	0.521208	Durbin-Watson stat		0.950284
Prob(F-statistic)	0.490887			

Dependent Variable: Y2
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:10
 Sample: 1990 2015
 Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.185749	1.564956	0.118693	0.9065
LX	-0.014736	0.088027	-0.167404	0.8685
R-squared	0.001166	Mean dependent var		-0.075242
Adjusted R-squared	-0.040452	S.D. dependent var		0.679424
S.E. of regression	0.693030	Akaike info criterion		2.178316
Sum squared resid	11.52697	Schwarz criterion		2.275092
Log likelihood	-26.31811	Hannan-Quinn criter.		2.206184
F-statistic	0.028024	Durbin-Watson stat		2.030154
Prob(F-statistic)	0.868454			

Dependent Variable: LY2
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:11
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-17.73144	6.395359	-2.772547	0.0242
LX	0.676707	0.360322	1.878061	0.0972
R-squared	0.305984	Mean dependent var		-5.787436
Adjusted R-squared	0.219232	S.D. dependent var		2.411848
S.E. of regression	2.131135	Akaike info criterion		4.528043
Sum squared resid	36.33388	Schwarz criterion		4.588560
Log likelihood	-20.64021	Hannan-Quinn criter.		4.461656
F-statistic	3.527112	Durbin-Watson stat		0.485375
Prob(F-statistic)	0.097195			

Dependent Variable: LY2
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:12
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX	-0.316741	0.050129	-6.318569	0.0001
R-squared	-0.360880	Mean dependent var		-5.787436
Adjusted R-squared	-0.360880	S.D. dependent var		2.411848
S.E. of regression	2.813584	Akaike info criterion		5.001435
Sum squared resid	71.24628	Schwarz criterion		5.031693
Log likelihood	-24.00717	Hannan-Quinn criter.		4.968241
Durbin-Watson stat	1.323217			

Dependent Variable: LY2
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:14
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-6.00E-09	4.64E-09	-1.291019	0.2289
R-squared	-5.241850	Mean dependent var		-5.787436
Adjusted R-squared	-5.241850	S.D. dependent var		2.411848
S.E. of regression	6.025687	Akaike info criterion		6.524579
Sum squared resid	326.7801	Schwarz criterion		6.554838
Log likelihood	-31.62290	Hannan-Quinn criter.		6.491386
Durbin-Watson stat	0.457111			

Dependent Variable: Y2
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:15
 Sample: 1990 2015
 Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX	-0.004327	0.007493	-0.577545	0.5687
R-squared	0.000580	Mean dependent var		-0.075242
Adjusted R-squared	0.000580	S.D. dependent var		0.679424
S.E. of regression	0.679227	Akaike info criterion		2.101980
Sum squared resid	11.53373	Schwarz criterion		2.150368
Log likelihood	-26.32573	Hannan-Quinn criter.		2.115914
Durbin-Watson stat	2.023685			

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews

الملحق رقم (8): جداول نتائج إختبارات النموذج الثالث لبرنامج (Eviews)

Dependent Variable: Y3
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:17
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.081669	0.034914	-2.339122	0.0280
X	7.97E-11	1.25E-10	0.636811	0.5303
R-squared	0.016616	Mean dependent var		-0.070299
Adjusted R-squared	-0.024358	S.D. dependent var		0.151160
S.E. of regression	0.152990	Akaike info criterion		-0.843084
Sum squared resid	0.561743	Schwarz criterion		-0.746307
Log likelihood	12.96009	Hannan-Quinn criter.		-0.815215
F-statistic	0.405528	Durbin-Watson stat		1.950012
Prob(F-statistic)	0.530276			

Dependent Variable: Y3
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:17
Sample: 1990 2015
Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-7.00E-11	1.17E-10	-0.599496	0.5542
R-squared	-0.207574	Mean dependent var		-0.070299
Adjusted R-squared	-0.207574	S.D. dependent var		0.151160
S.E. of regression	0.166109	Akaike info criterion		-0.714637
Sum squared resid	0.689809	Schwarz criterion		-0.666249
Log likelihood	10.29028	Hannan-Quinn criter.		-0.700703
Durbin-Watson stat	1.744135			

Dependent Variable: LY3
Method: Least Squares
Date: 05/24/16 Time: 23:18
Sample (adjusted): 1990 2012
Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.164788	0.500350	-6.325152	0.0002
X	4.27E-10	1.23E-09	0.347387	0.7373
R-squared	0.014861	Mean dependent var		-3.079289
Adjusted R-squared	-0.108282	S.D. dependent var		1.308558
S.E. of regression	1.377584	Akaike info criterion		3.655397
Sum squared resid	15.18191	Schwarz criterion		3.715914
Log likelihood	-16.27698	Hannan-Quinn criter.		3.589010
F-statistic	0.120677	Durbin-Watson stat		1.451462
Prob(F-statistic)	0.737263			

Dependent Variable: Y3
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:19
 Sample: 1990 2015
 Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.031652	0.347752	0.091017	0.9282
LX	-0.005756	0.019561	-0.294282	0.7711
R-squared	0.003595	Mean dependent var		-0.070299
Adjusted R-squared	-0.037921	S.D. dependent var		0.151160
S.E. of regression	0.154000	Akaike info criterion		-0.829930
Sum squared resid	0.569181	Schwarz criterion		-0.733153
Log likelihood	12.78908	Hannan-Quinn criter.		-0.802061
F-statistic	0.086602	Durbin-Watson stat		1.994439
Prob(F-statistic)	0.771073			

Dependent Variable: LY3
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:19
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.495326	4.057869	-1.600674	0.1481
LX	0.194169	0.229410	0.846386	0.4219
R-squared	0.082187	Mean dependent var		-3.079289
Adjusted R-squared	-0.032540	S.D. dependent var		1.308558
S.E. of regression	1.329678	Akaike info criterion		3.584607
Sum squared resid	14.14435	Schwarz criterion		3.645124
Log likelihood	-15.92304	Hannan-Quinn criter.		3.518220
F-statistic	0.716370	Durbin-Watson stat		1.095989
Prob(F-statistic)	0.421931			

Dependent Variable: LY3
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:20
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX	-0.171064	0.025752	-6.642684	0.0001
R-squared	-0.211761	Mean dependent var		-3.079289
Adjusted R-squared	-0.211761	S.D. dependent var		1.308558
S.E. of regression	1.440461	Akaike info criterion		3.662443
Sum squared resid	18.67436	Schwarz criterion		3.692702
Log likelihood	-17.31222	Hannan-Quinn criter.		3.629250
Durbin-Watson stat	1.901930			

Dependent Variable: LY3
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:21
 Sample (adjusted): 1990 2012
 Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-3.40E-09	2.47E-09	-1.374525	0.2025
R-squared	-4.911767	Mean dependent var		-3.079289
Adjusted R-squared	-4.911767	S.D. dependent var		1.308558
S.E. of regression	3.181645	Akaike info criterion		5.247313
Sum squared resid	91.10580	Schwarz criterion		5.277572
Log likelihood	-25.23657	Hannan-Quinn criter.		5.214120
Durbin-Watson stat	0.621070			

Dependent Variable: Y3
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/16 Time: 23:21
 Sample: 1990 2015
 Included observations: 26

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LX	-0.003983	0.001665	-2.392333	0.0246
R-squared	0.003251	Mean dependent var		-0.070299
Adjusted R-squared	0.003251	S.D. dependent var		0.151160
S.E. of regression	0.150914	Akaike info criterion		-0.906508
Sum squared resid	0.569378	Schwarz criterion		-0.858119
Log likelihood	12.78460	Hannan-Quinn criter.		-0.892573
Durbin-Watson stat	1.994108			

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews

المُلخَص

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر حجم المؤسسة (مقاسا بالقيمة السوقية) المدرجة في السوق المالي على عائد سهمها مع أخذ المخاطر بعين الاعتبار، حيث شملت الدراسة 26 مؤسسة مدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2013-2015، وذلك باستخدام الانحدار الخطي البسيط لبناء نماذج تفسر العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد سهمها.

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر لحجم المؤسسة على عائد سهمها، دون وجود أثر للحجم عند قسمة عائد السهم على المخاطر الكلية والمنتظمة المعبر عنها بالانحراف المعياري ومعامل بيتا على التوالي، كما أشارت الدراسة إلى أن العلاقة بين حجم المؤسسة المدرجة في سوق مسقط للأوراق المالية وعائد سهمها هي علاقة طردية، أي أن عوائد المؤسسات كبيرة الحجم أكبر من عوائد المؤسسات صغيرة الحجم في سوق مسقط للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: حجم المؤسسة، عائد السهم، كفاءة السوق المالي، المخاطر الكلية، خطر السوق.

Résumé

Cette étude vise à déterminer l'influence de la taille de l'entreprise (mesurée par la valeur boursière) cotée sur le marché financier, sur le rendement de l'action en tenant compte des risques globaux et risques systématiques de l'entreprise, l'étude a inclus 26 entreprises cotées sur le marché financier de Mascate au cours de la période (2013-2015), on utilisant le modèle de régression simple pour créer des modèles afin d'expliquer la relation entre la taille de l'entreprise et le rendement de l'action.

Les résultats de l'étude révèlent qu'il y'a un effet de la taille de l'entreprise sur le rendement de l'action, et aucun effet de la taille lors la division du rendement d'action sur les risques globaux et systématiques exprimés par l'écart-type et bêta respectivement, l'étude a également démontré que la relation entre la taille de l'entreprise cotée sur le marché financier de Mascate et le rendement est positive, ce qui signifie que les rendements des grandes entreprises sont plus élevés que les rendements des petites.

Les mots clés: la taille de l'entreprise, le rendement de l'action, L'efficacité du marché financier, le risque global, le risque de marché.