

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، التسيير وعلوم تجارية
الشعبة: علوم تجارية
التخصص: تقنيات المالية في الكمية
من إعداد الطالبة: هنا خروبي
بعنوان:

أثر دورة حياة الشركة على عوائد أسهمها
" حالة بورصة عمان للفترة 2012-2014 "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 21 ماي 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/ بن ساسي عبد الحفيظ....(أستاذ، جامعة ورقلة).....رئيسا.

أ/ شماخي بوبكر.....(أستاذ، جامعة ورقلة).....مشرفا.

د/ حفصي رشيد.....(أستاذ، جامعة ورقلة).....مناقشا.

السنة الجامعية: 2016/2015

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
الميدان: علوم اقتصادية، التسيير وعلوم تجارية
الشعبة: علوم تجارية
التخصص: تقنيات المالية في الكمية

من إعداد الطالبة: هناء خروبي
بعنوان:

أثر دورة حياة الشركة على عوائد أسهمها
"حالة بورصة عمان للفترة 2012-2014"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 21 ماي 2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

- د/ بن ساسي عبد الحفيظ.....(أستاذ، جامعة ورقلة).....رئيسا.
أ/ شماخي بوبكر.....(أستاذ، جامعة ورقلة).....مشرفا.
د/ حفصي رشيد.....(أستاذ، جامعة ورقلة).....مناقشا.

السنة الجامعية: 2015/2016

الشكر

الشكر لله عز وجل الذي وفقني على انجاز هذا العمل وامدني بالقوة،
أتقدم بجزيل الشكر والامتنان الى الاستاذ المشرف سماخي بوبكر الذي
له يبدل علي بتوجيهاته ونصائحه حول الموضوع التي كانت عوناً لي في
اتمام هذا البحث، كما أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما
سوف يقدمونه من توجيهات واثراء هذا العمل.

شكر خاص للأساتذة: إلياس بن ساسي، محمد شيخي، بوزيد عمام،
قريشي محمد الأخضر، بن قانة اسماعيل، سلامي أحمد.

شكر خاص لمن ساعدني في انجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد

هنا

ملخص البحث:

هدفت هذه الدراسة الى البحث فيما اذا كانت هناك اثر لدورة حياة الشركات المدرجة في بورصة عمان على عوائد اسهمها، مع الاخذ بعين الاعتبار في دراستنا الاقتصار على مرحلة النمو من دورة حياة المؤسسة. ولتحقيق اهداف الدراسة تم استخدام الاساليب القياسية باستخدام برنامج Eviews09 وذلك بتقدير نماذج لتفسير العلاقة بين معدل نمو المبيعات وعائد السهم في مرحلة النمو، حيث تظم عينة الدراسة 31 مؤسسة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وفقا لمعطيات سنوية لعوائد الاسهم والمبيعات، و ذلك في القطاعين الخدمي والصناعي لفترة ثلاث سنوات من 2012 الى 2014. وقد توصلت الدراسة الى وجود تأثير لمرحلة النمو من دورة حياة الشركة على عوائد اسهمها، حيث اشارت الى ان العلاقة بين معدل نمو رقم الاعمال و عائد السهم هي علاقة طردية. الكلمات المفتاحية: دورة حياة الشركة، عوائد الاسهم، معدل النمو لرقم الاعمال، الانحدار الخطي البسيط.

Abstract

This study aimed to look into whether there was a trace of the life cycle of listed companies on the returns of shares companies, taking into account in our study limited to the growth phase of the enterprise life cycle.

To achieve the objectives of the study were used standard using 09Eviews program styles and by assessing the models to explain the relationship between sales growth and earnings per share in the growth phase, where Which includes the study sample 31 institutions listed on the Amman Stock Exchange, according to annual data for stock returns and sales, and in the sectors service and industry for a period of three years from 2012 to 2014.

The study found the presence of the impact of the growth stage of the company's life cycle returns on shares, noting that the relationship between the growth rate of business turnover and earnings per share is a direct correlation.

Key words: the company's life cycle, stock returns, the growth rate of business turnover, simple linear regression.

الصفحة	قائمة المحتويات
III	اهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الاشكال.....
IX	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
الفصل الاول : الادبيات النظرية والتطبيقية	
03	المبحث الاول: الادبيات النظرية.....
11	المبحث الثاني : الادبيات التطبيقية.....
الفصل الثاني: الدراسة الميدانية	
20	المبحث الاول: الطريقة و الادوات
28	المبحث الثاني : النتائج و المناقشة
38	الخاتمة
41	الملاحق.....
45	المراجع.....
51	الفهرس.....

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
24	يمثل عينة الدراسة	الجدول رقم (01-02)
29	نتائج اختبار النموذج الاول	الجدول رقم (02-02)
30	نتائج اختبار ستيودنت	الجدول رقم (03-02)
31	نتائج اختبار النموذج بعد ادخال اللوغاريتم	الجدول رقم (04-02)
32	نتائج اختبارستودنت	الجدول رقم (05-02)
33	اختبارات النماذج لتفسير العلاقة بين المتغيرين	الجدول رقم (06-02)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
05	دورة حياة المؤسسة	الشكل رقم (01-01)
22	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	الشكل رقم (01-02)
28	مناطق القبول و الرفض لـ (DW) المحتسبة	الشكل رقم (02-02)
28	سحابة النقاط بين المتغيرين	الشكل رقم (03-02)
30	احصائية DW بعد تقدير النموذج	الشكل رقم (04-02)
33	نتائج الاختبار الذاتي بعد عملية التصحيح	الشكل رقم (05-02)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
45	عينة الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2012- 2014	01
46	عوائد الاسهم و رقم الاعمال للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012- 2014	02
47	نتائج اختبارات النماذج باستخدام برنامج Eviews09	03

مقدمة

أ- توطئة:

تلعب البورصة دورا حيويا وهاما باعتبارها الاداة التي تدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الاقتصادية الشاملة، بحيث تشكل قناة يتم من خلالها تدفق الاموال من وحدات ذات الفائض الاجمالي الى وحدات تعاني من عجز مالي، كما تعتبر مصدر تمويل للمؤسسات ومن جهة أخرى مكان لاقامة الاستثمارات سواء تعلق الامر بالافراد أو المؤسسات أو القطاع الحكومي.

لقد أجريت العديد من الدراسات لمعرفة أثر دورة حياة الشركة على عوائد الاسهم، ولقد اشارت هذه الدراسات أن عوائد الاسهم تتأثر بالمرحلة التي تمر بها المؤسسة من دورة حياتها، باعتبار أن لكل مرحلة خصائص ومميزات تختلف عن بقية المراحل.

حيث نجد المؤسسات الكبيرة التي تنشط في الاسواق أكثر قدرة من غيرها على التحكم في النمو، وهو ما يعكسه الارتفاع في رقم الاعمال.

وبناء على ما سبق يمكننا صياغة الاشكالية الرئيسية كالتالي:

هل تؤثر مرحلة النمو من دورة حياة الشركة على عوائد اسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؟

وتحت هذه الاشكالية الرئيسية نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل النمو في المبيعات وعوائد الاسهم في مرحلة النمو التي تمر بها الشركة؟

2. ما نوع العلاقة بين معدل نمو رقم الاعمال وعوائد الاسهم للمؤسسات المساهمة في بورصة عمان؟

وللإجابة على هذه التساؤلات نطرح الفرضيات التالية:

1. توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل نمو المبيعات وعوائد الاسهم في مرحلة النمو من دورة حياة الشركة؛

2. العلاقة بين معدل نمو رقم الاعمال وعوائد الاسهم للمؤسسات المساهمة في بورصة عمان هي علاقة طردية.

ب- مبررات اختيار الموضوع : تم اختيار هذا الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات نوجزها فيما يلي :

- 1- محاولة التعرف أكثر على الاسواق المالية وكيفية التعامل فيها؛
- 2- يعتبر موضوع عائد السهم والبحث عن محدداته للتنبؤ به ذو أهمية بالغة لكثير من أطراف البورصة؛
- 3- البحث يخدم مجال التخصص.

ت- أهداف البحث :

- 1- قياس قدرة معدل نمو المبيعات على تفسير التغير في عوائد الأسهم، مع الأخذ بعين الاعتبار ارتباط هذين المتغيرين بمرحلة النمو من دورة حياة الشركة.
- 2- الوصول الى نموذج يفسر تأثير نمو المبيعات على عوائد اسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان في مرحلة النمو.

ث- أهمية البحث :

- 1- الأهمية البالغة التي تكتسيها البورصة وضرورة عمل بحوث ودراسات حولها؛
- 2- محاولة تطبيق الاساليب الكمية والاحصائية لقياس العوامل المؤثرة على عوائد الاسهم.

ج: حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة في جانبها النظري على مفاهيم عامة لدورة حياة الشركة، وكذلك تعريفات لعوائد الاسهم وهو المتغير المستقل في الدراسة، اضافة الى الدراسات السابقة. أما في الدراسة الميدانية كانت في بورصة عمان، وهذا باعطاء لمحة تاريخية عنها، اما الحدود الزمانية فكانت فترة الدراسة من سنة 2012 الى 2014.

ح: صعوبات البحث:

1- ندرة الدراسات السابقة والمرتبطة بشكل مباشر بمحور الدراسة، مما ولد عددا من الصعوبات في تعريف المتغيرات؛

2- صعوبة جمع المعطيات وتلخيصها؛

3- نظرا لصعوبة تقسيم الشركات المدرجة في بورصة عمان الى مراحل حسب دورة حياتها، تم اعتبار عينة الدراسة في مرحلة النمو.

خ- منهجية الدراسة:

ستعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري لانه يمكننا من توضيح جوانب الموضوع النظرية، والذي يهتم بتجميع البيانات والمعلومات وتنظيمها بشكل تسلسلي والاحاطة بالمفاهيم المتعلقة بدورة حياة الشركة و عوائد الاسهم.

أما في الجانب التطبيقي تم الاعتماد على أسلوب دراسة حالة لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث، والذي يتضمن اسقاط ميداني على بورصة عمان.

د- هيكل الدراسة:

بهدف انجاز هذا البحث والتوصل الى النتائج المطلوبة قمنا بتقسيم الدراسة الى فصلين، وتمثلت تقسيمات هذه الدراسة الى:

مقدمة: والتي كانت تحتوي على كل من توطئة، الاشكالية الرئيسية، الاسئلة الفرعية، الفرضيات، مبررات اختيار الموضوع، اهداف البحث، اهمية البحث، حدود الدراسة، منهجية البحث، واخيرا هيكل البحث.

الفصل الاول:

كان بعنوان الادبيات النظرية والتطبيقية وتم تقسيمه الى مبحثين، المبحث الاول تناول مفاهيم عامة حول دورة حياة الشركة و مراحلها، ومفاهيم حول عوائد الاسهم وأشكال وطرق قياسها.

أما في المبحث الثاني فكان تحت عنوان الادبيات التطبيقية، تطرقنا فيه الى الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع بحثنا.

الفصل الثاني:

ويمثل الجانب التطبيقي للدراسة، وتم تخصيصه لدراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، في المبحث الاول تم فيه تحديد مجتمع وعينة الدراسة، طريقة جمع وتلخيص المعطيات، اضافة الى البرامج المستخدمة فب معالجة المعطيات، أما في المبحث الثاني فقد خصص لعرض النتائج المتوصل لها ونتائج اختبار الفرضيات، ومناقشتها.

وأخيرا ومن خلال الخاتمة تم استعراض ما توصلنا له من نتائج، وتوصيات وافاق الدراسة.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية و التطبيقية

تمهيد:

تتبع المؤسسة إستراتيجية النمو لضمان بقائها وللاستحواذ على أكبر حصص سوقية ممكنة، وذلك من خلال توسيع وتنويع تشكيلة المنتجات، حيث يمكن القول أن الشركة التي تقوم على منتج واحد فقط تتطابق دورة حياتها مع دورة حياة المنتج، أي أن هذه الشركة تتخذ دورة حياة مشابهة تماما لدورة حياة منتجها من حيث الخصائص وتوزيع المراحل.

وبناء على ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم حول دورة حياة الشركة، وحوصلة حول العائد وأنواع الأسهم وطريقة قياس كل منهما.

ثمّ نتطرق إلى الدراسات السابقة التي كان لها ارتباط مباشر بموضوع دراستنا، ومن خلال عرض أهم النتائج التي تم التوصل لها و تقييم هذه الدراسات ثم مقارنة دراستنا عن الدراسات السابقة، فكان تقسيم الفصل كالتالي:

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول دورة حياة الشركة وعوائد الأسهم.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية.

المبحث الأول: الأدبيات النظريةالمطلب الأول: مفاهيم أساسية لدورة حياة الشركة

الفرع الأول: نظرية دورة حياة المؤسسة

كان المفكر الاقتصادي *Marshall* من الأوائل الذين أشاروا إلى نمو المؤسسة كنظام يُشابه في تطوره الكائن الحي، فقد ذكر في كتابه "مبادئ الاقتصاد" أن نمو المؤسسة يُماثل نمو الشجرة التي تتطور حتى تصل إلى حجمها الطبيعي خاضعة في ذلك إلى قانون الطبيعة و ظروف المكان و الزمان، حيث تُمارس عليها ضغوط تؤدي في الأخير إلى إنهاء دورة حياتها.

من هذا المنطلق جاءت نظرية دورة الحياة لتتجاوز التحليل الساكن الذي ميّز النظرية الاقتصادية التقليدية، وذلك من خلال تحليل حركي يعتمد في مبدئه على نظرية الأنظمة التي تُحاكي المؤسسة الاقتصادية بالكائن الحي في حياته، حيث انطلق من فكرة مفادها أن المؤسسة عبارة عن نظام مفتوح على محيطه الخارجي تربطهما علاقة تبادلية دائمة يُمارس كل منهما الفعل و رد الفعل تجاه الآخر، ومن هنا انبثقت نظرية دورة الحياة ولعبت دوراً هاماً في نمذجة التطور التنظيمي للمؤسسة.¹

ان مفهوم دورة حياة المنشأة هو امتداد لمفهوم دورة حياة المنتج التي تم تطويرها لدى مفكري التسويق والاقتصاد حيث يمكن القول ان المنشأة التي تقوم على منتج واحد فقط سواء بتصنيعه او المتاجرة فيه تتطابق فيها دورة حياة المنشأة مع دورة حياة المنتج، اي ان هذه المنشأة تتخذ دورة حياة مشابهة تماما لدورة حياة منتجها من حيث الخصائص وتوزيع المراحل.²

الفرع الثاني: مراحل دورة حياة الشركة³

تمر المؤسسة منذ نشأتها بعدة مراحل مختلفة، حيث تواجه في كل مرحلة احتياجات مالية خاصة، تفرضها الوضعية المالية، وقيود المحيط المالي والتجاري .

¹ الياس بن ساسي، الابعاد النظرية لنمو المؤسسة وتأثيراتها الهيكلية والتنظيمية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 3.

² عماد محمود غنام، اثر دورة حياة المنشأة على العلاقة بين عوائد الاسهم ومقاييس الاداء المالي، دراسة تطبيقية على بورصة عمان رسالة، ماجستير في المحاسبة، الجامعة الاردنية، 2004، ص 30.

³ الياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب، مذكرة لنيل شهادة الماجستير علوم التسيير 2002-2003، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 11.

1-مرحلة الانطلاق:

تعتبر هذه المرحلة عن ولادة المنتج أو صناعة جديدة¹، نشاط المؤسسة مبتدئ، يعرف نمو معتدل، وغير مستقر للمبيعات والإنتاج، والنتائج في أغلب الأحوال سالبة بسبب تحمل المصاريف الثابتة، وانخفاض حجم الإنتاج، والنتائج المحققة في هذه المرحلة لا تسمح بالاعتماد على الموارد الداخلية، كمصدر تمويل، مما يؤدي إلى اللجوء إلى الموارد الخارجية، لمواجهة الاحتياجات المالية المرتفعة، خصوصا تلك المرتبطة بالاستثمارات الضرورية للاستغلال.

2-مرحلة النمو:

تشهد المؤسسة نمو متسارع في حجم الإنتاج والمبيعات، وتحسن في النتائج و المردودية، بسبب امتصاص التكاليف الثابتة، الناتج عن وفورات الحجم كما تتزايد احتياجات تمويل الاستثمارات، وتنامي قدرة المؤسسة على مواجهة هذه الاحتياجات، بفعل القدرة المالية على التمويل الذاتي، وتبقى المؤسسة منشغلة بتحقيق التوازن المالي، بالتسيير الفعال للاحتياج في رأس مال العامل BFR واللجوء إلى الاستدانة، يُعد خيارا حتميا وأساسيا لمسايرة النمو، و يرجع ذلك لوجود علاقة طردية بين نمو رقم الأعمال و نمو الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

3-مرحلة التشبع:

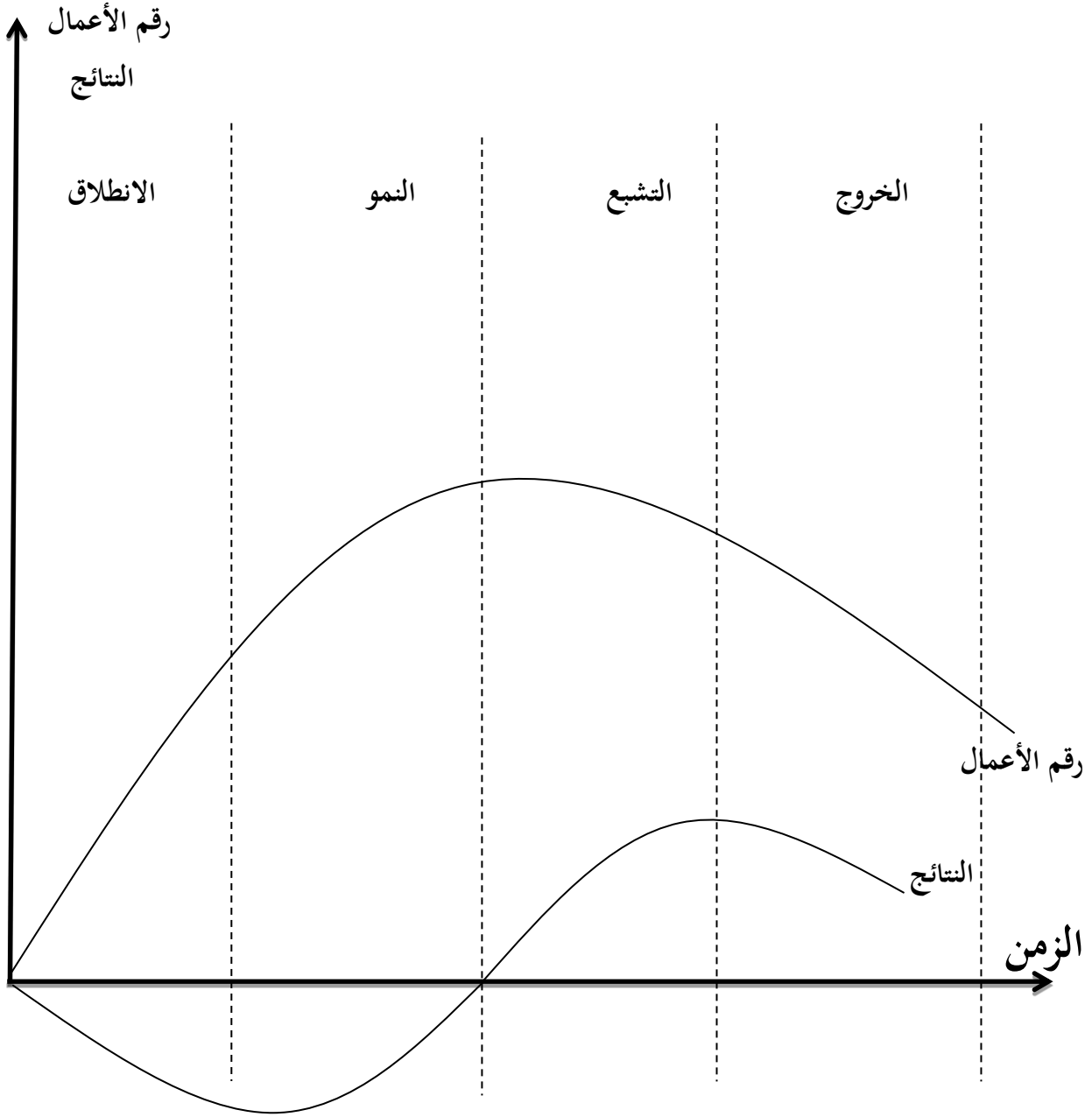
في هذه المرحلة يميل معدل النمو نحو الاستقرار والتباطؤ، وتنخفض الاحتياجات المالية، وتستمر المؤسسة في تحقيق نتائج إيجابية.

وترتكز أهداف المؤسسة، نحو الحفاظ على الوضع القائم، لأطول فترة زمنية ممكنة، بالاستمرار في معدل النمو الحالي . كما أن مستوى الإنتاج والمبيعات، يساهم بشكل كبير في تدنية التكاليف الثابتة، وارتفاع مستوى التمويل الذاتي في مرحلة التشبع يسعى المسؤول المالي إلى توظيف السيولة المرتفعة في استثمارات إضافية، والاستثمار غير المباشر في الأسواق المالي.

4-مرحلة الخروج:

تعتبر مرحلة الخروج، آخر حلقة في حياة المؤسسة أو النشاط، حيث يبدأ مستوى النشاط في الانخفاض وينعكس هذا على المردودية والنتائج، بشكل يدفع المؤسسة إلى التنازل عن بعض الاستثمارات، وبداية التفكير في تصور جديد للنشاط، وتصفية النشاط الحالي.

¹ سارة عبدلي، اساليب قياس اداء حافظلة الاوراق المالية، دراسة حالة وبورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير، 2011-2012 ص 22 .



الشكل رقم (01-01): دورة حياة المؤسسة

الفرع الثالث: موضع النمو من دورة حياة المؤسسة

اذن فالنمو مجرد مرحلة من مراحل تطور المؤسسة و المتمثل في الجزء المتنامي من منحى دورة حياتها و الذي يبدأ من نهاية مرحلة الانطلاق و حتى بداية مرحلة النضج، كما يُبينه الشكل السابق.

الفكرة الأساسية حول النمو التي جاءت بها نظرية دورة الحياة هو أنّ المؤسسة لن تستطيع التطور و النمو دون تفاعل مع تأثيرات محيطها الخارجي وعلى هذا الأساس نستطيع أن نُعرّف النمو على أنه التطور المستمر في قدرات النظام بشكل يُمكنه من الاستجابة و التأقلم مع سلوك مكوناته الخارجية لتحقيق هدفه العام.

و عليه يمكن وضع الأطر النظرية لنمو المؤسسة على ثلاث اتجاهات هي:

1. الاتجاه الأول: يعتبر نمو المؤسسة عبارة عن تغيير تدريجي في الحجم ينتهي بتحقيق الحجم الأمثل عندما يصل منحى التكلفة المتوسطة لدالة الإنتاج إلى مستواه الأدنى بهدف تعظيم الربح؛
2. الاتجاه الثاني: يعتبره أحد مراحل تطور المؤسسة و المتمثل في مرحلة النمو من دورة حياتها؛
3. الاتجاه الثالث: هو شكل من أشكال التطور الداخلي للمؤسسة، الناتج عن استخدام مواردها الداخلية بشكل مرن و غير محدود في تنمية حجمها.

المطلب الثاني: مفاهيم حول عوائد الأسهم

إن الأسهم تشكل رأسمال المكتسب (المضاف) من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية و يحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن رأسمال المعلن، ورأسمال الفعلي والرأسمال المساهم فيه هي عبارة عن مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي اقتناها المستثمرين¹.

الفرع الأول: مفهوم الأسهم

هناك مجموعة من التعاريف للأسهم تصب في معنى واحد ونذكر منها :

- 1- يعرف السهم على أنه جزء من رأس المال الشركة (المساهمة)، وهو يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه في الربح. وعادة يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهما ويكتتب فيه. (أي يشتري من قبل الناس) دون توفر الثقة الشخصية بينهم².

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ص: 92.

² طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 19.

2- كما يعرف السهم على أنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأسمال الشركة حيث تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار¹.

3- الصك أو الوثيقة الذي يعطى للمساهم اثباتاً لحقه، لان السهم يعطى للمساهم حقوقاً تجاه الشركة كما يرتب عليه التزامات نحوها.²

4- تمثل الأسهم ملكية في شركة ما حيث يتكون رأس مال الشركات المساهمة وحصص التوصية في شركات التوصية بالأسهم من عدد من الحصص المتساوية، يسمى كل منها سهماً، ويتم الإشارة إليها أحياناً بمصطلح حصة في شركة.³

الفرع الثاني: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة :

1- الأسهم العادية :

تعتبر الأسهم العادية نوع من أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة و يعتبر حملة الأسهم العادية أصحاب رأس المال و ملاك الشركة بصفة أساسية ، وعند تصفية الشركة فإنه يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في أصول الشركة ، وذلك بعد أن يتم الوفاء بكافة حقوق و التزامات الغير قبل الشركة ، كما أن الأسهم العادي ليس لها فترة استحقاق، وتستمر مع حاملها لفترة حياة الشركة المساهمة⁴.

كما يعرف على انه عبارة عن صك ملكية في راس مال شركة مساهمة، ويأتي في مقدمة الاوراق المالية التي تتداول في اسواق راس المال.⁵

كما يحق لحملة هذه الأسهم الحصول على توزيعات نقدية و ذلك في صورة كوبونات أرباح من الشركة ، كما يحق لهم أيضاً تداول السهم (البيع و الشراء) و ذلك من خلال بورصة الأوراق المالية، و في هذه الحالة فإنه حامل السهم قد يحصل على عائد استثماري أو أرباح رأسمالية في حالة زيادة القيمة السوقية عن القيمة الدفترية أو

¹ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، ص: 77.

² محمد صبري هارون، احكام الاسواق المالية الاسهم والسندات، الطبعة الثانية، دار الفانس للنشر والتوزيع، الاردن 2009، ص: 29.

³ عصام حسين، اسواق الاوراق المالية- البورصة، ط1، دار اسامة للنشر، عمان، 2008، ص: 28.

⁴ الداوي خيرة، تقييم كفاءة واداء الاسواق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، 2011/2012، ص: 30.

⁵ ضياء مجيد، البورصات- اسواق راس المال وادواتها الاسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2003، ص: 38.

قيمة الإصدار الأولي عن سعر الشراء ، إذا تم الشراء مباشرة من سوق الأوراق المالية ، كما تقوم بعض الشركات بتوزيع جزء من الأرباح في صورة أسهم مجانية¹.

2-الاسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة هي شكل من أشكال الملكية من ناحية قانونية وضريبية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية، فهي تمثل هجينا من الأسهم العادية والسندات ويمكن إدراجها ضمن أوراق الملكية.

تعرف الأسهم الممتازة على أنها تلك الاسهم التي تمنح لمالكها حقوقا اضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل ان يحصل مالكها على اسبقية عن حملة الاسهم العادية في الحصول على نسبة من ارباح الشركة، كما ان مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الاسهم العادية، وبعد حملة السندات.²

حيث نجد أن هذه الأسهم تحقق مجموعة من المزايا في أولها عدم إلزام الشركة قانونيا بإجراء توزيعات وذلك في كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا، كما أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت ، علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد.

حيث تنص معظم المنشآت المصدرة للاسهم الممتازة على شرط الاستدعاء ذلك عند توفر السيولة لدى المنشأة المصدرة، لهذا فان استعمال تلك الاسهم الممتازة بدلا من بقائها مجمدة يمكن ان يساهم في ارتفاع معدلات الارباح لدى الشركة.³

إلى جانب هذه المزايا إلا انه يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها وذلك مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض حيث أن توزيعات هذه الأسهم تكون على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة، أي عدم استفادة الشركة من الوفرة الضريبية ، كذلك مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع وذلك تعويضا على المخاطر المالية التي يمكن أن يتعرض لها المسامین مقارنة بحملة السندات.⁴

¹ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - التحليل الأساسي ، ط 1 ، دار السحاب للنشر و التوزيع ، القاهرة، 2008 ، ص:26-27.

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 100.

³ عطوان مروان، الاسواق النقدية والمالية-البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعي،الجزائر،2003، ص:88.

⁴ منير ابراهيم هندي، ادارة المنشأة المالية، بدون طبعة ،منشأة المعارف ،الاسكندرية 1994، ص 27 .

الفرع الثالث: عوائد الاسهم

هناك عدة مفاهيم لعائد السهم أو العائد على الاستثمار من بينها ما يلي:

- 1- العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة¹.
- 2- العائد على الأسهم هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار فيحين يعد العائد المحقق فعلا هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الاستثمار وبالتالي فإن الاختلاف بين المتوقع والمحقق يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها ويقل بارتفاع و انخفاض مستوى الاختلاف بين المتحقق و المتوقع.
- 3- ويقصد به تلك المكافأة التي ينتظرها المستثمر أو الشركة مقابل التخلي عن منفعة حاضرة على أمل الحصول على منفعة أكبر في المستقبل، من خلال حصة الأرباح الناتجة عن استثمار الأسهم العادية مع الاستعداد لتحمل المخاطر.
- 4- هو عبارة عن مجموعة من 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 الثروة².
- 5- العائد هو التعويض النقدي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من الأشكال الاستثمار المتاحة، ويعتبر العائد الهدف الأسمى لأي مستثمر، سواء كان فرد، شركة أو صندوقا استثماريا وإذا كان العائد معروفا مسبقا بالنسبة لبعض الأنواع من الاستثمار مثل السندات، فهو غير معروف مسبقا بالنسبة للبعض الأخر مثل الأسهم³.

¹ فريدة السايح، محاولة قياس اثر الرفع المالي على عوائد الاسهم-دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير اكايمي، ص 7.

² علي فكرون، اثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم مذكرة لنيل شهادة الماجستير اكايمي، 2012-2013، ورقة، ص 5.

³ سارة عبدلي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الفرع الرابع: أشكال عائد السهم و طرق حسابها¹

1-عائد السهم العادي من الأرباح المحققة EPS:

وهو مقياس عام للكفاءة يعبر عن مقدار ما سيناله حامل السهم العادي من أرباح بعد اقتطاع نصيب الأسهم الممتازة من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب. وتسعى الإدارة دوماً الى استعماله كمؤشر ومعيار تقيس عليه الكثير من القرارات وخاصة فيما يتعلق بتمويل التوسع في المستقبل ، وتبذل الشركات جهودها لزيادته حيث أنه من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء الأسهم .

ويتم قياس هذه النسبة كما يلي:

$$EPS = \frac{\text{صافي ربح متاح لحملة أسهم عادية}}{\text{عدد حاملين الأسهم العادية}}$$

2- عائد السهم من الأرباح الموزعة DPS:

يفسر هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم من أرباح موزعة ويحسب بموجب الصيغة التالية :

$$DPS = \frac{\text{الأرباح المعددة للتوزيع}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

1-العائد الجاري للسهم YPS:

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة بين الاستمرار في الاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى أداة استثمارية أخرى .

ويحسب بالعلاقة التالية :

$$YPS = \frac{\text{عائد السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

¹ علي فكرون، مرجع سبق ذكره، ص5.

4-العائد لفترة الاقتناء HPR :

ويقصد به القيمة الإجمالية لدخل السهم من جميع المصادر ونصيب السهم من الربح المحقق مضاف إليه المكاسب الرأسمالية المحققة من تقلب سعره السوقي. ويحسب بالطريقة التالية:

$$HPR = \frac{\text{القيمة الاجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

5- عائد فترة الاحتفاظ :

ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسهم ويحسب بالعلاقة التالية :

$$R_t = D + (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$$

حيث :

D: التدفقات الجارية (العائد الجاري)

P_t: سعر السهم في الفترة t

P_{t-1}: سعر السهم في الفترة t-1.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

بعد التطرق إلى الإطار النظري لموضوع الدراسة بشكل موجز، سنحاول ما في يلي عرض أهم الدراسات والأبحاث عربية كانت أم أجنبية والتي لها علاقة مباشرة بموضوع الدراسة.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

اولا: عماد محمود غنام، اثر دورة حياة المنشأة على العلاقة بين عوائد الاسهم ومقاييس الاداء المالي، دراسة تطبيقية على بورصة عمان رسالة ماجستير في المحاسبة، الجامعة الاردنية، 2004، ص: 82-83.

برزت الفكرة الرئيسية لهذه الدراسة ان كثيرا من الدراسات السابقة قد اثبتت وجود علاقة موجبة بين العوائد السوقية لاسهم المنشأة ورقم الربح المعلن لهذه الشركة.

وعليه فقد اثبتت هذه الدراسة النموذج الذي اقترحه anthony and ramesh 1992 مع تطويره بالسماح لمعاملات النموذج بالتذبذب عبر المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، بالإضافة لتضمين متغير الارباح في هذا النموذج.

وقد تم تقسيم منشآت عينة الدراسة الى مجموعات وفقا للمرحلة التي تمر بها كل مجموعة من دورة حياتها واعتمادا على اربع مؤشرات اثبتت الدراسات السابقة المشار ايها سابقا صلاحية استخدامها لتحديد المرحلة التي تمر بها المنشأة من دورة حياتها وبناءا على ذلك تم تصنيف المنشآت الى ثلاث مراحل هي النمو، النضج، الضمور وقد تبين للباحث ان التوزيع البياني لملاحظات عينة الدراسة يقترب وبشكل ملحوظ من التوزيع البياني الافتراضي او النظري والمبني على اساس علاقة مؤشرات دورة حياة المنشأة بمراحل هذه الدورة.

ومن ثم تم تنفيذ نموذج الدراسة الرئيسي والذي اشارت نتائجه الى ان الارباح المحاسبية قادرة على تفسير التغيرات في اسعار الاسهم بدرجة اكبر في مرحلة النضج للمنشأة بالمقارنة مع المراحل الاخرى من دورة حياة الشركة، اما فيما يتعلق بالإنفاق الرأسمالي ونمو المبيعات فان نتائج الدراسة لم تدعم وجود مضمون معلوماتي لها علاوة على ذلك الخاص برقم الربح في اي مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة.

حيث ان هدف الدراسة هو دراسة اثر مقاييس الاداء المحاسبية على عوائد الاسهم في ظل المرحلة التي تمر بها المنشأة من دورة حياتها .

حيث طبق الباحث نموذج الانحدار المتعدد وكان المتغير التابع هو العائد التراكمي والمتغيرات المستقلة هي الربح غير المتوقع، الانفاق الرأسمالي غير المتوقع، ونمو المبيعات.

ثانيا: دراسة الدبعي، مأمون، (2002)، أثر السماح لمعاملات نموذج علاقة العوائد بالأرباح بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات، دراسات الجامعة الاردنية، 134-145.

تهدف الى اختبار اختبار اثر السماح لمعاملات نموذج علاقة العوائد السوقية للاسهم بالأرباح المحاسبية، بالتذبذب عبر الزمن وما بين الشركات على قوة هذه العلاقة ، وقد اجريت الدراسة على بورصة عمان للفترة 1988- 1998 باستخدام ثمانية نماذج انحدار ومتغيرات مصطنعة، وكان فيها المتغير التابع هو العائد السوقي، وقد اشارت نتائج الدراسة الى وجود تذبذب كبير في معاملات النموذج عبر الزمن وما بين الشركات.

ثالثاً: دراسة الخلايلة، (العلاقة بين الارباح وعوائد الاسهم في الاجل الطويل)، مجلة دراسات الجامعة الاردنية، المجلد 26، العدد22، 1999، ص 358-365.

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للاسهم والارباح المحاسبية على المدى الطويل، حيث افترضت وجود علاقة موجبة بين عوائد الاسهم والارباح، كلما كانت فترة العائد أطول، كلما كانت فترة العائد اطول، كلما كانت هذه العلاقة أقوى.

شملت الدراسة 41 شركة مساهمة اردنية موزعة على قطاعين هما الصناعة و الخدمات، وغطت الدراسة الفترة الممتدة ما بين 1985-1994. أشارت نتائج الاولية لتحليل الارتباط والانحدار الى وجود علاقة ضعيفة، وليست ذات دلالة احصائية بين عوائد الاسهم السوقية والارباح المحاسبية، وبعد تحديد أثر بعض الاحداث المشوشة، لوحظ أن هناك تحسن ملحوظ في قيم معامل الارتباط والقوة التفسيرية لنموذج الانحدار عند اطالة فترة العائد.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية

Ball, R. and P. Brown , " an Empirical Evaluation of Accounting Income Number" , Journal o of Accounting Research ; Autumn ,1968,P159-178.

موضوع هذه الدراسة هو علاقة ارباح الشركة بعوائد الاسهم، وتهدف الى اختبار المضمون المعلوماتي لرقم الربح في التأثير على الاسعار السوقية للاسهم، فقد افترضت الدراسة ان رقم الربح المحاسبي للمنشأة هو محور اهتمام المستثمرين، وان رقم الربح المعلن سيؤثر سلبا او ايجابا على القرار الاستثماري، وهذا التغير في القرار الاستثماري سينعكس بالضرورة على اسعار الاسهم .

حيث اجريت الدراسة على 261 شركة مدرجة في سوق نيويورك خلال الفترة 1957-1965، التي توصلت الى وجود علاقة ارتباط موجبة بين العوائد السوقية والارباح المحاسبية.

ثانياً:

Anthony, J. & K. Ramesh , (1992), Association between Accounting..performance Measures and stock prices ,a Test of Life Cycle Hypothesis, journal of Accounting&Economics, Vol,15 p203-227

جاءت مكملة للجهود المبذولة لتطوير نموذج علاقة العوائد بالأرباح، من خلال الاخذ بعين الاعتبار البعد الاقتصادي للعلاقة بين الاسعار السوقية للاسهم ومقاييس الاداء المالي، حيث هدفت الدراسة الى التعرف على اثر دورة حياة المنشأة على استجابة سوق الاسهم لمقاييس الاداء المحاسبي.

وقد قام الباحثان بدراسة ما اذا كانت استجابة سوق الاسهم لكل من نسبة المبيعات والانفاق الرأسمالي تتأثر بمراحل دورة حياة المنشأة، وقد اعتبر الباحثان كلا من توزيعات الارباح، والانفاق الرأسمالي ونمو المبيعات، وعمر المنشأة مؤشرات لتحديد مرحلة دورة حياة المنشأة، وبناءا على ذلك تم تقسيم عينة الدراسة الى مجموعات حسب مراحل دورة حياة المنشأة، حيث المتغير التابع هو العائد السوقي للسهم، أما المتغيرات المستقلة فكانت التغير في حصة السهم من الارباح، والتدفقات الرأسمالية، والنمو في المبيعات، ومتغيرات وهمية للمراحل المتعددة لحياة المنشأة.

وقد وجد الباحثان أنه في المراحل الأولية من حياة المنشأة يكون نمو المبيعات عاليا بينما في مرحلة النمو ينصب التركيز على زيادة الانفاق الرأسمالي، مع تدني مستوى توزيعات الارباح، كما وجد ان استجابة سوق الاسهم لمقاييس الاداء تتأثر بمرحلة دورة حياة المنشأة.

ثالثا:

Black,Ervin L ;(1998).Life cycle impact on the incremental value-relevance of earnings and cash flows measures,vol.4,issue 1,p 40.

هدفت هذه الدراسة الى دراسة المضمون المعلوماتي لكل من الارباح و التدفقات النقدية في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المنشأة وكيف يتغير هذا المضمون بانتقال المنشأة من مرحلة لأخرى .

وقد اعتبر الباحث وبشكل مشابه لما قام به 1992 anthony and ramech كلا من توزيعات الارباح والانفاق الرأسمالي ونمو المبيعات، وعمر المنشأة مؤشرات لتحديد مرحلة دورة حياة الشركة، وقد وجد ان دورة حياة المنشأة تؤثر على المضمون المعلوماتي لكل من الارباح، و مقاييس التدفقات النقدية الثلاثة (التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية).

رابعا:

Anthony,J. & R. Clement ;(1998) ,Life Cycle explanatjon of market index risk,workingpaper.

هدفت هذه الدراسة الى تحديد العوامل الاقتصادية التي تلعب دورا كبيرا في التأثير على مؤشر السوق ، حيث يرى الباحثان ان علاقة ربحية المنشأة بالعوائد الخاصة باسهم المنشأة تتأثر بالظروف الاقتصادية المرتبطة بالمنشأة، مثل مستوى الانتاجية، فرص النمو و المخاطرة.

تمكن الباحثان من الوصول الى ان الفروقات في مراحل دورة حياة الشركة في منشآت عينة الدراسة قد استطاعت تفسير ما يصل الى 14% من التغيرات في معاملات مؤشر السوق، وقد أثبت الباحثان ان المتغيرات المستخدمة لوصف دورة حياة الشركة تمتلك قوة تفسيرية تجاه التغيرات في العوائد السوقية تماما كتلك القوة التفسيرية التي تمتلكها متغيرات فرص النمو و الاصول الموظفة.

حيث تم تقسيم المنشآت الى مجموعات حسب دورة حياتها بناء على متغيرات عمر المنشأة، نمو المبيعات وتوزيعات الارباح، وقد وجدنا ان النموذج الذي يأخذ في عين الاعتبار المرحلة التي تمر بها المنشأة من دورة حياتها يمتلك قوة تفسيرية اعلى للتغيرات في معدلات المخاطرة السوقية، بالمقارنة مع النماذج ذات المتغيرات الاقتصادية فقط.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة

من خلال العرض والتعقيب على الدراسات السابقة، نلاحظ انه يوجد اختلاف واضح بين معالجة كل دراسة ونتائجها ، ولكن يمكن القول ان معظم الدراسات السابقة تناولت الموضوع من عدة زوايا.

حيث حاولنا الربط بين مختلف اهداف الدراسات السابقة مع دراستنا في اوجه الاختلاف والشبه، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

● من حيث الهدف:

لقد اشتركت معظم الدراسات في الهدف التي تسعى اليه وهو تأثير المؤشرات المختلفة لدورة حياة الشركة على عوائد اسهمها.

● العينة:

الدراسات باللغة العربية كانت في سوق عمان المالي اما دراسة Ball and brown 1968 فكانت في سوق نيويورك.

● طريقة المعالجة:

نجد ان الدراسات السابقة مشابهة في طريقة المعالجة، حيث استخدمت اساليب وطرق قياسية وذلك باستخدام الانحدار المتعدد والبسيط لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

خلاصة:

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الادبيات النظرية، فتطرقنا لمفاهيم حول حياة الشركة ومراحلها وتعريفات حول الاسهم وانواعها، حيث تم التركيز على الاسهم الممتازة والاسهم العادية، وتطرقنا الى مفهوم كل واحد على حدى، كما عرفنا عوائد الاسهم.

اما في المبحث الثاني فكان بعنوان الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلاله استعراض لاهم جوانب هذه الدراسة، والمتمثلة في الهدف من الدراسة، العينة المستخدمة وطريقة المعالجة، وكذا اهم النتائج المتوصل اليها، ثم ابراز اوجه الشبه ووجه الاختلاف بين هذه الدراسات المختلفة فيما بينها مع دراستنا.

الفصل الثاني:

الدراسة الميدانية

تمهيد:

بعد التطرق الى الجانب النظري من خلال القاء نظرة على دورة حياة الشركة، ومفاهيم حول عوائد الاسهم، والعديد من الدراسات السابقة المتعلقة بشكل مباشر بالموضوع قيد الدراسة ، سنحاول في هذا الفصل دراسة تأثير معدل نمو المبيعات وذلك في مرحلة النمو من دورة حياة الشركة على عوائد اسهم بعض المؤسسات الاقتصادية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، من اجل الوصول الى الهدف سوف نقوم باختبار العلاقة الموجودة بين معدل نمو المبيعات وعوائد الاسهم.

ولالإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا ان نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع الدراسة وعينة الدراسة ، وطريقة جمع وتلخيص المعطيات، والتعريف بمتغيرات الدراسة، والادوات الاحصائية والقياسية، والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة .

كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة، لذلك تم تقسيم هذا الفصل الى المبحثين التاليين:

المبحث الاول: الطريقة والادوات.

المبحث الثاني: تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

المبحث الاول: الطريقة والادوات

قبل الشروع في دراسة اثر مرحلة النمو من دورة حياة الشركة على عوائد اسهمها، نوضح بعض جوانب الدراسة والمتمثلة في مجتمع الدراسة، العينة، تحديد المتغير المستقل والمتغير التابع، وكذلك الادوات الاحصائية والقياسية المستعملة في الدراسة، كل هذا سيتم التطرق له في المطالب التالية.

المطلب الاول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

يحتوي هذا المطلب على ثلاث فروع الاول يتناول مجتمع وعينة الدراسة اما الفرع الثاني فتطرقنا فيه لطريقة جمع و تلخيص المعطيات، بينما الفرع الثالث تم فيه تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

الفرع الاول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

تعتبر بورصة عمان سوق مالي متقدم ومتميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الاقليمي، ومرتقيا الى احداث المعايير تشريعيا في مجال الاسواق المالية، مما يوفر بيئة جذابة للاستثمار. وسيتم اعطاء الاطار التنظيمي للبورصة في المطلب الاول، والواقع العملي للبورصة في المطلب الثاني، اما في المطلب الثالث سيتم عرض مؤشرات بورصة عمان.

1- نظرة عامة حول بورصة عمان**1-1- نشأة بورصة عمان:¹**

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف الى الربح، وتدار من قبل القطاع الخاص ومصروح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الاوراق المالية في المملكة الاردنية الهاشمية، وتقوم بورصة عمان بتوفير انظمة الكترونية ووسائل ربط و قاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة ومراقبة عمليات التداول في السوق و التنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام اعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات.

¹ تاريخ التصفح [http://www.ase.com.jo/ar/\(2016/04/15\)](http://www.ase.com.jo/ar/(2016/04/15))

1-2-اهداف البورصة:

تهدف بورصة عمان الى خلق بيئة استثمارية جذابة وامنة ، وتطوير عمليات و اساليب تداول الاوراق المالية في البورصة، والى تطبيق احدث المعايير العالمية، وكذا نشر معلومات التداول الى اكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين، وزيادة وعي فئات المتعاملين بالأوراق المالية، وتوفير الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.

1-3:مجلس ادارة البورصة وعضويتها:

تدار بورصة عمان من قبل مجلس ادارة مكون من سبعة اعضاء ومدير تنفيذي يتولى ادارة و متابعة الاعمال اليومية للبورصة. وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم واي جهات اخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الاوراق المالية، و الذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.¹

1-4-انواع الاوراق المالية:

يتم التداول في بورصة عمان باسهم المؤسسات العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالاضافة لأدوات الخزينة، وكذلك سندات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة ومؤسسات المساهمة العامة، وتشمل الاوراق المالية في بورصة عمان بصورة خاصة ما يلي:

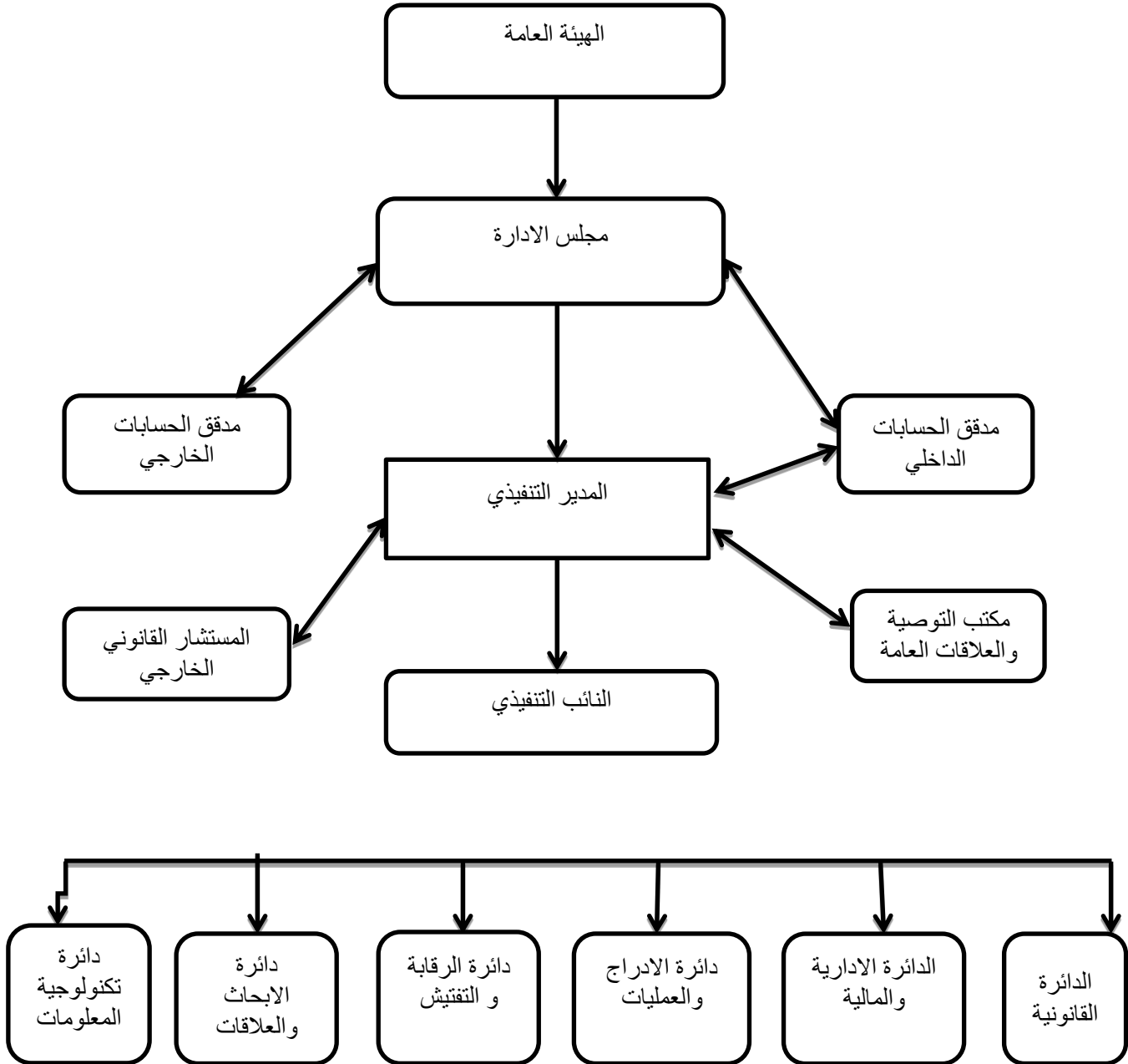
- ✓ اسهم المؤسسات القابلة للتحويل و التداول؛
- ✓ اسناد القرض الصادر عن المؤسسات ؛
- ✓ الاوراق الصادرة عن الحكومة او المؤسسات الرسمية العامة؛
- ✓ ايصالات ايداع الاوراق المالية الصادرة عن مؤسسات الخدمات المالية.

¹ اشرف فؤاد التميمي واسامة سلام، الاستثمار الاوراق المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان الاردن، ط1، 2004، ص158.

1-5- الهيكل التنظيمي لبورصة عمان:

يوضح الشكل (01-02) الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

الشكل رقم (01-02) الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: www.exchange.jo، تاريخ الاطلاع (2016/04/15)

2- الواقع العملي لبورصة عمان:

يهدف هذا العنصر الى دراسة الواقع العملي للبورصة من حيث هيكل البورصة ، وتحديد انواع الاسواق فيها وكذا كيفية التداول في بورصة عمان.

2-1- هيكل بورصة عمان:

تنقسم بورصة عمان الى قسمين، السوق الاولي او سوق الاصدار الاول، وهو السوق الذي يتم فيه تصريف الاصدارات الجديدة الواردة للبورصة، والسوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء وفقا لأحكام وقوانين وأنظمة وتعليمات منصوص عليها في النظام الداخلي.

2-1-1: اقسام السوق الثانوية:

أ-السوق الاول: هو ذلك الجزء الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية ، تحكمها شروط ادراج خاصة وفقا لتعليمات ادراج الاوراق المالية في بورصة عمان.

ب-السوق الثاني: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية، تحكمها شروط ادراج خاصة وفقا لتعليمات ادراج الاوراق المالية في بورصة عمان.

ج-سوق السندات: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية واسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.

3- كيفية التداول في بورصة عمان:

يمكن القيام بشراء وبيع الاوراق المالية المتداولة في بورصة عمان من خلال شركات الخدمات المالية المرخصة والعاملة في البورصة، حيث يمكنك الحصول على قائمة بأسماء هذه المؤسسات من خلال زيارة موقع البورصة على الانترنت ويتم التعامل في البورصة من خلال ابرام اتفاقية بين العميل والوسيط.

4- المؤشر العام لبورصة عمان:

سيتم هنا اعطاء لمحة عن مؤشر بورصة عمان.

4-1- مفهوم الرقم القياسي: يسمى المؤشر العام لبورصة عمان بالرقم القياسي ، وتعتبر الارقام القياسية من اهم المؤشرات في الاسواق المالية التي تدل على مستويات اسعار الاسهم وتحديد الاتجاه العام للاسعار، وتستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على اسعار الاسهم خلال فترة معينة مقارنة مع فترة اخرى.

4-2-2- اشكال الرقم القياسي: يوجد لدى بورصة عمان شكلين من الارقام القياسية ، رقم قياسي غير مرجح ، ويوجد رقم قياسي مرجح ، والذي بدوره ينقسم الى مرجح بالقيمة السوقية والاخر مرجح بالأسهم الحرة.

4-2-1: الرقم القياسي غير المرجح: وبدا حسابه منذ 1980 ، وتم اختيار عينة مكونة من 38 مؤسسة من كافة القطاعات ، وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد سعر افتتاح التداول من جانفي 1980 كفترة اساس بحيث (رقم قياسي =100 نقطة) وبعدها تغير الى 1000 نقطة بداية من 2004.

4-2-2- الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية: يقوم هذا الرقم على عينة من 50 مؤسسة ممثلة للسوق، الى 70 مؤسسة في عام 2001 ، الى 100 مؤسسة في عام 2007، ويتم اختيار العينة بناء على هاته المعايير: القيمة السوقية للمؤسسة وعدد ايام التداول، ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الاسهم المتداولة، كما يتم اخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة.

4-2-3-: الرقم القياسي العام المرجح بالأسهم الحرة: من مميزات هذا الرقم هو اعطاء تمثيل افضل لتحركات اسعار الاسهم في السوق، بحيث لا يتحيز بشكل كبير للمؤسسات ذات القيمة السوقية العالية، وبذلك يوفر التنوع في مكونات العينة للرقم القياسي من خلال اعطاء فرصة كبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة

سيتم من خلال هذا الجزء اعطاء وصف لعينة الدراسة و الشروط الواجب توفرها في المؤسسة لتشكيل العينة التي سيتم اختبارها.

❖ عينة الدراسة وحدود الدراسة:

تشمل عينة الدراسة 31 مؤسسة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، موزعة على قطاعين خدمي وصناعي كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (01-02): عينة الدراسة

المجموع	الخدمات	الصناعة	القطاع
31	12	19	عدد المؤسسات
100%	38.70%	61.29%	نسبة المؤسسات من العينة

المصدر: اعداد الطالبة

حيث تم اختيار العينة بناء على عدة اعتبارات منها:

- ✓ ان تكون الشركات مدرجة السوق الثاني؛
- ✓ لم تقم بعملية اندماج او اتحاد خلال الفترة؛
- ✓ لم تقم بتوقيف تداول اسهمها خلال الفترة.

اما حدود الدراسة فتمثلت في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2012 الى غاية 2014.

اما الحدود المكانية فتمثلت في سوق عمان المالي.

الفرع الثالث: طريقة جمع وتلخيص المعطيات مع تحديد المتغيرات

1- طريقة جمع المعطيات:

بهدف تنفيذ اهداف الدراسة، واختبار فرضياتها تم جمع المعطيات اللازمة لها عن طريق ما يلي:

تتمثل المعطيات اللازمة للدراسة في رقم الاعمال ، وعائد السهم الواحد لكل شركة من الشركات المدرجة لسوق عمان المالي قيد الدراسة.

وكانت المعطيات المجمعة سنوية، تم الحصول عليها من المواقع التالية:

<http://www.ase.com.jo/ar/> & www.Amman stock exchange

- تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

تتمثل متغيرات الدراسة في متغير تابع ، و متغير مستقل وهما كالتالي:

أ- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في عوائد الاسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان.

ب- المتغيرات المستقلة:

على ضوء تحليل الدراسة وهدفها تم الاعتماد على متغير مستقل يؤثر على عوائد الاسهم، والمتمثلة في معدل نمو المبيعات. وذلك للفترة الممتدة ما بين (2012-2014).

ويقصد بنسبة النمو في المبيعات هي الزيادة او النقصان في مبيعات العام الحالي مقارنة مع مبيعات العام السابق وعليه فان :

$$CA = [(C_{an} - C_{an-1}) / C_{an-1}] * 100\%$$

CA: معدل نمو المبيعات

C_{an} : مبيعات السنة الحالية

C_{an-1} : مبيعات السنة السابقة

المطلب الثاني: الادوات المستخدمة في الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج الانحدار البسيط، حيث يستخدم الارتباط لدراسة العلاقة بين المتغير المستقل التابع .

الفرع الاول : طريقة المربعات الصغرى العادية OLS:

عبارة عن تحديد رياضي للانحدار الخطي، والتي تعطي الخط الذي يعطي أحسن تمثيل للانحدار، والقاعدة الأساسية لهذه الطريقة هي تدنئة الأخطاء حول هذا الخطاً إلى أدنى حد ممكن عن طريق تدنئة مجموع مربعات انحرافات القيم الفعلية عن القيم المشاهدة.

سنقتصر على دراسة الانحدار البسيط، ذلك أن دراستنا تحتوي على متغير مستقل واحد فقط.

-**طبيعة النموذج:** يفترض النموذج وجود علاقة خطية بين متغير تابع Y_i ومتغير مستقل X_i و X_i و Y_i عشوائيين

$$y_i = b_1 \cdot x_1 + \mu_i$$

ويمكن تمثيل هذه المعادلات بالشكل المصفوفي وباختصار على النحو التالي:

$$Y_{(n,1)} = X_{(n,k+1)} * b_{(k+1,1)} + \mu_{(n,1)}$$

Y : شعاع عمودي أبعاده $(n, 1)$ يحتوي على n مشاهدات المتغير العشوائي التابع y .

X : مصفوفة أبعاده $(n, k+1)$ تحتوي على مشاهدات المتغيرات المستقلة يحتوي عمودها الأول على قيم الواحد الصحيح ليمثل الحد الثابت.

B : شعاع عمودي أبعاده $(k+1, 1)$ يحتوي على المعامل المطلوب تقديرها.

μ_i : شعاع عمودي أبعاده $(n, 1)$ يحتوي على الأخطاء العشوائية.¹

¹ - عمار درويش، تقدير دالة الطلب على النقود في الجزائر للفترة 1970 - 2009 دراسة قياسية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة قسدي مرياح 2014 - 2015، ص 23.

الفرع الثاني: أدوات اختبار النموذج

1) المعنوية الإحصائية لمعالم النموذج: إحصائية ستودنت

تجدر الإشارة أن دراستنا مبنية على نموذج انحدار بسيط كما أن عدد المشاهدات 93 مشاهدة، أي أن $30 < N$ وبالتالي القيم الجدولة التي سنقارنها مع القيم المحتسبة هي القيم Z والتي تتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5 بالمائة.

$H_0=0$ الفرضية العدمية (المعلمة غير مقبولة إحصائياً)

$H_1=0$ الفرضية البديلة (المعلمة لها دلالة إحصائية مقبولة). حيث: $(i=1,2,3,\dots,n)$

ويكون الحكم: $T - cal > T - tab$ نرفض H_0 ونقبل H_1 أي المعلمة ذي معنوية إحصائية مقبولة.

2) المعنوية الكلية للنموذج:

$H_0 : B_1=B_2=\dots=B_k=0$ الفرضية العدمية (النموذج غير مقبول إحصائياً)

$H_1 : B_1 \neq B_2 \neq \dots \neq B_k \neq 0$ الفرضية البديلة (النموذج جيد ومقبول إحصائياً)

$$F - \text{stat} = \frac{R^2/k}{(1-R^2)/(n-k-1)} \sim F_{\alpha(k,n-k-1)}$$

ويكون الحكم: $F - cal > F - tab$ نرفض H_0 ونقبل H_1 أي النموذج له معنوية إحصائية عند مستوى 0.05، والعكس صحيح.

3) القوة التفسيرية للنموذج: معامل التحديد

$$R^2 = \frac{SSR}{SST} \quad \text{أو} \quad R^2 = 1 - \frac{SSE}{SST}$$

مجموع المربعات الكلية: $SST = \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2$

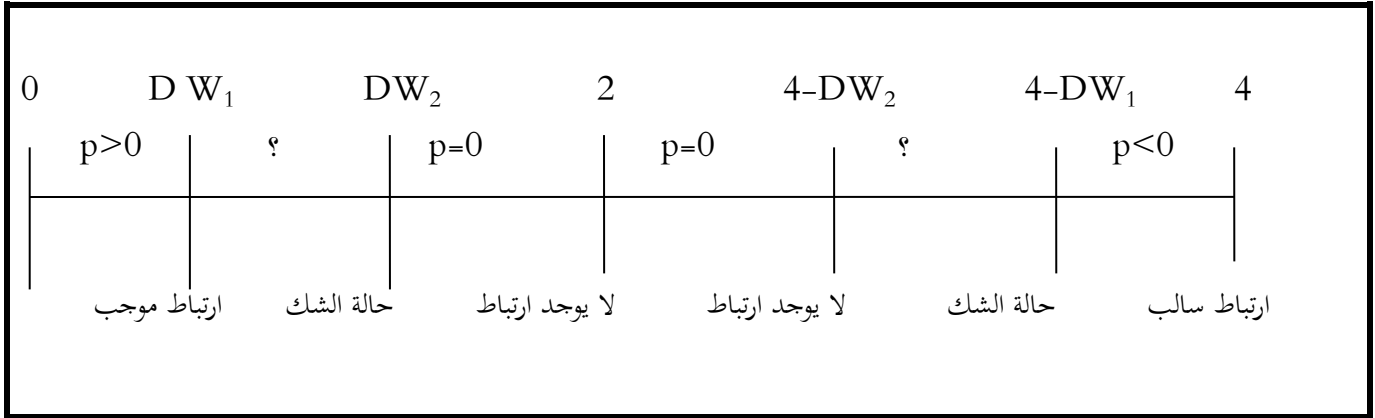
مجموع مربعات الانحدار: $SST = \sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2$

مجموع مربعات البواقي: $SST = \sum_{i=1}^n (\varepsilon_i - \bar{\varepsilon})^2$

كلما اقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد فذلك دليل على أن المتغيرات المفسرة تفسر المتغير التابع بتلك النسبة، ويتأثر بتغيرها.

4) اختبار درين واتسون للارتباط الذاتي للأخطاء :

الشكل رقم (02-02): مناطق القبول و الرفض لـ (DW) المحسبة



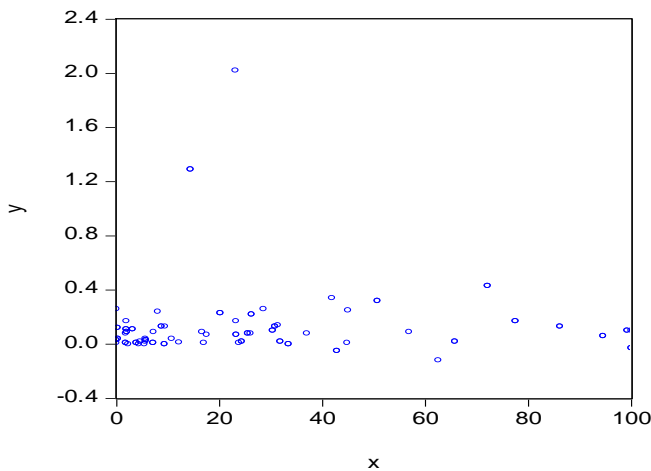
المبحث الثاني: تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة

بعد ان حددنا طريقة وادوات الدراسة سنتناول في ما يلي تطبيق ذلك على بورصة عمان، ثم مقارنة النتائج المتوصل لها بالفرضيات.

المطلب الاول: نتائج الدراسة التطبيقية

الفرع الاول: دراسة العلاقة بين المتغير المستقل والتابع

الشكل رقم (03-02): سحابة النقاط بين المتغيرين



من اعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews09

من خلال سحابة النقاط نلاحظ ان العلاقة بين المتغيرين غير واضحة وعليه سنحاول الكشف عن العلاقة بتقدير مجموعة ن النماذج القياسية من اجل اختيار النموذج الامثل الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين وهذا حسب عدة معايير :

- ✓ معنوية المعالم؛
- ✓ المعنوية الكلية؛
- ✓ معامل التحديد؛
- ✓ احصائية (DW)؛
- ✓ معيار Akaike.

الجدول رقم (02-02): نتائج اختبار النموذج الاول

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 04/28/16 Time: 09:39
Sample (adjusted): 2 93
Included observations: 62 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.089092	0.040560	2.196541	0.0319
X	0.002259	0.001045	2.162159	0.0346
R-squared	0.072284	Meandependent var		0.077210
Adjusted R-squared	0.056822	S.D. dependent var		0.325817
S.E. of regression	0.316425	Akaike info criterion		0.568266
Sumsquaredresid	6.007489	Schwarz criterion		0.636883
Log likelihood	-15.61624	Hannan-Quinn criter.		0.595207
F-statistic	4.674933	Durbin-Watson stat		0.338835
Prob(F-statistic)	0.034604			

من اعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews09

1) معنوية المعالم:

من خلال مخرجات برنامج (eviews) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية (prob)، $0.05 \geq 0.03$ مستوى المعنوية، زمنه نرفض الفرضية $0 = B1:H0$ ، ونقبل $0 \neq B1:H1$ اي ان المعلمة تختلف عن الصفر، بمستوى دلالة 5% (توجد دلالة احصائية للعلاقة بين X و Y)

الجدول رقم(02-03):نتائج اختبار ستيودنت

المقدرات	المعلمات	T_{cal}	T_{tab}	Prob
الثابت C	B_0	2.19	1.95	0.03
X	B_1	2.16	1.95	0.03

المصدر: اعداد الطالبة بناء على مخرجات Eviews09

نلاحظ ان $T_{cal} > T_{tab}$ ، ومنه نقبل الفرضية البديلة ونرفض الفرضية العدمية، وبالتالي المعالم لها دلالة احصائية، وهو ما تؤكدته نسبة الاحتمال prob عند مستوى معنوية 5% فهي اقل من 0.05.

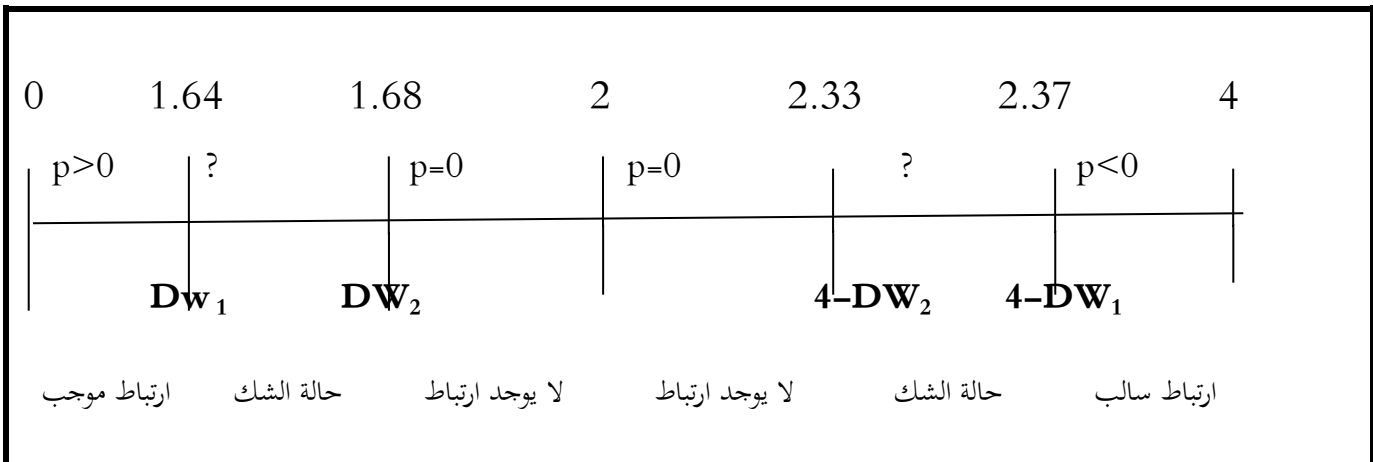
(2) معامل التحديد:(المعنوية الكلية للنموذج)

النموذج المقدر يفسر 7.2% من التغيرات الاحتمالية للمتغير التابع Y. اما النسبة المتبقية ترجع الى متغيرات اخرى.

(3) احصائية (DW):

من خلال مخرجات برنامج (eviews) ، نستخرج قيمة (DW) حيث تساوي 0.33، وبالرجوع الى الجدول الاحصائي لـ (DW) نستخرج قيمة كل مكن الحدين الاعلى والادنى لـ (dl,du)d

الشكل رقم(02-04):احصائية DW بعد تقدير النموذج



حيث:

n (عدد المشاهدات)=93.

k(عدد المتغيرات)=1.

1.64=du,dl= 1.68

من الشكل اعلاه نلاحظ ان النموذج يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، لان قيمة درين واتسن تقع في منطقة الارتباط الموجب.

4) تصحيح النموذج من الارتباط الذاتي للأخطاء بطريقة DW:

سنضطر الى ادخال اللوغاريتم على المتغير التابع والمتغير المستقل وبالتالي تكون شكل المعادلة على النحو:

$$\text{Log}(y)=b_0+b_1 \log (x)+\mu_i$$

الفرع الثاني : نتائج النموذج الثاني

الجدول رقم(02-04):نتائج اختبار النموذج بعد ادخال اللوغاريتم

Dependent Variable: LOGY
Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)
Date: 05/03/16 Time: 13:21
Sample: 2 93
Included observations: 54
Convergence achieved after 17 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.735489	0.394553	-6.933138	0.0000
LOG_X	0.192465	0.135645	1.418890	0.1621
AR(1)	0.545030	0.097421	5.594556	0.0000
SIGMASQ	0.734270	0.133614	5.495439	0.0000

R-squared	0.318612	Mean dependent var	-2.240968
Adjusted R-squared	0.277728	S.D. dependent var	1.047827
S.E. of regression	0.890512	Akaike info criterion	2.832338
Sumsquared resid	39.65058	Schwarz criterion	2.979670
Log likelihood	-72.47312	Hannan-Quinn criter.	2.889158
F-statistic	7.793202	Durbin-Watson stat	1.760836
Prob(F-statistic)	0.000230		

Inverted AR Roots .55

ومنه بعد تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية، تصبح الدالة كالآتي:

$$\text{Log}(y)=-2.73+0.192 \log (x)+\mu_i$$

$$(t\text{-Statistic})=(-6.933)+1.418 \log (x)+\mu_i$$

$$R^2=0.3186 \quad , \quad N=93 \quad , \quad F\text{-statistic}=7.79 \quad R=31.86$$

1) نتائج اختبار ستيدونت:

الجدول رقم (02-05): نتائج اختبار ستيودنت

المقدرات	المعلمات	T_{cal}	T_{tab}	Prob
الثابت C	B_0	-6.933	1.95	0.0002
Log (x)	B_1	1.418	1.95	0.0002

المصدر: اعداد الطالبة بناءا على مخرجات Eviews09

نلاحظ ان $T_{tab} > T_{cal}$ ومنه نقبل الفرضية العدمية ونرفض البديلة، وبالتالي المعلمة ليس لها معنوية احصائية وهو ما تثبته نسبة الاحتمال عند مستوى معنوية 5% (prob=0.162.)

(2) معنوية المعالم:

من خلال مخرجات برنامج (eviews) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية (Prob) $0.05 \geq 0.002$ مستوى المعنوية، ومنه نرفض الفرضية $0 = B_1: H_0$ ، ونقبل $0 \neq B_1: H_1$ اي ان المعلمة تختلف عن الصفر، بمستوى دلالة 5% (توجد دلالة احصائية للعلاقة بين X و Y).

(3) معامل التحديد:

النموذج المقدر يفسر 31% من التغيرات الاحتمالية للمتغير التابع Y. اما النسبة المتبقية ترجع الى متغيرات اخرى.

(4) احصائية (DW):

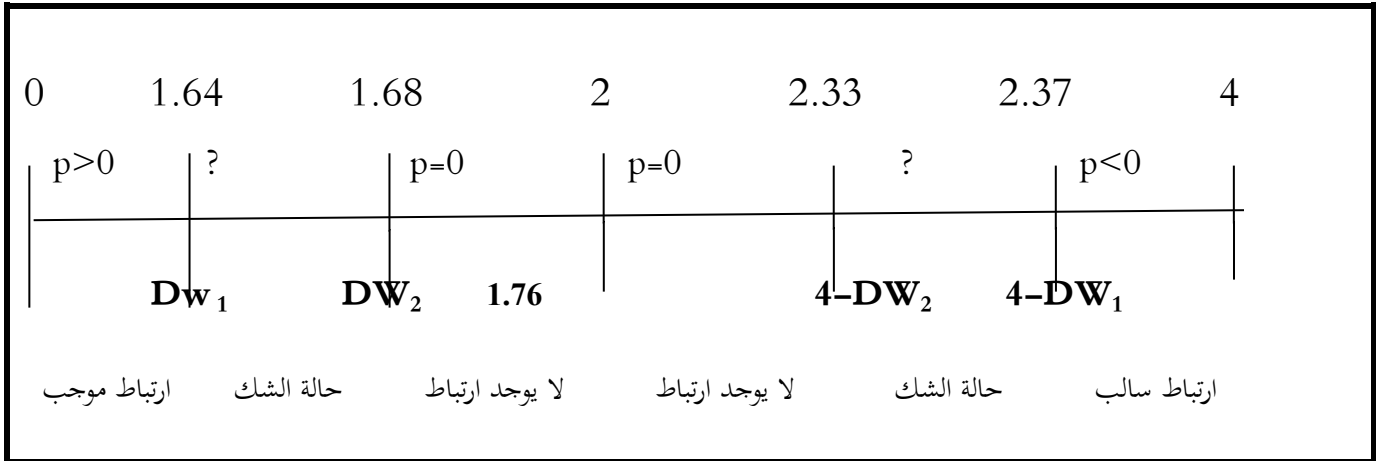
من خلال النموذج المقدر نلاحظ ان قيمة (DW) قد تحسنت، $DW = 1.76$ وبعد الرجوع الى الجدول الاحصائي لـ (DW) نستخرج كل من الحدين الاعلى والادنى لـ d (du, dl) حيث لدينا:

$$n = (\text{عدد المشاهدات}) = 93.$$

$$k = (\text{عدد المتغيرات}) = 1.$$

وبالاعتماد على الشكل نستخرج قيمة (DW)

الشكل رقم (02-05): نتائج الاختبار الذاتي للأخطاء بعد عملية التصحيح



ومنه تقع قيمة DW ضمن المجال $[2, DW_2]$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء .

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

الفرع الأول: عرض نتائج الدراسة

للوصل الى النموذج الذي يفسر العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع تم بناء مجموعة من النماذج واختيار النموذج المناسب.

الجدول رقم (02-06): اختبارات النماذج لتفسير العلاقة بينالمتغيرين

الرقم	النموذج	معنوية المعالم		Prob(F-statistic)	R-squared	DW	Akaike	Schwarz
		C	B					
1	y c x	0.000	0.003	0.034	0.072	0.33	0.56	0.63
2	y x		0.40	0.27	0.04	0.29	0.65	0.68
3	Log (y) c x	0.000	0.254	0.25	0.023	0.95	2.98	3.05
4	y c log (x)	0.26	0.72	0.72	0.002	0.29	0.68	0.75
5	Log (y) log (x)		0.000	0.000	0.13	0.79	3.77	3.82
6	Log (y) x		0.60	0.14	0.14	0.16	4.69	4.73
7	Log(y) c log(x)	0.000	0.16	0.0002	0.31	1.76	2.28	2.97

من اعداد الطالبة بناء على الملحق رقم(3)

وفقا لنتائج التقدير وبعد التصحيح من المشاكل القياسية نستطيع تفسير العلاقة بين المتغير المستقل معدل نمو المبيعات و المتغير التابع عوائد الاسهم وفق النموذج السابع وبالتالي المعادلة تكون على النحو التالي:

$$\text{Log}(y) = -2.735489 + 0.192465 \log(x) + \mu_i$$

$$R^2 = 0.3186, \quad dw = 1.76$$

الفرع الثاني: التفسير الاحصائي لنتائج النموذج المقدر

من خلال الجدول رقم (02-05) نجد مايلي:

- بالنسبة لمعامل المتغير الثابت (B_0)، نلاحظ أن القيمة المحتمسة T_{CAL} أصغر من القيمة المجدولة T_{tab} أي

$T_{tab} > T_{cal}$ ، وبهذا نقبل فرضية العدم H_0 ، أي أن B_0 ليس له معنوية إحصائية، ما يدل على رفض الثابت

في النموذج؛

- أما متغير معدل النمو في المبيعات (B_1)، نلاحظ أن القيمة المحتمسة T_{cal} ل B_1 أقل من القيمة المجدولة أي

$T_{tab} > T_{cal}$ وعليه نرفض الفرضية البديلة، ونقبل فرضية العدم H_0 أي أن B_1 ليس لها معنوية إحصائية، وهو ما

تثبته نسبة الاحتمال عند مستوى معنوية $Prob = 0.1629$ ، إذن المتغير المستقل و الذي يتمثل في معدل نمو

رقم الاعمال ليس له تأثير على المتغير التابع الذي يتمثل في عائد السهم لوحده بل وإنما مجتمعا مع باقي

المتغيرات المفسرة الأخرى الغير الداخلة في الدراسة؛

- ان القيمة المحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ 0.3186 وهي بعيدة عن الواحد، اي ان المتغير المستقل

يفسر 31.86% من عائد السهم مما يدل على عدم وجود ارتباط قوى بين المتغير التابع و المتغير المفسر له، اما

باقي النسبة تفسرها عوامل اخرى غير مدرجة في النموذج و هي الخطأ العشوائي U_i ؛

- من خلال الشكل رقم (02-05) نلاحظ ان قيمة (DW) محصورة في المجال [2، DW_2]، اي عدم وجود

ارتباط وبالتالي النموذج جيد.

الفرع الثالث: التفسير الاقتصادي

من خلال النموذج الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين نلاحظ ان اشارة المتغير المستقل والذي يمثل معدل نمو رقم الاعمال موجبة وهذا يدل على ان هناك علاقة طردية بين المتغير المفسر (نمو رقم الاعمال) و المتغير التابع (عائد السهم) و هذا يتفق مع النظرية الاقتصادية ،اذن لمتغير نمو رقم الأعمال معنوية اقتصادية ،حيث اذا تغير نمو رقم الاعمال بوحدة واحدة فسيتغير عائد السهم بمقدار 0.192 وحدة ، وهو اثبات للفرضية الثانية.

خلاصة:

لقد خصصنا في هذا الفصل الجانب التطبيقي لدراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، فبعد التعريف بمجتمع وعينة الدراسة، وطريقة جمع وتلخيص المعطيات، قمنا ببناء مجموعة من النماذج المفسرة للعلاقة بين المتغيرين، ثم اختيار النموذج الامثل المفسر بين معدل نمو رقم الاعمال والمتغير التابع عائد السهم، وذلك في مرحلة نمو المؤسسة، حيث حاولنا من خلال هذا الفصل الاجابة على الفرضيات التي تم وضعها. وكانت النتائج كالآتي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نمو رقم الاعمال وعوائد الاسهم؛
- توجد علاقة طردية بين معدل نمو رقم الاعمال وعوائد الاسهم.

الخاتمة

الخاتمة:

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع اثر دورة حياة الشركة على عوائد أسهمها، لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي في القطاعين الصناعي والخدمي وذلك في مرحلة النمو، حيث تناولت الاشكالية الرئيسية هل تؤثر مرحلة النمو من دورة حياة الشركة على عوائد اسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان؟ وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة مسبقا، وتقدير النموذج المفسر للعلاقة بين المتغيرين حيث خلصت الدراسة الى ما يلي:

1. نتائج الدراسة:

لقد توصلت هذه الدراسة الى النتائج التالية:

- 1- من خلال النموذج المقدر الذي يفسر العلاقة بين المتغيرين أكد عدم وجود دلالة احصائية بين معدل نمو رقم الاعمال وعائد السهم؛
- 2- وجود علاقة طردية بين معدل نمو رقم الاعمال وعائد السهم.

2- اختبار الفرضيات:

لقد هدفت هذه الدراسة إلى البحث على اثر مرحلة النمو في المؤسسات المدرجة في بورصة عمان على عائد السهم ، حيث من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن إثبات أو نفي فرضيات الدراسة التالية:

- 1- من خلال إيجاد النموذج الذي يفسر العلاقة بين معدل نمو رقم الاعمال وعائد السهم وبالتالي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وهذا ينفي صحة الفرضية الأولى، وهذه النتائج توافق دراسة عماد محمود غنام، اثر دورة حياة المنشأة على العلاقة بين عوائد الاسهم ومقاييس الاداء المالي.
- 2- من خلال النموذج الأول، نستنتج أن العلاقة بين معدل رقم الاعمال و عائد الأسهم علاقة طردية وهذا يثبت الفرضية الثانية، وبالتالي توافق النتائج المتوصل اليها الدراسات السابقة.

3-التوصيات:

بعد اجراء هذه الدراسة، وبعد التوصل الى النتائج المبينة سابقا يوصى الباحث بما يلي:

- 1-قيام الباحثين بمزيد من الدراسات حول مفهوم دورة حياة الشركة، واقرها على عوائد الاسهم، وذلك لابرار اهمية هذا المفهوم؛
- 2-دراسة المتغيرات الاخرى غير المدرجة في هذه الدراسة والمترتبة بمفهوم دورة حياة الشركة في دراسات لاحقة.

4-افاق الدراسة:

- 1- إجراء الدراسة باستخدام طرق وأساليب إحصائية أخرى وذلك لضبط نتائج الدراسة؛
- 2-تطبيق هذه الدراسة على بورصات أخرى ؛
- 3-إجراء دراسات حول العوامل المؤثرة على عائد السهم.

قائمة المراجع
والمصادر

قائمة المراجع باللغة العربية:

✓ الكتب:

- 1- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - التحليل الأساسي، ط 1، دار السحاب للنشر و التوزيع ، القاهرة، 2008.
- 2- اشرف فؤاد التميمي واسامة سلام، الاستثمار الاوراق المالية، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان الاردن، ط.2004، 1
- 3- محمد مطر، فايز تيم، ادارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى ،دار وائل للنشر و التوزيع.
- 4- محمد صبري هارون، احكام الاسواق المالية الاسهم والسندات، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن.2009
- 5- منير ابراهيم هندي، ادارة المنشأة المالية، بدون طبعة ،منشأة المعارف، الاسكندرية .1994
- 6- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الاردن- 2012.
- 7- عصام حسين، اسواق الاوراق المالية- البورصة، ط1، دار اسامة للنشر، عمان، 2008.
- 8- عطوان مروان، الاسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعي، الجزائر، 2003.
- 9- هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، الطبعة الاولى ،دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان.
- 10- ضياء مجيد، البورصات - اسواق راس المال وادواتها الاسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2003.

11- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

✓ الرسائل العلمية:

1- الداوي خيرة، تقييم كفاءة واداء الاسواق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، 2011/2012.

2- الدبعي، مأمون، أثر السماح لمعاملات نموذج علاقة العوائد بالأرباح بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات، دراسات الجامعة الاردنية، 2002.

3- الخلايلة، (العلاقة بين الارباح وعوائد الاسهم في الاجل الطويل)، مجلة دراسات الجامعة الاردنية، 1999.

4- الياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب، مذكرة لنيل شهادة الماجستير علوم التسيير 2002-2003، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

5- سارة عبدلي، اساليب قياس اداء حافطة الاوراق المالية، دراسة حالة وبورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير. 2011-2012.

6- عماد محمود غنام، اثر دورة حياة المنشأة على العلاقة بين عوائد الاسهم ومقاييس الاداء المالي، دراسة تطبيقية على بورصة عمان رسالة، ماجستير في المحاسبة، الجامعة الاردنية، 2004.

7- علي فكرون، اثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم مذكرة لنيل شهاد الماستر اكايمي، ورقلة، 2012-2013 .

8- عمار درويش، تقدير دالة الطلب في الجزائر للفترة 1970 - 2014، دراسة قياسية مذكرة لنيل شهادة الماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 25.

9- قريدة السايح، محاولة قياس اثر الرفع المالي على عوائد الاسهم-دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة 2010-2012، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر اكايمي، جامعة ورقلة.

المراجع باللغة الاجنبية:

1-Ball, R. and P. Brown , » an Empirical Evaluation of Accounting Income Number » , Journal o of Accounting Research ; Autumn ,1968,P159-178.

2-Anthony, J. & K. Ramesh , (1992), Association between Accounting..performance Measures and stock prices ,a Test of Life Cycle Hypothesis, journal of Accounting & Economics,Vol,15 p203-227

3-Black, Ervin L ;(1998).Life cycle impact on the incremental value-relevance of earinings and cash flows measures,vol.4, issue 1,p 40.

4-Anthony, J. & R. Clement ;(1998) ,Life Cycle explanation of market index risk, working paper.

المواقع الالكترونية:

1-www.Amman stock exchange

2-http://www.ase.com.jo/ar/

3- www.exchange.jo

الملاحق

ملحق رقم (1): عينة الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2012-2014

الرقم	اسم الشركة	رمزها
01	<u>لعربية لصناعة المواسير المعدنية</u>	ASPM
02	<u>الاستثمارات والصناعات المتكاملة</u>	INTI
03	<u>الدولية لصناعات السيليكا</u>	SLCA
04	<u>شركة الترافرتين</u>	TRAV
05	<u>اتحاد النساجون العرب</u>	ARWU
06	<u>لألبيسة الأردنية</u>	CJCC
07	<u>المتحدة لصناعة الحديد والصلب</u>	MANS
08	<u>سبأ لسكب المعادن</u>	SHBA
09	<u>الاسواق الحرة الاردنية</u>	JDFS
10	<u>المركز الاردني للتجارة الدولية</u>	JITC
11	<u>التسهيلات التجارية الاردنية</u>	JOTF
12	<u>المتخصصة للتجارة والاستثمارات</u>	SPTI
13	<u>الأردنية للاستثمارات المتخصصة</u>	SIJC
14	<u>بندار للتجارة والإستثمار</u>	BIND
15	<u>مجموعة أوفتك القابضة</u>	OFTC
16	<u>الجنوب للإلكترونيات</u>	SECO
17	<u>نوبار للتجارة والاستثمار</u>	NOT
18	<u>المتكاملة للتأجير التمويلي</u>	LEAS
19	<u>آفاق للطاقة</u>	MANE
20	<u>انجاز للتنمية والمشاريع المتعددة</u>	LIPO
21	<u>رخام الأردن</u>	JMCO
22	<u>اسمنت الشمالية</u>	NCCO
23	<u>الصناعات البتروكيماوية الوسيطة</u>	IPCH
24	<u>مصانع الكابلات المتحدة</u>	UCIC
25	<u>البلاد للخدمات الطبية</u>	ABMS
26	<u>لعامة للتعدين</u>	GENM
27	<u>العربية لصناعة الالمنيوم/ارال</u>	AALU
28	<u>الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج</u>	ICAG
29	<u>متصدرة للأعمال والمشاريع</u>	ACDT
30	<u>الاردنية لصناعة الأنايب</u>	JOPI
31	<u>مناجم الفوسفات الاردنية</u>	JOPH

ملحق رقم (2): عوائد الاسهم و رقم الاعمال للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2012-2014

عوائد الاسهم			رقم الاعمال			رمز الشركة	الرقم
2014	2013	2012	2014	2013	2012		
0,09	0,1	0,22	2901449	4973919	3224460	ASPMM	01
0,043	0,02	0,04	9053665	9596734	28063663	INTI	02
0,013	0,08	-0,07	446501	508207	404777	SLCA	03
0,08	0,13	0,01	2378024	3773937	2026849	TRAV	04
0	0,01	0,03	10407184	9823140	9643925	ARWU	05
0,09	-0,13	-0,02	2230683	322446	3867428	CJCC	06
0,17	0	0,03	44007688	43172773	64845363	MANS	07
0,01	-0,32	0,01	456748	315333	640012	SHBA	08
2,02	1,29	1,07	48394931	39307669	34368369	JDFS	09
0,08	0,12	0,17	5935504	5920641	5812126	JITC	10
0,09	0,1	0,09	4906209	6397348	6859347	JOTF	11
-0,08	-0,02	-0,03	2251819	1535256	1935321	SPTI	12
0	-0,22	-0,02	197158	201765	49492	SIJC	13
0,02	0,07	0,06	4033686	4973919	5254295	BIND	14
0,02	0,01	0	18794506	18068839	17236809	OFTC	15
-0,12	-0,05	-0,03	5077098	2901449	1086879	SECO	16
-0,01	-0,03	-0,04	167000	5980641	3255842	NOT	17
0,24	0,23	0,18	6032828	5581703	4643712	LEAS	18
0,17	0,17	0,07	940583675	763211032	429969100	MANE	19
0,1	0,06	0,16	49492	35932	664202	LIPO	20
0,01	0	0,02	4246929	4646037	5434303	JMCO	21
0,34	0,11	0,08	74573343	52561358	53602782	NCCO	22
-0,01	0,01	0,02	3996501	5245589	4896876	IPCH	23
0,11	0,03	0,01	27831049	29102941	27514549	UCIC	24
0,14	0,09	0,11	17139446	13045932	1278557	ABMS	25
0,25	-0,43	0,15	305178	554830	1990616	GENM	26
0,13	0,11	0,08	15129362	13817756	14272490	AALU	27
0,07	0,13	0,13	24590268	29833494	32717239	ICAG	28
0,26	0,03	-0,55	10377394	640512	4246037	ACDT	29
0,04	0,04	0,02	5122554	4625432	4641609	JOPI	30
0,26	0,02	1,76	738429000	574412000	579426000	JOPH	31

الملحق رقم (3): نتائج اختبارات النماذج باستخدام برنامج Eviews09
النموذج الاول

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 04/28/16 Time: 09:39
Sample (adjusted): 2 93
Included observations: 62 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.089092	0.040560	2.196541	0.0319
X	0.002259	0.001045	2.162159	0.0346
R-squared	0.072284	Meandependent var		0.077210
Adjusted R-squared	0.056822	S.D. dependent var		0.325817
S.E. of regression	0.316425	Akaike info criterion		0.568266
Sumsquaredresid	6.007489	Schwarz criterion		0.636883
Log likelihood	-15.61624	Hannan-Quinn criter.		0.595207
F-statistic	4.674933	Durbin-Watson stat		0.338835
Prob(F-statistic)	0.034604			

النموذج الثاني

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/06/16 Time: 11:26
Sample (adjusted): 2 93
Included observations: 62 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.000641	0.000769	0.833112	0.4080
R-squared	0.045184	Meandependent var		0.077210
Adjusted R-squared	-0.045184	S.D. dependent var		0.325817
S.E. of regression	0.333097	Akaike info criterion		0.655230
Sumsquaredresid	6.768159	Schwarz criterion		0.689538
Log likelihood	-19.31213	Hannan-Quinn criter.		0.668700
Durbin-Watson stat	0.297726			

النموذج الثالث

Dependent Variable: LOG_Y
 Method: Least Squares
 Date: 05/06/16 Time: 11:29
 Sample (adjusted): 2 93
 Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.266190	0.140131	-16.17200	0.0000
X	0.002822	0.002452	1.150743	0.2548
R-squared	0.023510	Meandependent var		-2.267159
Adjusted R-squared	0.005756	S.D. dependent var		1.061001
S.E. of regression	1.057943	Akaike info criterion		2.984988
Sumsquaredresid	61.55841	Schwarz criterion		3.056674
Log likelihood	-83.07215	Hannan-Quinn criter.		3.012847
F-statistic	1.324210	Durbin-Watson stat		0.959930
Prob(F-statistic)	0.254816			

النموذج الرابع

Dependent Variable: Y
 Method: Least Squares
 Date: 05/06/16 Time: 11:31
 Sample (adjusted): 2 93
 Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.106650	0.094722	1.125919	0.2649
LOG_X	-0.012778	0.035492	-0.360034	0.7202
R-squared	0.002269	Meandependent var		0.076390
Adjusted R-squared	-0.015235	S.D. dependent var		0.333019
S.E. of regression	0.335546	Akaike info criterion		0.687194
Sumsquaredresid	6.417685	Schwarz criterion		0.757619
Log likelihood	-18.27222	Hannan-Quinn criter.		0.714685
F-statistic	0.129625	Durbin-Watson stat		0.293949
Prob(F-statistic)	0.720152			

النموذج الخامس

Dependent Variable: LOG_Y
 Method: Least Squares
 Date: 05/06/16 Time: 11:32
 Sample (adjusted): 2 93
 Included observations: 54 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_X	-0.696085	0.079281	-8.779969	0.0000
R-squared	0850.132	Meandependent var		-2.240968
Adjusted R-squared	1.306085	S.D. dependent var		1.047827
S.E. of regression	1.591209	Akaike info criterion		3.785210
Sumsquaredresid	134.1931	Schwarz criterion		3.822043
Log likelihood	-101.2007	Hannan-Quinn criter.		3.799415
Durbin-Watson stat	0.792790			

النموذج السادس

Dependent Variable: LOG_Y
 Method: Least Squares
 Date: 05/06/16 Time: 11:34
 Sample (adjusted): 2 93
 Included observations: 57 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.003060	0.005829	0.524892	0.6017
R-squared	98470.14	Meandependent var		-2.267159
Adjusted R-squared	4.619847	S.D. dependent var		1.061001
S.E. of regression	2.515233	Akaike info criterion		4.699996
Sumsquaredresid	354.2781	Schwarz criterion		4.735839
Log likelihood	-132.9499	Hannan-Quinn criter.		4.713926
Durbin-Watson stat	0.167491			

النموذج السابع

Dependent Variable: LOGY
 Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)
 Date: 05/03/16 Time: 13:21
 Sample: 2 93
 Included observations: 54
 Convergence achieved after 17 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.735489	0.394553	-6.933138	0.0000
LOG_X	0.192465	0.135645	1.418890	0.1621
AR(1)	0.545030	0.097421	5.594556	0.0000
SIGMASQ	0.734270	0.133614	5.495439	0.0000
R-squared	0.318612	Meandependent var		-2.240968
Adjusted R-squared	0.277728	S.D. dependent var		1.047827
S.E. of regression	0.890512	Akaike info criterion		2.832338
Sumsquaredresid	39.65058	Schwarz criterion		2.979670
Log likelihood	-72.47312	Hannan-Quinn criter.		2.889158
F-statistic	7.793202	Durbin-Watson stat		1.760836
Prob(F-statistic)	0.000230			
Inverted AR Roots	.55			

الفهرس

رقم الصفحة	الفهرس
III	الإهداء
IV	الشكر
V	ملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية	
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
03	المطلب الأول: مفاهيم اساسية حول دورة حياة الشركة
03	الفرع الاول :نظرية دورة حياة المؤسسة
03	أالفرع الثاني: مراحل دورة حياة المؤسسة
06	الفرع الثالث: موضع النمو من دورة حياة المؤسسة
06	المطلب الثاني : مفاهيم حول عوائد الاسهم
06	الفرع الأول: مفهوم الاسهم
07	الفرع الثاني: انواع الاسهم
09	الفرع الثالث:عوائد الاسهم
10	الفرع الرابع: أشكال عائد السهم وطرق حسابها
11	المبحث الثاني: الادبيات التطبيقية
11	تمهيد
11	المطلب الاول:الدراسات باللغة العربية
13	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية
15	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة
17	خلاصة الفصل
الفصل الثاني:الدراسة الميدانية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان	
19	تمهيد
20	المبحث الاول: الطريقة والادوات

20	المطلب الاول: الطريقة المستخدمة في الدراسة
20	الفرع الاول: تقديم مجتمع الدراسة
24	الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة
25	الفرع الثالث: طريقة جمع وتلخيص المعطيات وتحديد المتغيرات
26	المطلب الثاني: الادوات المستخدمة في الدراسة
26	الفرع الأول: طريقة المربعات الصغرى العادية
27	الفرع الثاني: ادوات اختبار النموذج
28	المبحث الثاني: تحليل وتفسير ومناقشة النتائج
28	المطلب الاول: نتائج الدراسة التطبيقية
28	الفرع الاول: دراسة العلاقة بين المتغير المستقل والتابع
31	الفرع الثاني: نتائج النموذج الثاني
33	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج
33	الفرع الاول: عرض نتائج الدراسة
34	الفرع الثاني: التفسير الاحصائي لنتائج النموذج المقدر
35	الفرع الثالث: التفسير الاقتصادي لنتائج النموذج المقدر
36	خلاصة الفصل الثاني
38	الخاتمة
41	قائمة المراجع
45	قائمة الملاحق
51	قائمة المحتويات