

جامعة قاصدي مرياح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم التجارية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية

الشعبة : علوم تجارية

التخصص : التقنيات الكمية في المالية

من إعداد الطالبة : آمنة حيدوسي

بعنوان :

اثر حجم المؤسسات على عوائد  
الأسهم  
بورصة عمان 2012-2014

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ : 2016/05/22.

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الأستاذ/عماني لمياء.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرياح ورقلة) رئيسا

الأستاذ/ مقدم ليلي.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرياح ورقلة) مشرفا

الأستاذ/تلي سعيدة.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرياح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2015 / 2016

## الإهداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقيما

إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما

إلى والدي العزيزين أدامهما الله لي.

إلى إخوتي و أخواتي بتول و محيي الدين

إلى الأصدقاء فدوح، إيمان، وفاء، مسعودة.

إلى كل الأقارب و الأحباب

إلى كل طلبة السنة الثانية تخصص مالية كمية

إلى كل من سقط من قلبي سموا

أهدي هذا العمل

## الشكر

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب  
ووفقنا إلى انجاز هذا العمل

نتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد على  
انجاز هذا العمل وفي تذليل ما واجهناه من صعوبات، وخص بالذكر الأستاذ  
المشرفه مقدم ليلي التي لم يهمل علينا بتوجيهاتها ونائحتها القيمة التي كانت  
عونا لي في إتمام هذا البحث.

واخص بالشكر الأستاذ بن فانة إسماعيل الذي ساعدني في هذا العمل  
واشكر الزميلة فتحة على المجهود الذي بذلته معي

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة تأثير حجم المؤسسة (مقاس بعدد العمال ورقم الأعمال و رأس المال)، على عوائد الأسهم في عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة 2012-2014، وكان حجم العينة (39 مؤسسة) مقسمة إلى ثلاثة عشر مؤسسة ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم الدراسة إلى فصلين بحيث خصص الفصل الأول إلى الجانب النظري والذي يضم تعريف المؤسسة وتصنيفها وتعريف العائد وأساليب قياسه و العلاقة التي تربط بين حجم المؤسسة و عائد السهم حيث خلصنا إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرين هذا فيما يخص الجانب النظري .

أما بالنسبة للفصل الثاني فقد تناولنا الجانب التطبيقي للدراسة وذلك باستعمال التحليل الإحصائي في تقدير النموذج، و استخدام نموذج بانل الذي يعد احد أساليب الإحصاء الكمية ثم اختبار الفرضيات إحصائياً، وذلك لقياس تأثير المتغيرات المستقلة على عائد السهم، حيث أظهرت النتائج أن عدد العمال و رقم الأعمال لها معنوية إحصائية، وبعد استخدام النماذج الثلاثة الانحدار التجميعي و التأثيرات الثابتة و التأثيرات العشوائية أظهرت النتائج أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

**الكلمات المفتاحية:** حجم المؤسسة، عائد السهم، عدد العمال، رأس المال، رقم الأعمال.

### Résumé:

Cette étude vise à étudier l'effet de la taille institution de circonférence (taille du nombre de travailleurs et le nombre d'entreprises et de capital), les rendements boursiers de l'échantillon figurant à Amman Stock Exchange au cours de la période 2012-2014, et la taille de l'échantillon (39 Foundation) est divisé en treize Fondation Pour atteindre cette étude objective a été divisé en deux, donc consacré le premier chapitre à l'aspect théorique qui assure la définition de l'institution, la classification et la définition du rendement et de méthodes de mesure et la relation entre la taille de l'entreprise, et le bénéfice par action, nous avons conclu une relation positive de ce qui concerne le côté théorique.

Quant au second chapitre, nous avons examiné le côté pratique de l'étude et que l'utilisation de l'analyse statistique pour estimer le modèle, et l'utilisation du modèle Pannell, qui est l'une des méthodes quantitatives statistiques et des hypothèses de test statistiquement, de manière à mesurer l'impact des variables indépendantes sur le bénéfice par action, les résultats ont montré que le nombre de travailleurs et le chiffre d'affaires ont une signification statistique, et après l'utilisation des trois modèles et les effets fixes méta-régression et effets aléatoires résultats du modèle ont montré que les effets fixes est approprié.

**Mots clés:** la taille de l'institution, le bénéfice par action, le nombre de travailleurs, le capital, le chiffre d'affaires.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنصر
I	الإهداء
II	الشكر
III	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
VI	قائمة الملاحق
VII	الملخص
أ	مقدمة
02	الفصل الأول: دراسة نظرية لحجم المؤسسة وعوائد الاسهم
03	المبحث الأول: الأدبيات النظرية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم
10	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
16	الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم
17	المبحث الأول: طريقة و أدوات الدراسة
21	المبحث الثاني: عرض و مناقشة النتائج
33	خاتمة
36	قائمة المراجع
39	الملاحق
47	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
21	نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	الجدول (1.2)
22	نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر	الجدول (2.2)
23	نتائج التأثيرات العشوائية (REM)	الجدول (3.2)
24	نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر .	الجدول (4.2)
25	نتائج اختبار مضاعف لاجرانج (LM)	الجدول (5.2)
25	نتائج اختبار هوسمان Hausman	الجدول (6.2)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	الرقم
19	تطور عدد العمال ورأس المال ورقم الأعمال للمؤسسات بدلالة عائد السهم .	الشكل (1.2)
22	مناطق القبول و الرفض ل (DW) المحتسبة (PRM)	الشكل (2.2)
24	مناطق القبول و الرفض ل (DW) المحتسبة (REM)	الشكل (3.2)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
39	عينة من المؤسسات صغيرة الحجم خلال الفترة 2014-2012	الملحق 01
40	عينة المؤسسات صغيرة الحجم خلال الفترة 2014-2012	الملحق 02
41	عينة المؤسسات كبيرة الحجم خلال الفترة 2014-2012	الملحق 03
42	نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	الملحق 04
43	نتائج التأثيرات العشوائية (REM)	الملحق 05
44	نتائج اختبار مضاعف لاجرانج (LM)	الملحق 06
45	نتائج اختبار هوسمان Hausman	الملحق 07



مقدمة

### أولاً-توطئة:

إن أهم موضوع قد تركز عليه المؤسسات مهما كانت أحجامها هو كيفية الحصول على الأموال لتمويل عملياتها الإنتاجية وضمان الاستقرار و الاستمرارية - بدلا من اللجوء إلى القروض أو غيرها- و هذا ما زاد في أهمية البورصة إذ تعتبر البورصة قناة من قنوات الادخار حيث يتم تجميع هذه الأخيرة من المستثمرين وإعادة ضخها في الاقتصاد ككل و أيضا تضمن لهم الحماية من المخاطر كالتقلبات في الأسعار و غيرها، و يواجه المستثمر مشكلة اختيار المؤسسات التي يسعى لاقتناء أسهمها و التي تتيح له تعظيم عوائده لمستوى مقبول، مع أن المؤسسات تختلف في ما بينها في عنصر الحجم و بالتالي يفترض أن أسهم المؤسسات الكبيرة الحجم تدر عوائد أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم.

و لقياس الحجم تم في الدراسات و الأبحاث السابقة استخدام عدة مقاييس منها حجم الأصول و عدد العمال و قيمة المبيعات و القيمة السوقية، و قد أجريت عدة بحوث و دراسات لقياس اثر حجم الشركة على عوائد الأسهم باختلاف العوامل الداخلية (إجمالي الأصول \_عدد عمالي الشركات \_ رأس مال الشركة) و التي بما يتحدد حجم الشركة مع أخذهم المخاطرة بعين الاعتبار توصلوا إلى وجود عدد من الانحرافات بالنسبة لسلوك أسعار الأسهم عن هذه النظرية و من أهم هذه الانحرافات أثر حجم الشركة بمعنى أن عوائد أسهم الشركات الصغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم شركات كبيرة الحجم و في دراسة أخرى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة و نسبة القيمة السوقية لتكاليف الاستبدال، الشركات الصغيرة حققت عائدا معدلا بالمخاطرة عاليا و في دراسة أخرى chan and chen أكدت الدراسة على وجود علاقة دالة إحصائية بين حجم الشركة و العائد.

ومن خلال ما سبق يمكن التوصل إلى تحديد إشكالية الدراسة كالتالي:

### ثانيا-الإشكالية العامة :

ما مدى تأثير حجم المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية على عوائد الأسهم ؟

الإشكالية الجزئية:

\_ ما نوع العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم؟

-هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد العمال المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وعوائد أسهمها؟

-هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رأس مال المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وعوائد أسهمها؟

-هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رقم الأعمال المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وعوائد أسهمها؟

### ثالثا-الفرضيات:

نظرا لطبيعة و محتوى الدراسة فقد تم إرفاق الإشكالية أعلاه بالفرضيات التالية :

1-هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة وعائد السهم؛

## مقدمة عامة

- 2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد العمال المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وعوائد أسهمها؛
- 3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رأس مال وحجم المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وعوائد أسهمها؛
- 4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رقم الأعمال المؤسسات المدرجة في بورصة عمان وعوائد أسهمها.

### رابعاً-مبررات اختيار هذا الموضوع:

- تم اختيار هذا الموضوع خاصة من قبل المستثمرين الماليين؛
- المساهمة في التنبؤ المستقبلي للمستثمر لاختيار المحافظ التي يمكن أن يتخذها للاستثمار فيها؛
- و تماشى هذا الموضوع مع مجال التخصص التقنيات الكمية في المالية؛
- الرغبة في التعرف على هذا الموضوع،و التعرف على المفاهيم المتعلقة به من الناحية النظرية ودراستها قياسياً.

### خامساً-أهداف الدراسة :

- هدفت دراستي إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد السهم وما يمكنها أن تتسبب به كالتذبذب في البورصة و التأكد إحصائياً من إمكانية تحقيق عائد أعلى من عائد السوق ومعرفة هل فعلاً أن هذا العامل (حجم المؤسسة) يؤثر تأثيراً قوياً أو ضعيفاً على عائد السهم كما أنها تتبع أهمية الدراسة من أنها تتناول متغيرات قد يكون لها أثر كبير في أسعار الأسهم في المؤسسات المدرجة في بورصة عمان. و يمكن تلخيص أهداف البحث فيما يلي:
- دراسة إمكانية وجود علاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم، والتعرف على نوع العلاقة بين المتغيرين؛
  - التعرف على المتغيرات التي تحدد حجم المؤسسة والعلاقة التي تربطها بعائد السهم؛
  - قياس و مقارنة عوائد الأسهم الشركات الصغيرة الحجم و المتوسطة الحجم و الكبيرة الحجم؛
  - الرغبة الذاتية للبحث في مجال التحليل الكمي وربطه بالأوضاع الاقتصادية.

### سادساً-أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية موضوع البحث في دراسة تأثير حجم المؤسسة على عائد السهم في البورصة عمان للأوراق المالية، ويركز هذا الموضوع على حجم المؤسسة والعائد إذ يعتبر الركيزة التي يقوم عليها أي استثمار، و هذا بتحديد مقياس إحصائي لقياس العلاقة بين حجم المؤسسة و عائد السهم من خلال مقارنة جميع أحجام المؤسسات، و مساعدة المستثمرين في فهم سلوك أسعار الأسهم و رسم سياستهم الاستثمارية و اختيار المحافظ التي تحقق لهم أعلى عائد .

### سابع-حدود الدراسة:

تقتصر الدراسة في الجانب النظري على دراسة البورصة و كيفية حساب عائد السهم والعلاقة بين حجم هاته المؤسسات و عائد السهم، أما الدراسة الميدانية تمت في بورصة عمان بالاعتماد على معطيات شهرية لسنوات 2012-2013-2014 حيث تتم دراسة المؤسسات التي تتم فيها كل الشروط.

### ثامنا-منهج البحث:

بناء على طبيعة الإشكال المطروح، و بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذا البحث، و قصد الإجابة على أسئلة البحث، تم الاعتماد على ما يلي:

\_\_ المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض الإطار العام للبورصة والمؤسسة.

\_\_ استخدام الأساليب الإحصائية و ذلك في الدراسة الميدانية من خلال دراسة العلاقة بين حجم المؤسسة و عائد السهم

\_\_ أدوات القياسية و ذلك بالاستعانة ببرنامج 9 EVIES، ونموذج Panel.

### تاسعا-مرجعية الدراسة :

تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في جانب الأدبيات النظرية و التطبيقية على الكتب باللغة العربية و باللغة الانجليزية، و مذكرات الماجستير، و في جانب الدراسة الميدانية تم الاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن بورصة عمان للأوراق المالية .

### عاشرا-صعوبات البحث

الصعوبات التي وجهتنا عند قيامنا بإعداد البحث هي:

صعوبة نقل المعلومات وتلخيصها و هذا راجع للعينه الكبيرة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تتوفر فيها شروط الدراسة(39مؤسسة)وذلك خلال ثلاث سنوات؛

صعوبة في تطبيق نموذج بانل لعدم تطرق له خلال الموسم الدراسي؛

مواجهة نقص في المساعدة من طرف الأساتذة المختصين في الاقتصاد القياسي.

### الحادية عشر-هيكل الدراسة:

تمت معالجة الدراسة ضمن فصلين الأول تمثل في الجانب النظري و الفصل الثاني تمثل في الدراسة الميدانية،ويمكن عرض

هيكل الدراسة كما يلي:

الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين الأول خصص لإبراز الأدبيات النظرية حول حجم المؤسسة و العائد وطرق حسابه و العلاقة التي تربط بين العائد و حجم المؤسسة، أما المبحث الثاني يتضمن الأدبيات التطبيقية والذي يتناول الدراسات السابقة و التعقي حول هذه الدراسات.

الفصل الثاني: خصص للدراسة الميدانية لبورصة عمان للأوراق المالية وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه تحديد طريقة وأدوات الدراسة المستخدمة في مطلبين، الأول طريقة الدراسة مجتمع الدراسة وعينتها ثم تحديد ودراسة العلاقة بين المتغيرات المؤثرة على عائد السهم و أما بالنسبة للمطلب الثاني يتضمن الأدوات الإحصائية المستخدمة و البرامج المعتمد عليها أما المبحث الثاني الذي تم التطرق فيه إلى عرض و مناقشة الدراسة لاختبار الفرضيات الأساسية وتحديد نتائج الدراسة وتحليلها ومناقشة نتائج الدراسة.

تمهيد :

إن تحقيق النمو الاقتصادي، وضمن إستراتيجيته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء و مرودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية الأزمة لذلك، حيث يعتبر موضوع تقييم العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم من المواضيع الأكثر صعوبة وتعقيدا وذلك بسبب تعدد أهدافها وطرق حسابها، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية، حيث سنحاول في هذا الفصل الأول إلى دراسة العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم حيث سنتطرق إلى مبحثين :

المبحث الأول: الأدبيات النظرية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم؛

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية .

تمهيد :

إن تحقيق النمو الاقتصادي، وضمن إستراتيجيته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسة الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء و مرودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيها منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية الأزمة لذلك ،حيث يعتبر موضوع تقييم العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم من المواضيع الأكثر صعوبة وتعقيدا وذلك بسبب تعدد أهدافها وطرق حسابها ، التي يتوقف عليها العديد من القرارات الاستثمارية ،حيث سنحاول في هذا الفصل الأول إلى دراسة العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم حيث سنتطرق إلى مبحثين :

المبحث الأول: الأدبيات النظرية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم؛

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية .

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم

في هذا المبحث تم البحث عن المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة، وأيضا المعايير المعتمدة في تصنيفها، ثم تطرقنا إلى تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وكيفية تحديد العائد حسابيا والعلاقة التي تربط بين هذه الأخيرة والمؤسسة.

### المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

تلعب المؤسسة دورا هام باعتبارها الهيكل القائم والمحرك الأساسي لكل نشاط اقتصادي إذ هي النواة الأساسية فيه، وقد تتسم بعدم الاستقرار نتيجة لجملة من المتغيرات التي تمس مجالات مختلفة.

### الفرع الأول: تعريف المؤسسة

التعريف الأول: هي تنظيم إنتاجي معين الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال جمع عوامل إنتاجية معينة، ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي، الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها، وتكاليف الإنتاج.<sup>1</sup>

التعريف الثاني: تعرف المؤسسة على أنها تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه إيجاد قيمة سوقية لتحقيق ربح.<sup>2</sup>

التعريف الثالث: أنها متعامل اقتصادي ينتج سلعا وخدمات لمتعاملين آخرين محققا نتيجة ذلك أرباحا.<sup>3</sup>

التعريف الرابع: كما تعرف كذلك على أنها تجمع إنساني تدريجي، يقوم بتسخير الوسائل الفكرية و العضلية و المالية لاستخراج، تحويل نقل توزيع الثروة أو إنتاج خدمات متطابقة مع أهداف الإدارة الجماعية بدرجات مختلفة حسب تغير الأرباح أو المنفعة الفردية أو الجماعية.<sup>4</sup>

التعريف الخامس: هي مجموعة عناصر الإنتاج البشرية والمادية والمالية التي تستخدم وتسير وتنظم بهدف إنتاج سلع وخدمات موجهة للبيع، وهذا بكيفية فعالة تضمنها مراقبة التسيير بواسطة وسائل مختلفة لتسيير الموازنات وتقنية المحاسبة التحليلية و جداول المؤشرات.<sup>5</sup>

التعريف السادس: المؤسسة هي كل تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين، هدفه دمج كل عوامل الإنتاج من اجل الإنتاج و/أو تبادل سلعة و /أو خدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، بغرض تحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني و الزماني الذي توجد فيه و تبعا لحجم و نوع نشاطها.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> عدنان كركور، التخطيط المعلمي، جامعة حلب، 1974، ص 95.

<sup>2</sup> مريم باي، السوق السندي و اشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، دراسة مذكرة الماجستير (غير منشورة)، جامعة قسنطينة، 2007-2008 ص 11 .

<sup>3</sup> محمد الجوهري، مقدمة في علم الاجتماع الصناعي، دار الكتب الجامعية، القاهرة، مصر، 1975، ص 221.

<sup>4</sup> Farouk bouyacoub, *J'entreprise et le financement bancaire*, casbah éditions, alger, 2000, p37

<sup>5</sup> عرييد خموش، محاضرات اقتصاد مؤسسة، مطابع جامعة منتوري قسنطينة، 2001، ص 3.

<sup>6</sup> بن الموفق سهيلة، أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة، مذكرة بمجستير (غير منشورة)، جامعة قسنطينة، 2005، ص 7.



ومن هنا يمكن القول أن المؤسسة عبارة عن مجموعة من الوسائل المادية والمالية و البشرية التي تعمل بطريقة مثلى لبلوغ أهدافها المسطرة لإنتاج وبيع السلع والخدمات في إطار قانوني .

## الفرع الثاني: تصنيف المؤسسات

تصنف المؤسسات حسب معايير مختلفة من أهمها: حسب طبيعة الملكية، حسب الحجم، حسب القطاع الاقتصادي، حسب الشكل القانوني.

و سيتم التركيز على معيار الحجم باعتباره موضوع الدراسة، و يتم الاعتماد على نوعين من المعايير للترقية بين المنشآت الصغيرة و الكبيرة على أساس الحجم.

### أ- المعايير الكمية :

المعايير الكمية تصلح للأغراض الإحصائية و التنظيمية، حيث يسهل بمقتضاها جمع البيانات عن المنشآت المختلفة ووضع الحدود الفاصلة بين المنشآت الصغيرة و الكبيرة.

تعدد المعايير الكمية المستخدمة للتمييز بين المنشآت الصغيرة و الكبيرة، ويمكن تصنيفها إلى نوعين :

- **التصنيف النقدي:** و يضم مبلغ رأس المال، رقم الأعمال، الاستثمارات حجم المبيعات.....الخ.
- **التصنيف الاقتصادي أو التقني :** و يضم عدد العمال ، التركيب العضوي لرأس المال ، حجم الطاقة المستعملة حجم الإنتاج ، القيمة المضافة....الخ.<sup>1</sup>

و نظرا لصعوبة استعمال كل معيار بمفرده لتصنيف المؤسسات حسب الحجم ،يستحسن استعمال معيارين في نفس الوقت (كمعباري عدد العمال و رقم الأعمال )،و رغم اختلاف الآراء حول المعايير المستعملة للتصنيف حسب الحجم ،إلا أن الأغلبية تتفق على استعمال معيار العمال كأساس للتصنيف ،وعليه فإن التصنيف الشائع على أساس معيار الحجم يقسم المؤسسات إلى نوعين هما :<sup>2</sup>

### 1-المؤسسات الصغيرة و المتوسطة: و هي تشغل عدد لا يتعدى 500عامل و مقسمة كما يلي :

- المؤسسات الصغيرة جدا TPE:تشغل ما بين 1\_9 عامل.
- المؤسسات الصغيرة PE: تشغل ما بين 10\_49 عامل.
- المؤسسات المتوسطة ME: تشغل ما بين 50و499 عامل.

<sup>1</sup> عائشة توهامي، محاولة تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مذكرة ماستر(غير منشورة )، جامعة ورقلة ،2010،ص53.

<sup>2</sup> هلال درجوم، المحاسبة التحليلية: نظام معلومات للتسيير ومساعد لاتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية ،أطروحة دكتوراه ،جامعة الجزائر ،2005،ص21.

المؤسسات الكبيرة الحجم: تشغل أكثر من 500 عامل .

هي تلك المؤسسات التي توظف 500 عامل فأكثر، ورغم قلة عددها مقارنة بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلا أنها تستوعب نسبة معتبرة من التعداد الإجمالي للأجراء، كما أنها تساهم بقسط كبير فيما يخص رقم الأعمال المحقق. ويمكن إجراء تقسيم ضمن هذا الصنف ليضم:<sup>1</sup>

- 1 للمؤسسات الكبيرة: التي يتراوح عدد عمالها بين 500 و999 عاملا.
- المؤسسات الكبيرة جدا: التي تشغل 1000 عاملا فأكثر. وغالبا ما تأخذ المؤسسات الكبرى شكلين رئيسيين هما :
- ✓ المجمع: يمثل 11 المجمع عادة مجموعة شركات تربطها علاقات مالية و اقتصادية، تمارس إحداها (الشركة الأم، الشركة القابضة) رقابة على الشركات الأخرى .
- ✓ الشركة متعددة الجنسيات: تتمثل في الشركة التي لها وحدات إنتاجية أو فروع في بلدان مختلفة .

ولكن يلاحظ أن الاسترشاد بهذا المعيار وحده قد لا يعكس بالضرورة الحجم الحقيقي للمنشأة بسبب إغفاله لحجم رؤوس الأموال المستثمرة و تقنيات الإنتاج المطبقة و درجة الكثافة الرأسمالية، هذا إلى جانب اعتماده على بيانات العمالة بأجر فقط و إغفاله للعمالة المؤقتة و الموسمية، و ذلك على الرغم من انتشارها في نطاق الأعمال الصغيرة، مما يعني التقليل من حجم العمالة الفعلية المنتمة لهذا القطاع.<sup>2</sup>

إذا قد يكون الاسترشاد بمعيار رأس المال المستثمر قد يكون أكثر فاعلية، إضافة إلى معيارين آخرين هما

- رقم الأعمال: الذي يعكس أهمية العملية التجارية للمؤسسة.

- القيمة المضافة: و التي تعبر عن الثروة الفعلية التي حققتها المؤسسة.

نظرا للانتقادات التي وجهت للمعيارين السابقين، تم المزج بينهما في معيار مشترك بحيث يتحدد حجم المنشأة الصغيرة في ظل حد أقصى كل من المشتغلين و رأس المال المستثمر .

و يتم في بعض الدول تطبيق معيار الإنتاج السنوي للتمييز بين المنشآت الصغيرة و الكبيرة العاملة في بعض القطاعات، و خاصة القطاع الصناعي، إلا إن تطبيق هذا المعيار يواجه بعض الصعوبات، أهمها عدم صلاحيته بصفة عامة في حالة المنشآت التجارية و الخدماتية .

ب- المعايير النوعية :

<sup>1</sup> مريم باي، مرجع سابق، ص 14

<sup>2</sup> بدرة شريفة، تحليل أثر حجم المؤسسة على مستوى احتياجاتها التمويلية، مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة ورقلة، 2010-2011 ص 4.

أما النوع الثاني من المعايير النوعية التي تعتمد على الفروق الوظيفية، و تصلح لإجراء التحليل الاقتصادي و تقويم كفاءة المشروعات و تحديد الدور الكامل لكل من المنشآت الصغيرة و الكبيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

تتم بشرح طبيعة كل تنظيم، وتعتمد على ثلاث معايير هم:<sup>1</sup>

- **المسؤولية:** حيث تعود معظم القرارات المتخذة في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى المالك، أي الجمع بين عدة وظائف في آن واحد، عكس المؤسسات الكبيرة التي تتميز بتقسيم الوظائف على عدة أشخاص .
- **الملكية:** في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تعود أغلبها إلى القطاع الخاص و تشكل النسبة الكبيرة منها المشروعات الفردية و العائلية.
- **طبيعة الصناعة:** يتوقف حجم المؤسسة على مدى استخدام الآلات في الإنتاج، أي الطبيعة الفنية للصناعة، فبعض المؤسسات تحتاج صناعتها إلى وحدات كبيرة نسبيا من العمل ووحدات صغيرة نسبيا من رأس المال في حين تحتاج الصناعات الأخرى إلى وحدات قليلة نسبيا من العمل ووحدات كبيرة من رأس المال.

### المطلب الثاني: مفهوم العائد وطرق حسابه

إن كلمة العائد قد تكون مضللة أحيانا إذ لم يتم تحديد المقصود منها بدقة، فلا يوجد مفهوم موحد لمعنى هذه الكلمة، حيث أن هناك كثيرا من العوامل قد تتسبب في خلق عدة مفاهيم لكلمة العائد: فالضرائب و التضخم و توقيت الحصول على التدفقات النقدية، كلها عوامل، لو أخذت بالاعتبار فإنها ستخلق مفاهيم جديدا لكلمة العائد، لكننا سنركز هنا على مفهوم محدد لهذه الكلمة، يتناسب مع غرض الاستثمار في الأوراق المالية و يكفي للتعرف على معنى العائد.

### الفرع الأول: تعريف العائد

**تعريفه:** العائد على السهم هو عائد متوقع وهو تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في حين يعد العائد المحقق فعلا هو حصيلة الإيرادات الناتجة عن عملية الاستثمار و بالتالي فإن الاختلاف بين المتوقع و المحقق يعد مخاطر موضوعية يزداد حجمها و يقل بارتفاع و انخفاض مستوى الاختلاف بين المتحقق و المتوقع.<sup>2</sup>

هو عبارة عن مجموع 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.<sup>3</sup>

العائد على السهم هو المبلغ أو نسبة الأرباح المحققة من الاستثمار أو المحفز أو المكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر، و يعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، وهذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية و غير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> احمد بوسهين، الدور التنموي للاستثمار في المؤسسات المصغرة في الجزائر، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26 العدد الأول، 2011 ص 208.

<sup>2</sup> Gangadhar.v.& Ramesh babu .G.(investment management).anmol publications.PVT. LTD (2006).p:28.

<sup>3</sup> دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص 61.

يعرف العائد على انه التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة ، كما عرف بأنه إجمالي المكاسب أو الخسائر المتحققة على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة من الزمن ، و تمثل توزيعات الأرباح النقدية للموجود خلال تلك الفترة فضلا عن التغيير في قيمة الموجود عن قيمتها الاستثمارية في بداية الفترة ، و عرف عائد السهم بأنه الأرباح التي يمكن للمستثمر إن يحققها نتيجة اقتناء و شراء السهم سواء عند الاكتتاب أو في حالة الشراء من السوق الثانوي <sup>1</sup>.

و يقصد 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. <sup>2</sup>

## الفرع الثاني: أشكال عائد السهم وطرق حسابه.

### قياس العوائد المتوقعة

مقاييس عائد السهم :

### 1 نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة EPS:

يمكن حسابه كما يلي :  $EBS = (\text{net in com} \div \text{nnumber of share})$

EPS: Earning per share

Net income : الأرباح المحققة بعد الضرائب

Number of shar : عدد الأسهم القائمة <sup>3</sup>

ويعتبر هذا المقياس من المقاييس المهمة ، إذ يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام ، حيث تسعى الشركات جاهدة لزيادته لأنه يلعب دورا مهما في تحديد سعر السهم ، إذ أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم. <sup>4</sup>

### 2 نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

ويقيس هذا المقياس ما سوف يحصل عليه المستثمر من النقود و الأرباح لقاء وجود هذا السهم في محفظته و يحسب كما يلي :

<sup>1</sup> Gitmon. L.Lawnece.(principles of managerial al finance).9ed.USA.2000. P ;238

<sup>2</sup> قريدة سايح ،محاولة قياس الرفع المالي على عوائد الأسهم ،مذكرة ماستر(غير منشورة)،جامعة ورقلة ،2013-2014 ص 7.

<sup>3</sup> عبده،رامي صالح إسماعيل،العلاقة بين قيمة النسبة الدفترية للقيمة السوقية للسهم ونصيب السهم من الأرباح وبين عائد السهم ،رسالة ماجستير(غير منشورة )،الجامعة الأردنية ،الأردن ،،2001ص23.

<sup>4</sup> علي فكرون ،أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم ،مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة ورقلة ،2012-2013،ص 5

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = الأرباح الموزعة للتوزيع على المساهمين العاديين

عدد الأسهم العادية

وهو يساوي أيضا القيمة الاسمية للسهم في نسبة التوزيع المعلن عنها.

**3 الربح الجاري للسهم** و يعد من المقاييس المهمة في عملية تقييم السهم من وجهة نظر المستثمر حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي يدفعه المستثمر ثمنا للسهم (إذ أراد شرائه) على توليد الربح، ويحسب كما يلي:

الربح الجاري للسهم = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة × 100%

القيمة السوقية للسهم

**4 عائد فترة الاحتفاظ :**

ويقيس لنا العائد المحقق خلال فترة الاحتفاظ بالسهم و يحسب بالعلاقة التالية:

$$R_t = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

$P_{t-1}$

حيث إن:

D: التدفقات الجارية (العائد الجاري) ؛  $P_t$ : سعر السهم في التاريخ t (البيع) ؛  $P_{t-1}$ : سعر السهم في التاريخ t-1 (ال شراء)<sup>1</sup>.

**المطلب الثالث: العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم**

المتعاملون يصنفون الشركات المقيدة أسهمها في السوق إلى شركات كبيرة أو صغيرة. وللتفرقة بينها نعتد على حجم أصول الشركة، ورأس المال السوقي، وحجم الإيرادات وعدد العمال وغيرها من البدائل العملية لقياس حجم الشركة.

**الفرع الأول: علاقة حجم الشركة بكفاءة السوق**

لمعرفة العلاقة بين حجم الشركة و عائد السوق يمكننا طرح التساؤل التالي:

• ما هي علاقة حجم الشركة بكفاءة السوق؟

<sup>1</sup> محمد طنب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص111

للإجابة يجب علينا أن نعرف الفرق بين درجة شفافية الشركات الكبيرة وشفافية الصغيرة. ويجب ربط حجم الشركة باهتمامات أكبر عدد من المتعاملين في السوق.

فالشركات الكبيرة لم تظهر بحجمها الحالي مباشرة وإنما الحجم الحالي لأي شركة عبارة عن دالة في أمرين:

١- رأس المال عند التأسيس، الأمر الذي يرتبط بنشاط الشركة وقابليته للتجزئة، مثل صناعة الإسمنت تبدأ برأس مال كبير لحاجتها لطاقة وتكنولوجيا عالية.

٢- أداء الشركة بعد التأسيس وقدرتها على النمو والتوسع خلال سنوات النشاط من خلال الفوائض المحتجزة من الأرباح السنوية والمعاد استثمارها. إلا أن هناك صفقات تحقق النمو والحجم الكبير بسرعة مثل الاستحواذ و الاندماج.

الشركات الكبيرة تجذب اهتمامات الأكثر من المتعاملين في السوق مثل شركة سابك بالمملكة، وبذلك الشركات الكبيرة تكون دائما تحت مراقبة السوق وتعاقب أكثر من غيرها في حالة نقص المعلومات عنها، لذلك الشركات الكبيرة تكون أكثر شفافية من الصغيرة، وبإفصاحها الشركات الكبيرة يمكنها أن تحصل على الأموال بتكلفة أقل. ويجب الإيضاح أن كفاءة السوق تقاس بعدد الأسهم الكبيرة النشطة ويحكم على كفاءة السوق من كفاءة تلك الأسهم. فمؤشرات السوق مثل داو جونز وناسداك وفاينانشيال تايمز تضم مجموعة مختارة من أنشط الأوراق المالية<sup>1</sup>.

أو من خلال الفرضية التالية:

**الفرع الثاني: مفهوم أثر الحجم (Size effect) كانهرف على فرضية كفاءة السوق :**

أشارت فرضية كفاءة السوق إلى أن أسعار الأسهم السوقية تعكس و بسرعة المعلومات المتوفرة نو من خلال هذا المفهوم، يجب أن لا يكون هناك اختلاف بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، و عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، و ذلك كون المعلومات تنعكس أولا بأول على أسعار أسهم جميع الشركات بغض النظر عن حجمها، و لكن العديد من الدراسات و الأبحاث و التي أجريت على الأسواق المالية العالمية أشارت إلى و جود عدد من الانحرافات (Anomalies) بالنسبة لسلوك أسعار الأسهم عن هذه النظرية ومن أهم هذه الانحرافات أثر حجم الشركة بمعنى أن عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد الشركات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <https://www.google.dz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwjSi9TQtJvLAhVJExoKHQ2>

<sup>2</sup> د شقيري نوري موسى، د وليد احمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطرة، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، العدد التاسع عشر، العراق، 2009، ص 17.

## المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

سنتطرق في هذا المبحث مراجعة بعض الأبحاث و الدراسات العلمية السابقة المتعلقة بأثر حجم المؤسسة على عائد السهم حيث تم ترتيب هذه الدراسات على أساس درجة التشابه و الاختلاف فيبينها وبين الدراسة الحالية و سيتم التطرق إلى عرض بالدراسات السابقة ثم نتطرق إلى تقييمها و أخيرا سنرى موقع دراستنا من الدراسات السابقة.

### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

حسب ما تم الاطلاع عليه كانت أهم الدراسات السابقة في هذا الموضوع و ذلك بشكل جزئي فقط ما يلي:

أولاً: دراسة على فكرون، أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم، دراسة حالة بورصة قطر 2010-2012، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكاديمي: تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة 2012-2013، حيث عرج على الإشكالي التي تدور حول إيجاد تأثير لحجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة قطر على عائد السهم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار وقد كان الهدف منها إيجاد ذلك التأثير بين حجم المؤسسة في بورصة قطر على العائد و توصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة قطر و عائد السهم و هي علاقة عكسية، أي أن عائد أسهم المؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عائد المؤسسات كبيرة الحجم، واثبت من خلال فرضياته انه كلما نقص حجم المؤسسة زاد عائد السهم في كل مرة باختلاف المتغيرات(عائد السهم مقسوما على بيتا، عائد السهم مقسوما على الانحراف المعياري)؛

ثانياً : دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد السهم في سوق عمان المالي، قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا كلية العلوم الإدارية و المالية يونيو 2008. حيث عرجت إلى عدة إشكاليات تضم معظمها العلاقة بن العوامل المؤثرة على عائد السهم العوامل الداخلية والعوامل الخارجية (معدل التضخم، ميزان المدفوعات من فائض و عجز، ارتفاع و انخفاض سعر الفائدة، العجز في الموازنة العامة، الناتج المحلي الإجمالي، رأس مال الشركات، عدد عاملي الشركات)، وكان الهدف من الدراسة معرفة العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب الحاد وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم، وأهم ما توصلت إليه الدراسة ما يلي: وجود علاقة طردية بين التضخم النقدي و أسعار الفائدة و عدد العاملين و حجم رأس المال و عوائد الأسهم، أما بالنسبة للعوامل الأخرى (عجز أو فائض ميزان المدفوعات و الموازنة العامة للدولة و الناتج المحلي تبين عدم وجود علاقة بينها وبين عائد السهم.

ثالثاً : د شقيري نوري موسى، د وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطرة، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة 1999-2006، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية (2009) العدد التاسع عشر، تهدف الدراسة في إذا ما كان هناك مهم إحصائياً بين حجم الشركة و عائد السهم و المخاطر الكلية و النظامية، و التأكد إحصائياً من إمكانية تحقيق عائد على من عائد السوق(عائد غير عادي) بتباع استراتيجيات في تكوين محفظة استثمارية تحوي أسهم الشركات صغيرة الحجم بقياس ومقارنة عوائد أسهم الشركات الصغيرة الحجم و عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم (مقاسه بمعامل بيتا و الانحراف المعياري وتعديلها بالمخاطر

النظامية والمخاطر الكلية)، وقد توصل إلى وجود اثر للحجم على عائد السهم و إن عوائد الشركات كبيرة الحجم أكبر من عوائد الشركات صغيرة الحجم (بعد إهمال المخاطرة ) ووجود أثر دال إحصائيا بين الخاطرة (الكلية و النظامية ) و حجم الشركة ،حيث أن المخاطر النظامية في الشركات الكبيرة أكبر من المخاطر النظامية في الشركات الصغيرة الحجم و المخاطر الكلية في الشركات صغيرة الحجم أكبر من الشركات كبيرة الحجم ،وتوصل أيضا أن المخاطر الكلية التي تتعرض لها الشركات صغيرة الحجم في معظمها هي مخاطر غير نظامية.

رابعا: دراسة غرايبي و هريش بعنوان اثر مضمون التقارير المالية السنوية من المعلومات على حجم التداول باسهم الشركات المساهمة العامة.وقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين حجم الشركة وحجم التداول في فترة نشر التقارير المالية السنوية،وتحديد العلاقة بين العوائد غير عادية وحجم الشركة حيث تكونت عينة الدراسة من70شركة مدرجة في سوق عمان المالي،وقد اعتمدت هذه الدراسة إجمالي الأصول كمقياس لحجم الشركة.وتوصلت الدراسة الى النتائج التالية:

-وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين حجم التداول في فترة نشر التقارير المالية وحجم الشركة؛

- وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بن حجم الشركة و العائد الغير العادي ،بمعنى أن عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أكبر من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم.

#### خامسا:دراسة Banz,R.the relationship Betweenretrn and Market Value of the commonStock,Journal of Financial Economics,arch,1981

عالجت هذه الدراسة العلاقة بين العائد و القيمة السوقية للسهم للشركات الصغيرة و المتوسطة الحجم مع الشركات المتوسطة و الكبيرة الحجم في سوق نيويورك و قد توصل إلى أن عوائد الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم شركات كبيرة الحجم، حيث وجد أن الزيادة في عائد أسهم الشركات الصغيرة و المتوسطة الحجم بلغ 152% مقارنة مع عوائد أسهم الشركات المتوسطة والكبيرة الحجم على أساس شهري و19.8% على أساس سنوي، وهذا يعني أن المستثمرون يطلبون بعلاوة مخاطرة أعلى من المؤسسات الصغيرة، وذلك بسبب ارتفاع مخاطر السيولة الناجمة عن انخفاض تداول أوراقها المالية حيث يؤدي شراء أو بيع كميات كبيرة من أوراقها إلى تذبذب كبير في أسعارها.

#### سادسا:دراسة Chan,Kandchen,Nai-fu.1988.Anunconditional asset pricing tast and the roll of firm size as instrumental variable of finance .

1988chan end chen هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين العائد و معامل  $\beta$  في حالة وجود متغير هو حجم الشركة و قد اشتملت عينة الدراسة على أسهم الشركات المدرجة في سوق نيويورك للفترة الزمنية الممتدة ما بين (1949-1983) حيث تم تشكيل (20)محفظة من هذه الأسهم ورتب المحافظ على أساس القيمة السوقية كمقياس للحجم و أكدت الدراسة على وجود علاقة دالة إحصائيا بين حجم الشركة و العائد .



## المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة

سيتم من خلال هذا المطلب التعرف إلى أوجه الشبه و أوجه الاختلاف بين هذه الدراسات كما سنتطرق إلى معرفة موقع دراستنا من الدراسات السابقة.

### الفرع الأول: أوجه الشبه للدراسات فيما بينها

كل الدراسات تطرقت إلى دراسة العلاقة بين حجم الشركة و عائد السهم

و البحث عن دلالة إحصائية سواء كانت عكسية أم طردية

في أغلب الدراسات السابقة تم الأخذ بالمخاطرة بعين الاعتبار سواء كانت المخاطر النظامية او المخاطر الكلية

تم اخذ القيمة السوقية في كل من الدراسات السابقة كمعيار لتحديد حجم الشركة

أجريت هذه الدراسة بيانات الشركات المسعرة في البورصة كما هو الحال بالنسبة للدراسات السابقة.

### الفرع الثاني : أوجه الاختلاف

-حسب الدراسات السابقة كانت أوجه الاختلاف كالتالي:

الدراسة الأولى: تم اخذ تعريف البورصة و كفاءة السوق المالي و مفهوم أثر الحجم كإختراف على فرضية كفاءة البورصة، حساب الإختراف المعياري و معامل بيتا بالنسبة للمؤسسات عينة الدراسة لقياس المخاطرة ثم بناء نموذج الانحدار البسيط لدراسة العلاقة بين المتغيرات،و أخذ القيمة السوقية كمعيار يعبر عن الحجم.

الدراسة الثانية: تم اخذ جميع العوامل الداخلية و الخارجية المؤثرة على عائد السهم ثم بناء نموذج الانحدار الخطي المتعدد بأخذ سبعة متغيرات مستقلة و متغير تابع وهو العائد واستخدام برنامج spss، تم أخذ معيار(عدد العمال وحجم رأس المال)كمعيار يعبر عن الحجم.

الدراسة الثالثة:تم التركيز على القطاع الصناعي فقط، تمت الدراسة بإهمال المخاطرة في الفرضية الأولى ثم تطرق إليها في الفرضيات الموالية في دراسة العلاقة بين الحجم و العائد، وقد تم إهمال الشركات المتوسطة الحجم خلال الدراسة، و أخذ القيمة السوقية كمعيار يعبر عن الحجم.

الدراسة الرابعة:لقد أخذ في اختبار العلاقة متغيرين (حجم الشركة وحجم التداول) على عائد السهم في فترة نشر التقارير المالية السنوية، و البحث عن تحديد العلاقة بين العوائد غير عادية وحجم الشركة،و أخذ إجمالي الأصول كمعيار يعبر عن الحجم.

الدراسة الخامسة: تم في هته الدراسة قام بفحص العلاقة بين العائد و القيمة السوقية في الشركات الصغيرة و المتوسطة والكبيرة الحجم على أساس شهري وعل أساس سنوي، تم أخذ القيمة السوقية كمعيار يعبر عن الحجم.

الدراسة السادسة: تم في هته الدراسة تحويل العينة إلى محافظ بلغ عددها 20محفظة ورتبت على أساس القيمة السوقية واعتمد عليها كمقياس للحجم.

### المطلب الثالث: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

هناك تشابه بين هذه الدراسة و الدراسات السابقة تربط بينها دراسة العلاقة بين حجم الشركة وعائد السهم ،و تختلف في أنها تربط بين عدة متغيرات مستقلة (رأس المال وعدد العمال ورقم الأعمال ) كلها تحدد بشكل دقيق حجم الشركة و متغير تابع عائد السهم بالاعتماد على نموذج بانل في الدراسة التطبيقية وهذا ما لم تتطرق إليه الدراسات السابقة خلال فترة زمنية مدتها ثلاث سنوات .

## الخلاصة

تم في هذا الفصل التطرق إلى مفهوم المؤسسة الاقتصادية وتصنيف المؤسسات عامة والتركيز على معيار الحجم لأنه موضع الدراسة وقد استخلصنا عدة نقاط من خلال هذا الفصل، أثبتت العديد من الدراسات أن لحجم المؤسسة اثر على عائد السهم، وتم تحديد هذه العلاقة بناء على نظرية كفاءة السوق (Efficient Market Theory): لا يجب أن يكون هناك فروق بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار وعوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم مع أخذ المخاطرة بعين الاعتبار، وبعد العديد من الدراسات التي أجريت على البورصات العالمية، أشارت إلى وجود عدد من الانحرافات منها أثر حجم المؤسسة على عائد السهم، بمعنى أن عوائد أسهم مؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم مؤسسات كبيرة الحجم .

و لمعرفة أكثر لطبيعة الظاهرة وهذا بعد التطرق لدراسات السابقة سنحاول من خلال الفصل الثاني تطبيق ما تم استخلاصه في الجانب النظري، و معرفة ما إذا كانت هناك علاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم وكيف يمكن قياسها.



تمهيد

بعد التطرق إلى أهم المفاهيم النظرية حول ماهية المؤسسة و أخذنا معايير تصنيف المؤسسات وتركيز على معيار الحجم باعتباره موضوع الدراسة وتعريف عائد السهم و طرق حسابه والعلاقة التي تربط بين كل من حجم المؤسسة وعائد السهم في الفصل الأول.

سنحاول في هذا الفصل القيام بالدراسة من الناحية القياسية، و ذلك بإتباع خطوات منهج الاقتصاد القياسي و الإحصائي و سنقوم في هذا الفصل بتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة (عدد العمال و رقم الأعمال و رأس المال) والمتغير التابع عائد السهم من خلال :

- حساب عائد السهم للمؤسسات عينة الدراسة ؛
- تحديد لعلاقة بين (رأس المال - عدد العمال - رقم الأعمال ) و عائد السهم؛
- بناء النموذج الذي يفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة ومن ثم الإجابة على فرضيات الدراسة و مناقشة النتائج.

**المبحث الأول: طريقة و أدوات الدراسة**

يتم التطرق في هذا المبحث إلى طريقة جمع بيانات الدراسة من اختيار المجتمع و العينة، كذلك مصادر جمع المعلومات وأدوات الدراسة، متغيرات الدراسة و أساليب الإحصائية المستخدمة بالإضافة إلى محددات الدراسة.

**المطلب الأول: طريقة الدراسة**

حتى تتحقق الأهداف المرجوة من الدراسة كان من الضروري الإحاطة بمجتمع و عينة الدراسة وكذا طبيعة متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستعملة لحساب النتائج.

**الفرع الأول: مجتمع الدراسة و عينتها****أولاً: مجتمع الدراسة****1-نشأة سوق عمان المالي للأوراق المالية :<sup>1</sup>**

تأسست في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة مصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة بموجب قانون الأوراق المالية و تعديلاته رقم 23 لسنة 1997. تتمتع البورصة بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية و إشرافها.

**2-غاية سوق عمان المالي للأوراق المالية :**

تشمل غاية السوق وفقاً لقانون عمان المالي رقم السنة 1990 ما يلي:

- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية و توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي؛
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل و سهولة وسرعة وما يضمن مصلحة البلاد المالية و حماية صغار المدخرين؛
- جمع المعلومات و الإحصاءات اللازمة لتحقيق الغايات المذكورة ونشرها.

**3-أهداف سوق عمان المالي للأوراق المالية:**

- إيجاد بيئة استثمارية جاذبة و آمنة و منافسة تتسم بالشفافية و المصداقية؛
- تطوير عمليات و أساليب و أنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالمياً؛
- تطوير العمل في البورصة و التمييز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة ؛
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين و المهتمين؛
- تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع و بشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية؛
- زيادة عمق و شفافية السوق و تنوع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين ؛
- تعزيز التعاون المشترك مع البورصات و المنظمات و الاتحادات العربية و الإقليمية و الدولية.

**ثانياً: عينة الدراسة**

شروط اختيار عينة الدراسة: لقد تم اختيار هذه الشركات بناء من الأسباب التالية:

✓ الشركات التي يكون تداول أسهمها غير مستمر خلال فترة الدراسة؛

<sup>1</sup> بورصة عمان، التقرير السنوي السابع عشر، 2015، ص7، تاريخ الاطلاع: 2016/04/02، من الموقع: <http://www.ase.com.jo/ar/node/1652>.

✓ الشركات التي اندمجت مع شركات أخرى خلال فترة الدراسة ؛

✓ الشركات التي بياناتها غير متوفرة خلال فترة الدراسة؛

✓ الشركات التي عملت على تجزئة أسهمها خلال فترة الدراسة ؛

✓ الشركات التي قامت بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة ؛

✓ أن لا تكون المؤسسة قد تعرضت لعملية اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة.

تتمثل عينة الدراسة من مجموعة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2012 إلى غاية 2014 على أن تكون عينة الدراسة استوفت الشروط السابقة وبذلك انحصرت عينة الدراسة على 39 مؤسسة مدرجة في بورصة عمان، وقد تم ترتيب هذه المؤسسات تصاعدياً حسب الحجم انظر الملاحق (3،2،1)، و بناء على التقارير السنوية المنشورة في البورصة خلال فترة الدراسة .

### ثالثاً:-مصادر جمع البيانات

لقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة المباشرة وغير مباشرة بموضوع الدراسة وهي كما يلي:  
أ-المصادر الأولية: وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة وتتمثل في البيانات التي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني الخاص ببورصة عمان لسوق الأوراق المالية حيث تم جمع البيانات و المعلومات المتعلقة بالشركات المكونة لعينة الدراسة، حيث تتمثل هذه المعلومات أساساً فيما يلي :

✓ عوائد الشركات ؛

✓ رقم أعمال الشركات؛

✓ عدد عمال الشركات؛

✓ رأسمال الشركات.

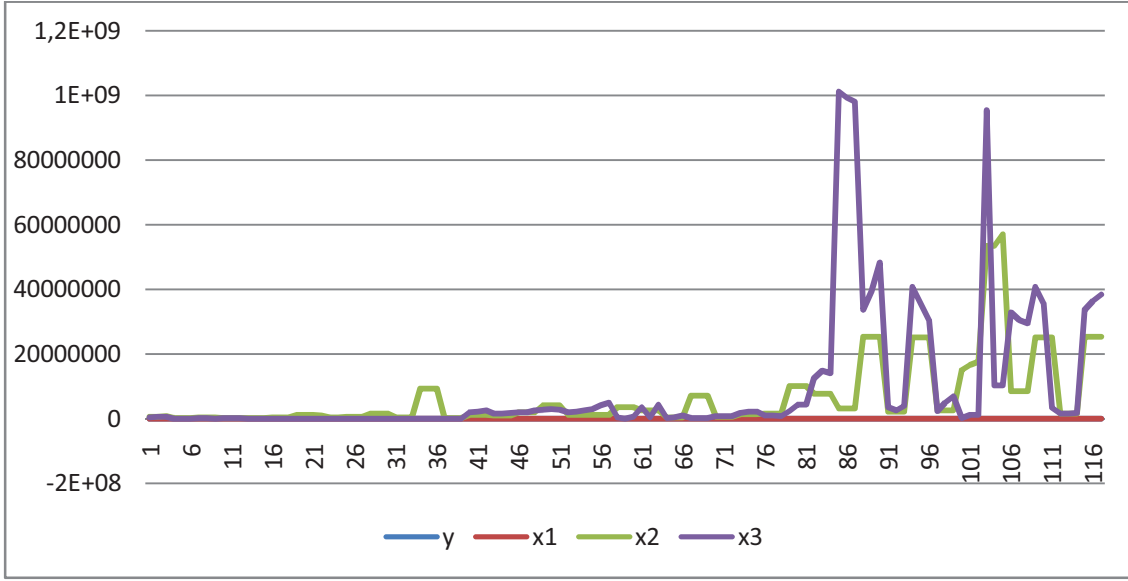
ملاحظة: تؤخذ كل هته المعلومات خلال فترة الدراسة 2012-2014

ب-المصادر الثانوية: وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في الجانب النظري من الدراسة حيث تنوعت بين الكتب و المجلات العلمية و المذكرات ، كما قمنا بالاطلاع على مختلف الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع حجم المؤسسة و العائد.

### الفرع الثاني: أولاً:تحديد و دراسة العلاقة بين المتغيرات المؤثرة على عائد السهم

قصد معرفة العلاقة بين عائد السهم و رأس المال و عدد العمال و رقم الأعمال قمنا بتحديد عائد السهم المتغير التابع و المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تتمثل في عدد العمال و رأس المال و رقم الأعمال كمتغيرات مستقلة.

الشكل رقم (1-2): تطور عدد العمال ورأس المال ورقم الأعمال للمؤسسات بدلالة عائد السهم .



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج excel2007.

نلاحظ من خلال هذا المنحنى أن العلاقة بين عائد السهم و عدد العمال طردية وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية، أما بالنسبة رقم الأعمال ورأس المال نلاحظ انه لا يوجد تأثير بينهما مع عائد السهم وهذا لا يتفق مع النظرية الاقتصادية.

### الفرع الثالث: صياغة نموذج بانل

من أهم مراحل بناء النموذج هي صياغته , حيث يتم تحديد المتغيرات التي تأثر على عائد السهم , و في هذا المطلب سنتطرق الى تحديد المتغيرات و ترميزها بحيث نجد:

المتغير التابع: يتمثل في عائد السهم (Y)

المتغيرات المفسرة المستقلة: تتمثل في - عدد العمال (x1) - رأس المال (x2) - رقم الأعمال (x3)

بعد عملية تحديد المتغير التابع و المتغيرات المستقلة و تجميع البيانات الخاصة بهم تم تحديد الشكل الرياضي للنموذج القياسي كما يلي :

$$Y = f(x_1, x_2, x_3)$$

نقوم بقدير معادلة النموذج القياسي الخاص بعائد السهم و صياغته الرياضية كما يلي:

$$Y = B_0 + B_1x_{1i} + B_2x_{2i} + \beta_3x_{3i} + \mu_i$$

حيث أن :



(i) يمثل الزمن أي قيمة المتغير في السنة؛  $X_{1i}$  : يمثل عدد العمال ؛  $X_{2i}$ : يمثل رأس المال؛  $X_{3i}$  : يمثل رقم الأعمال.

### المطلب الثاني: الأدوات التي استخدمتها الدراسة

لقد تم تمثيل حجم المؤسسة برأس المال و عدد العمال ورقم الأعمال وهي المتغيرات المستقلة في الدراسة وقد تم استنتاجها من خلال التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات عينة الدراسة، وهذا أيضا بالنسبة للعائد، أنظر الملحق رقم (1،2،3)، وتم تقدير النموذج المستخدم الذي يتمثل في بانل وذلك بالاعتماد على مخرجات Eviews9 وExcel2007. بعد تمثيل المتغيرات وإعطائها الصورة الواضحة لطبيعة العلاقة كما هو موضح في الجدول رقم (...)، ولغرض اختبار فرضيات الدراسة تم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام نموذج بانل بهدف تفسير تأثير متغيرات المستقلة (عدد العمال و رقم الأعمال ورأس المال على عائد السهم)، وذلك بإتباع خطوات منهج الاقتصاد القياسي و الإحصائي ، ولتمثيل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية المدروس بغرض توضيح وتفسير الظاهرة الاقتصادية، تتمثل الأدوات في :

نماذج بانل <sup>1</sup> Panel data: هي نماذج إحصائية تعني دراسة المشاهدات مقطعية من خلال فترات زمنية، حيث إذا كانت هذه الفترات الزمنية متساوية سمية بالبيانات الطويلة المتزنة أما إذا كانت غير متساوية فتسمى بنماذج البيانات الطويلة غير المتزنة، و تكتب الصيغة الرياضية لنماذج بانل كالتالي :

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{it} \beta_j X_{j(it)}$$

حيث:

$Y_{it}$ : قيمة متغير الاستجابة التابع للملاحظة i عند الزمن t  $t=1.2..... T$   $i=1.2.3.....n$

$\beta_0 (i)$ : نقطة التقاطع للملاحظة  $\beta_j$ : قيمة ميل الانحدار

$\sum (it)$ : قيمة الخطأ للملاحظة i عند الفترة t  $X_{j(it)}$ : قيمة المتغيرات التفسيرية للملاحظة i عند الفترة t

وتنقسم إلى ثلاث أشكال وهي:

- نموذج الانحدار التجميعي PRM: تعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بانل لكون إن جميع معاملات  $\beta_0(i)$  و  $\beta_j$  تبقى فيه ثابتة فهو يهمل تأثير المكان، وعليه فإن صيغته الرياضية تصبح من الشكل التالي:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{it} \beta_j X_{j(it)} + E_{it}$$

نموذج التأثيرات الثابتة FAM: تكون المشاهدات المقطعية أو الزمنية كقواطع تعبر عن الاختلافات الفردية او الزمنية أي أن النموذج يسمح بحدوث ثوابت تفاوت حسب كل مشاهدة مقطعية أو حسب كل فترة زمنية، و تكتب الصيغة الرياضية للنموذج على النحو التالي :

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{it} \beta_j X_{j(it)} + E_{it}$$

<sup>1</sup> بن حمودة نجيب، لبطالة ومحدداتها في دول المغرب العربي، دراسة قياسية تحليلية 1989-2012، مشروع مذكرة لاستكمال شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني، جامعة ورقلة، 2014، ص12.

نموذج التأثيرات العشوائية REM: يعتبر هذا النموذج عكس نموذج التأثيرات الثابتة حيث أن المشاهدات المقطعية و الزمنية ما هي إلا معالم عشوائية وعليه فإن متوسطها معدوم وتباينها ثابت حيث يأخذ الثابت فيها الصيغة التالية:

$$B_0 = \mu + v_i$$

بتعويض هذه الصيغة في الصيغة العامة نجد:

$$Y_{it} = \mu + \beta_0(i) + \sum_{it} \beta_j X_{j(it)} + V_i + E_{it}$$

المبحث الثاني: عرض و مناقشة النتائج

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى عرض النتائج الخاصة بنموذج بانل بالإضافة إلى مناقشة وتحليل هذه النتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

نهدف من خلال هذا المطلب تقدير اختبار النموذج التجميعي و النموذج التأثيرات الثابتة و نموذج التأثيرات العشوائية من ثم اختيار النموذج الملائم و المقاضلة بين هذه النماذج.

الفرع الأول: اختبار النموذج التجميعي

▪ **جدول (1-2) نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM):**

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/28/16 Time: 21:21  
 Sample: 2012 2014  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 39  
 Total panel (balanced) observations: 117

المتغيرات	المعامل (coefficient)	t-statistic	الاحتمال (Prob)
C (الثابت)	-0.170572	-1.295110	0.1979
X1 (عدد العمال)	0.001297	5.464028	0.0000
X2 (رأس المال)	-1.17E-09	-0.490020	0.6251
X3 (رقم الاعمال)	-2.70E-09	-4.007827	0.0001
R-squared	0.497724		
f-statistic	37.32538		
Prob(f-statistic)	0.000000		
Durbin-watson stat	2.283026		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (eviews9).

وفقا للجدول (1-2) تم تقدير معادلة الانحدار التجميعي على النحو التالي:

$$y_{PRM} = -0.170572 + 0.001297X_1 - 1.17e-09X_2 - 2.70e-09X_3$$

دراسة مدى صلاحية النموذج المقدر

أولاً: اختبار معنوية المعلومات

لمعلومات المقدر  $T_{TAB}$  والقيم المجدولة  $T_{CAL}$  سنقوم بعرض نتائج ستودنت من خلال جدول نوضح من خلاله القيم المحتسبة.

الجدول رقم (2-2): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر .

المتغيرات	المقدرات	القيمة المحتسبة $T_{cal}$	القيمة المجدولة $T_{tab}$	ادنى مستوى معنوية Prob
الثابت	$B_0$	-1.295110	1.959	0.1979
$X_1$	$B_1$	5.464028	1.959	0.0000
$X_2$	$B_2$	-0.490020	1.959	0.6251
$X_3$	$B_3$	-4.007827	1.959	0.0001

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (eviews9).

ثانياً: اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم باستخدام معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F انطلاقاً من الجدول (2-2).

ثالثاً: دراسة مشاكل التقدير

يمكن الكشف عن مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء باختبار و هو اختبار (Durbin watson) .

نستخرج قيمة DW حيث تساوي إلى 2.283026، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي DW نستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى

والأدنى  $dL$  و  $dU$

لدينا  $n$ : (عدد المشاهدات) = 39  $K$  (عدد المتغيرات) = 3

ومنه:  $dL=1.33$ ،  $dU=1.66$

و فيه يقوم اختبار الارتباط من الدرجة الأولى فقط و الشكل الموالي يوضح .

الشكل (2-2): مناطق القبول و الرفض ل (DW) المحتسبة.

0	1.33	1.66	2.34	2.67	4
$P > 0$	؟	$P = 0$	؟	$P < 0$	
وجود ارتباط موجب	حالة الشك	لا يوجد ارتباط	حالة الشك	وجود ارتباط سالب	
D1	D2	2.283026	4-D2	4-D	

المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة

بعد محاولة تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة، تعذر ظهور جدول نتائج التأثيرات الثابتة وهذا يعود لعدة أسباب منها :

- يمكن أن يكون حجم العينة صغيرة؛

- لأن المصفوفة أحادية بالتالي لم أجد نموذج التأثيرات الثابت؛

وبعد مواجهة هذا الاحتلال وجدت بقية النماذج فقارنت فيما بينها (Hausman·LH).

(هذه النتائج بعد الاستعانة بالدكتور بن قانة إسماعيل حيث طرح مواصلة الاختبارات).

الفرع الثالث: اختبار التأثيرات العشوائية

جدول (3-2) نتائج التأثيرات العشوائية (REM)

Dependent Variable: Y  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 05/06/16 Time: 11:11  
Sample: 2012 2014  
Periods included: 3  
Cross-sections included: 39  
Total panel (balanced) observations: 117  
Swamy and Arora estimator of component variances

الاحتمال (Prob)	t-statistic	المعامل (coefficient)	المتغيرات
0.4277	-0.795978	-0.126201	C (الثابت)
0.0000	5.757920	0.001613	X1 (عدد العمال)
0.2334	-1.198169	-3.42E-09	X2 (رأس المال)
0.0000	-5.982139	-3.99E-09	X3 (رقم الأعمال)
0.354282			R-squared
20.66633			f-statistic
0.000000			Prob(f-statistic)
3.216329			Durbin-watson stat

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (eviews9)

وفقا للجدول (1-2) تم تقدير معادلة التأثير الثابت على النحو التالي:

$$Y = -0.126201 + 0.001613 X1 - 3.42e-09 X2 - 3.99e-09 X3$$

دراسة مدى صلاحية النموذج المقدر

اولا: اختبار معنوية المعلومات

سنقوم بعرض نتائج ستودنت من خلال جدول نوضح من خلاله القيم المحتمسة.  $T_{CAL}$  و القيم الجدولة  $T_{TAB}$  لمعلمت المقدرة

الجدول رقم (2-4): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر .

المتغيرات	المقدرات	$T_{cal}$ القيمة المحتمسة	$T_{tab}$ القيمة الجدولة	ادنى مستوى معنوية Prob
الثابت	$B_0$	-0.795978	1.959	0.4277
$X_1$	$B_1$	5.757920	1.959	0.0000
$X_2$	$B_2$	-1.198169	1.959	0.2334
$X_3$	$B_3$	-5.982139	1.959	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة.

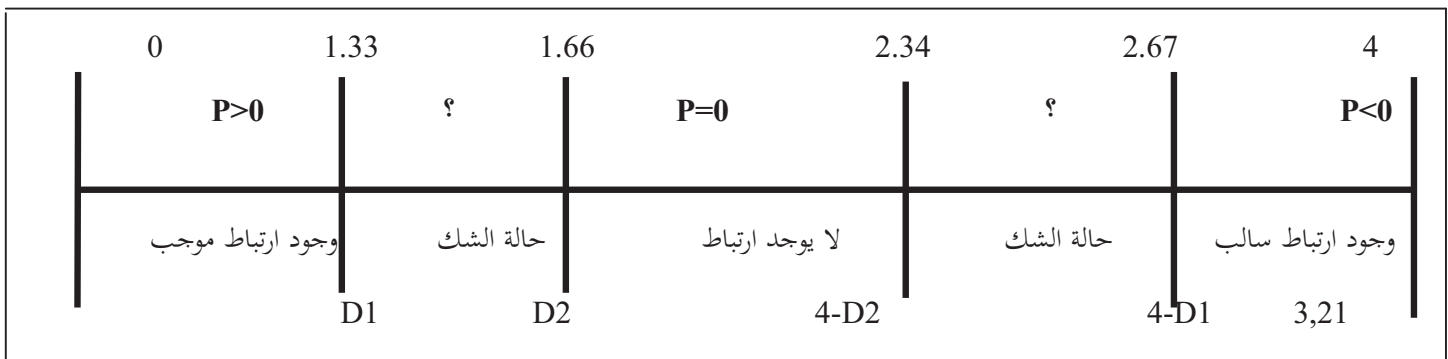
ثانيا: اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم باستخدام معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F انطلاقا من الجدول (2-5).

ثالثا: دراسة مشاكل التقدير

يمكن الكشف عن مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء باختبار و هو اختبار (Durbin watson) .  
و فيه يقوم اختبار الارتباط من الدرجة الأولى فقط و الشكل الموالي يوضح .

الشكل (2-3): مناطق القبول و الرفض ل (DW) المحتمسة.



المصدر: من إعداد الطالبة.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة درين واطسون المحتمسة تقع في منطقة وجود ارتباط سالب وذلك ما يدل على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء .

الفرع الرابع: أساليب اختبار النموذج الملائم للدراسة

في أول ما يجب القيام به عند استخدام نموذج بانل هو التحقق من خاصية التجانس أو عدم التجانس للنموذج المستخدم أو المدرس، ولتحديد النموذج المناسب للبيانات الطويلة سوف نقوم بعرض أسلوبين الأول: أسلوب الاختبار بين نموذج الانحدار

التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة عن طريق اختبار مضاعف لاجرنج (LM)، والثاني: هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، في حالة وجود أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم فإننا نقوم بالاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار مضاعف لاجرنج.

- اختبار النموذج الملائم:

يتم اختيار النموذج الملائم عن طريق Test LM

نقوم باستخدام هذا الاختبار من أجل التأكد أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة.

جدول (2-5) نتائج اختبار مضاعف لاجرنج (LM)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

Breusch and Pagan Lagrangianmultiplier			
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	4.482950	0.270460	4.753410
	(0.0342)	(0.6030)	(0.0292)

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج (Eviews9)

ثانيا: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) والتأثيرات الثابتة (FEM) أو العشوائية (REM) :

للمفاضلة بين هذين النموذجين نلجأ إلى اختبار هوسمان (Hausman test) الموضح في الجدول التالي :

-اختبار هوسمان Hausman

يستخدم هذا الاختبار لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة أي من أجل الاختيار بين FEM و REM فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولية إحصائية، يتم رفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل.

باستعمال برنامج (Eviews9) تحصلنا على النتائج التالية :

جدول (2-6): نتائج اختبار هوسمان Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Hausman test	
Chi-Sq. Statistic	Prob
74.556781	0.0000

المصدر : من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج (Eviews9)

المطلب الثاني : تحليل النتائج

الفرع الأول:تحليل نتائج اختبار النموذج التجميعي

اولا:التفسير الاقتصادي لنتائج التقدير :

1-من خلال الجدول (1-2) : نلاحظ

-إشارة الحد الثابت ( $B_0$ ) نجد أن اشارته سالبة و هذا ما يدل على العلاقة العكسية بين حجم المؤسسة وعائد السهم من خلال النموذج وهذا لا يتفق مع النظرية الاقتصادية ؛

-بالنسبة لعدد العمال ( $B_1$ )المحصل عليها، نجد ان اشارته موجبة و هذا ما يدل على علاقة طردية بين المتغير المستقل(عدد العمال ) و المتغير التابع (عائد السهم)،وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذ تغير عدد العمال بوحدة واحدة فإن عائد السهم سيتغير بـ 0.001297وحدة، وأن معامل  $B_1$  له معنوية إقتصادية؛

- بالنسبة لرأس المال ( $B_2$ ) المحصل عليها، نجد أن اشارته سالبة وهذا يدل على العلاقة العكسية بين المتغير المستقل (رأس المال) المتغير التابع (عائد السهم)، وهذا لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، حيث إذا تغير رأس المال بوحدة واحدة فإن عائد السهم سيتغير بـ  $1.17E-09$  وحدة، وأن معامل  $B_2$  ليس له معنوية اقتصادية؛

-بالنسبة لرقم الاعمال ( $B_3$ )المحصل عليها، نجد ان اشارته سالبة وهذا يدل على ان هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل(رقم الاعمال) و المتغير التابع ( عائد السهم)، و هذا لا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية ،حيث إذا تغير رقم الأعمال بوحدة واحدة فإن عائد السهم سيتغير بـ  $2.70E-09$  وحدة، وأن معامل  $B_3$  له معنوية اقتصادية؛

من خلال نتائج التقدير توصلنا الى ان للمتغيرات المفسرة ( عائد السهم على عدد العمال و رقم الأعمال ) معنوية اقتصادية , هذا يدل على ان للمتغيرات المستقلة اثر على عائد السهم بمعاملات متفاوتة .

2-التفسير الاحصائي لنتائج التقدير :

من خلال الجدول (1-2): نلاحظ

يتم الاخذ بعين الاعتبار مجموعة من المعايير القياسية عند القيام باختبار الفرضيات , و سيتم اختبار النموذج المقدر باستعمال معيير احصائية تهدف الى اختبار مدى الثقة الاحصائية في المقدرات الخاصة بمعاملات النموذج حيث يتم اختبار معنوية المعلمات باستخدام احصائي ستودنت (T) و اختبار المعنوية الكلية باستخدام فيشر (F) ومعامل التحديد ( $R^2$ ) ثم يتم اختبار مدى استقرار معلمات النموذج المتحصل عليها .

ثانيا:دراسة مدى صلاحية النموذج المقدر

1-اختبار معنوية المعلومات

من خلال الجدول (2-2): نلاحظ

لاختبار معنوية معاملات النموذج سنستخدم احصائية ستودنت (T), ثم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع و ذلك باختبار الفرضيات الخاصة بالمعلومات المقدرة و سنبدأ بوضع الفرضيات اولا على النحو الاتي :

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 & \text{الفرضية العدمية} \\ H_1: \beta_i \neq 0 & \text{الفرضية البديلة} \end{cases} \quad i \in [0, 3]$$

سنقوم بعرض نتائج ستودنت من خلال جدول نوضح من خلاله القيم المحسبة  $T_{CAL}$  و القيم الجدولة  $T_{TAB}$  لمعاملات المقدرة و ادنى مستوى معنوية Prob عند 5% و بدرجة حرية (N-K) او (N-(P+1)), و التي تساوي

$$35 - (3 + 1) = 39$$

اي : القيم الجدولة  $T_{tab}$

$$1.959 = T(\alpha/2)_{tab} = T_{35}^{0.025}$$

بحيث :

N: تمثل عدد المشاهدات ؛ K: تمثل عدد المقدرات ؛ P : تمثل عدد المتغيرات المستقلة ؛

من خلال الجدول نلاحظ ما يلي :

- بالنسبة لمعامل المتغير الثابت ( $B_0$ )، نلاحظ أن القيمة المحسبة  $T_{CAL}$  أصغر من القيمة الجدولة  $T_{tab}$  أي  $T_{tab} > T_{cal}$  , و بهذا نقبل فرضية العدم  $H_0$  , أي أن  $B_0$  ليس له معنوية إحصائية , أي عند ادنى مستوى معنوية  $Prob=0.1979$  أكبر من 5% ما يدل على رفض الثابت في النموذج .

- أما معامل عدد العمال ( $B_1$ )، نلاحظ أن القيمة المحسبة  $T_{cal}$  ل  $B_1$  أكبر من القيمة الجدولة أي  $T_{tab} < T_{cal}$  , و لدينا أدنى مستوى معنوية ل  $B_1$  يساوي  $Prob=0.0000$  أقل من 5% , و عليه نرفض فرضية العدم  $H_0$  , أي أن  $B_1$  معنوية إحصائية , ومنه يمكن القول عدد العمال لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% , في تفسير عائد السهم خلال فترة الدراسة و بالتالي فان المتغير المستقل (عدد العمال) يؤثر على المتغير التابع (عائد السهم)؛

- و بالنسبة لمعامل رأس المال ( $B_2$ )، نلاحظ أن القيمة المحسبة  $T_{cal}$  ل  $B_2$  أصغر من القيمة الجدولة أي :  $T_{tab} > T_{cal}$  , و لدينا ادنى مستوى معنوية ل يساوي  $Prob=0.6251$  أكبر من 5% و عليه ( $B_2$ ) ليس له معنوية إحصائية، و يمكن القول انه لا يفسر عائد السهم خلال الفترة المدروسة , إذن المتغير المستقل و الذي يتمثل في راس المال ليس له تأثير على المتغير التابع الذي يتمثل في عائد السهم لوحده بل وإنما مجتمعا مع باقي المتغيرات المفسرة الأخرى؛

- و بالنسبة لمعامل رقم الأعمال ( $B_3$ )، نلاحظ أن القيمة المحسبة  $T_{cal}$  ل  $B_3$  أكبر من القيمة الجدولة أي  $T_{tab} < T_{cal}$  , و عليه نرفض الفرضية  $H_0$  , و لدينا أدنى مستوى معنوية ل  $B_3$  يساوي  $Prob=0.0001$  أقل من 5% أي أن  $B_3$  لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% , في تفسير عائد السهم خلال فترة الدراسة و بالتالي فان المتغير المستقل (رقم الأعمال) له تأثير على المتغير التابع (عائد السهم).

2-اختبار المعنوية الكلية للنموذج :



من خلال الجدول (1-2): نلاحظ

-معامل التحديد  $R^2$ :

ان القيمة المحصل عليها معامل التحديد تقدر بـ 0.497724 وهي بعيدة عن الواحد , أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 49.77% من عائد السهم مما يدل على عدم وجود ارتباط قوى بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة له , أما باقي 50.23% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج و هي الخطأ العشوائي  $U_i$ .

-اختبار فيشر F: من خلال الفرضيتين التاليتين يقوم هذا الاختبار باختبار المعنوية الكلية للنموذج :

فرضية العدم : تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرات المفسرة و المتغير التابع اي :

$$H_0 : B_0=B_1=B_2= B_3=0$$

الفرضية البديلة : تنص على وجود على الأقل معامل من بين المعاملات التي يتضمنها النموذج غير معدوم أي :

$$H_1 B_0 \neq 0 \quad B_1 \neq 0 \quad B_2 \neq 0 \quad B_3 \neq 0$$

بحيث يتم مقارنة القيم المحسوبة بالقيم الجدولة  $F_{cal}$  و المقدرة بـ 37.32538 مع القيمة الجدولة  $F_{tab}$  حيث يتم استخراجها من جدول فيشر , عند مستوى معنوية 5% و درجة حرية  $(N-K)$  ؛  
حيث :

$N$ : تمثل عدد المشاهدات ؛  $K$ : تمثل عدد المقدرات ؛  $P$ : عدد المتغيرات المستقلة ؛

و يمكن تحديد القيمة الجدولة بالعلاقة التالية:

$$F_{\alpha(p, (n-p-1))} = F_{(3,35)}^{0.05} = 2.84$$

نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $F_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولة  $F_{tab}$  , و عليه سنرفض فرضية العدم و نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود على الأقل معامل غير معدوم , و هذا ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة له و منه للنموذج معنوية إحصائية .

### 3-دراسة مشاكل التقدير

من خلال الشكل (2-2): نلاحظ

يظهر لنا من خلال الشكل أن قيمة درين واطسون المحتسبة تقع في منطقة عدم وجود ارتباط وذلك ما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

### الفرع الثاني:تحليل نتائج اختبار التأثيرات العشوائية

دراسة مدى صلاحية النموذج المقدر

اولا:اختبار معنوية المعلومات

من خلال الجدول (4-2): نلاحظ

بالنسبة لمعامل المتغير الثابت ( $B_0$ )، نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{CAL}$ ، نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{CAL}$  أصغر من القيمة الجدولة  $T_{tab}$  أي  $T_{tab} > T_{cal}$ ، وبهذا نقبل فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $B_0$  ليس له معنوية إحصائية، أي عند ادني مستوى معنوية  $Prob=0.4277$  أكبر من 5% ما يدل على رفض الثابت في النموذج .

أما معامل عدد العمال ( $B_1$ )، نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{cal}$  ل  $B_1$  أكبر من القيمة الجدولة أي  $T_{tab} < T_{cal}$ ، ولدينا أدني مستوى معنوية ل  $B_1$  يساوي  $Prob=0.0000$  أقل من 5%، وعليه نرفض فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن  $B_1$  معنوية إحصائية، ومنه يمكن القول عدد العمال لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، في تفسير عائد السهم خلال فترة الدراسة و بالتالي فان المتغير المستقل (عدد العمال) يؤثر على المتغير التابع (عائد السهم)؛

- و بالنسبة لمعامل رأس المال ( $B_2$ )، نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{cal}$  ل  $B_2$  أصغر من الجدولة أي  $T_{tab} > T_{cal}$ ، ولدينا ادني مستوى معنوية ل يساوي  $Prob=0.2334$  أكبر من 5% في تفسير عائد السهم خلال الفترة المدروسة، إذن المتغير المستقل و الذي يتمثل في رأس المال ليس له تأثير على المتغير التابع الذي يتمثل في عائد السهم لوحده بل وإنما مجتمعا مع باقي المتغيرات المفسرة الأخرى؛

- و بالنسبة لمعامل رقم الأعمال ( $B_3$ )، نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{cal}$  ل  $B_3$  أكبر من القيمة الجدولة أي  $T_{tab} < T_{cal}$ ، وعليه نرفض الفرضية  $H_0$ ، و لدينا أدني مستوى معنوية ل  $B_3$  يساوي  $Prob=0.0000$  أقل من 5% أي أن  $B_3$  لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، في تفسير عائد السهم خلال فترة الدراسة و بالتالي فان المتغير المستقل (رقم الأعمال) له تأثير على المتغير التابع (عائد السهم).

ثانيا: اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

من خلال الجدول (2-4): نلاحظ

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم باستخدام معامل التحديد  $R^2$  و اختبار فيشر  $F$  انطلاقا من الجدول (2-2).

-معامل التحديد  $R^2$ :

ان القيمة المحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ 0.354282 وهي بعيدة عن الواحد، اي ان المتغيرات المستقلة تفسر 35.42% من عائد السهم مما يدل على عدم وجود ارتباط قوى بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة له، اما باقي 64.08% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج و هي الخطأ العشوائي  $U_i$ .

-اختبار فيشر  $F$ : من خلال الفرضيتين التاليتين يقوم هذا الاختبار باختبار المعنوية الكلية للنموذج :

فرضية العدم : تنص على عدم وجود علاقة بين المتغيرات المفسرة و المتغير التابع اي :

$$H_0 : B_0=B_1=B_2= B_3=0$$

الفرضية البديلة : تنص على وجود على الاقل معامل من بين المعاملات التي يتضمنها النموذج غير معدوم اي :

$$H_1 B_0 \neq 0 \quad B_1 \neq 0 \quad B_2 \neq 0 \quad B_3 \neq 0$$

بحيث يتم مقارنة القيم المحسوبة بالقيم الجدولة  $F_{cal}$  و المقدره بـ 20.66633 مع القيمة الجدولة  $F_{tab}$  حيث يتم استخراجها من جدول فيشر، عند مستوى معنوية 5% و درجة حرية  $(N-K)$ ؛

حيث :

N: تمثل عدد المشاهدات ؛ K: تمثل عدد المقدرات ؛ P: عدد المتغيرات المستقلة ؛

و يمكن تحديد القيمة الجدولة بالعلاقة التالية:

$$F_{\alpha(p, (n-p-1))} = F^{0.05}_{(3,35)} = 2.84$$

نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولة  $F_{tab}$ ، و عليه سنرفض فرضية العدم و نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود على الأقل معامل غير معدوم، و هذا ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة له و منه للنموذج معنوية إحصائية .

من خلال الدراسة الإحصائية للنموذج الخطي المقدر ، نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين بعض المتغيرات المفسرة و المتغير التابع ، ربما يدل هذا على وجود تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة ، و سنتطرق الى ذلك عند الكشف عن مشكل التقدير .

ثالثا: دراسة مشاكل التقدير

من خلال الشكل (2-3): نلاحظ

نستخرج قيمة DW حيث تساوي إلى 3.216329، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي DW نستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى  $dL$  و  $dU$

لدينا:  $n$  (عدد المشاهدات) = 39  $k$  (عدد المتغيرات) = 3 ومنه:  $dL=1.33$ ،  $dU=1.66$

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة درين واطسون المحسوبة تقع في منطقة وجود ارتباط سالب وذلك ما يدل على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء .

الفرع الثالث: تحليل أساليب اختيار النموذج الملائم للدراسة

أولا: اختبار النموذج الملائم

اختبار مضاعف لاجرانج (LM):

من خلال الجدول (2-5): نلاحظ

- يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (0.05)، و عليه ترفض الفرضية العديمة  $H_0$ ، و تقبل الفرضية  $H_1$ ، حيث:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي يناسب دراسة اثر حجم المؤسسة على عوائد الأسهم.

$H_1$ : أحد نمودجي التأثيرات يناسب دراسة اثر حجم المؤسسة على عوائد الأسهم.

مما يعني أن نموذج الانحدار المجمع غير ملائم لدراستنا.

ثانيا: المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) و العشوائية (REM):

اختبار هوسمان (hausman): تعذرت المفاضلة وهذا بسبب عدم ظهور نموذج التأثيرات الثابتة.



## خلاصة:

حاولنا خلال هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عن نماذج التي تفسر حجم المؤسسة المدرجة في بورصة عمان وكل من عائد السهم، وما مدى تطابقه مع الواقع العلمي، فتناولنا أولاً الجوانب الأساسية للدراسة و المتمثلة في كل من الطريقة و أدوات جمع المعلومات للدراسة، وكذا تحديد عينة الدراسة و المتغيرات المتمثلة في (عدد العمال، رأس المال، رقم الأعمال) على عائد السهم، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كما يلي:

- وقد بينت النتائج أنه توجد علاقة عكسية بين حجم المؤسسة وعائد السهم؛

- توجد علاقة طرية ذات دلالة إحصائية بين عدد العمال وعائد السهم؛

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين رأس المال وعائد السهم؛

- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين رقم الأعمال و عائد السهم.

خاتمة

## خاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد أحد العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم، فقد تم أخذ حجم المؤسسة كعامل مهم مؤثر على عائد السهم وما لها من دور كبير في التأثير على اقتصاد الدولة، فحاولنا أن نناقش هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة والتي تمحورت حول معرفة كيفية تأثير حجم المؤسسات المسعرة في بورصة عمان للأوراق المالية على عوائد الأسهم. من خلال الفصلين النظري و التطبيقي، وبالتالي يمكن ذكر نتائج البحث، واختبار الفرضيات و الاقتراحات و أخيرا أفاق الدراسة كما يلي:

### نتائج اختبار الفرضيات

- الفرضية الأولى:توجد علاقة عكسية بين حجم المؤسسة وعائد السهم وهذا حسب ما توصلنا إليه من خلال الايطار النظري؛
- الفرضية الثانية : توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم عدد العمال و عائد الأسهم في بورصة عمان وهي علاقة طردية؛
- الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم رأس المال و عائد الأسهم في بورصة عمان؛
- الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم رقم الأعمال و عائد الأسهم في بورصة عمان وهي علاقة عكسية.

### نتائج الدراسة:

توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

انه يوجد تأثير لحجم المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية على عائد السهم وأنه هناك علاقة عكسية فيما بين هذين المتغيرين وهذا ما توصلت إليه جل الدراسات السابقة، حيث أشارت دراسة(غريبيية و هريش)و(على فكرون)و(Banz 1980) إلى وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة والعائد الغير العادي، وتفسير هته العلاقة العكسية كما تطرقت إليه بعض الدراسات: أن عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم ويختلف الأثر عند أخذ المخاطرة بعين الاعتبار و بالعكس أشارت دراسة (شقيري نوري موسى،وليد أحمد صافي) إلى وجود أثر لحجم على العائد لشركات كبيرة الحجم .

وقد تبين أن هناك علاقة إحصائية موجبة بين عدد العاملين و عوائد الأسهم ،مما يعني كلما زاد عدد العاملين زاد عائد السهم لان ازدياد عدد العاملين يؤدي لزيادة الإنتاجية ومنها زيادة الاستثمار ،وعليه يترتب زيادة السهم ،لكن هذا ليس بالضروري لكل المؤسسات ،وهناك مؤسسات عدد عاملها كبير و عائد أسهمها أقل من الشركات التي عدد عاملها صغير.وقت توافقنا في هذا خلال دراستنا مع دراسة الباحثة (دانة بسام)؛

أما بالنسبة لحجم رأس المال وجدنا انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين عائد السهم و يمكن تفسير هذا لان يوجد العديد من الشركات التي حجم رأس مالها كبير ولكن عوائد أسهمها اقل من الشركات التي رأس مالها صغير لكن هذه النتيجة

## خاتمة

ليست بالضرورة أن تنطبق على جميع الشركات، حيث أن التفسير الأكثر منطقية يرى أن زيادة حجم رأس المال يؤدي إلى زيادة عائد السهم وهذا يعطي الشركة قوة اقتصادية مقارنة بالشركات الأخرى؛

أما بالنسبة لحجم رقم الأعمال توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عكسية بينه وبين عائد السهم ويمكن تفسير هذا أن الشركات حجم رقم أعمالها كبير ولكن عوائد أسهمها أقل من الشركات التي الحجم رقم أعمالها صغير و هذا ليس بالضروري في كل الشركات لان زيادة الإنتاجية تزداد بها حجم المبيعات و بالتالي رقم الأعمال وزيادة الأرباح.

### التوصيات:

بناء على ما توصل إليه من نتائج في هذه الدراسة، فإنه يمكن تلخيص أهم التوصيات التي ترى الباحثة أهمها ضرورة و يمكن الاستفادة منها في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:

-إظهار الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بينان مؤسستها الدرجة في البورصة؛

-وعلى المؤسسات المدرجة في بورصة عمان الاهتمام بزيادة رأس المال لزيادة عائد السهم؛

-أوصي بإجراء البحث بأسلوب المحافظ؛

-و كذا زيادة الأيدي العاملة لزيادة الإنتاجية الذي يدفع بدوره لزيادة حجم المبيعات وبالتالي رقم الأعمال لزيادة عائد السهم.

### آفاق الدراسة:

من خلال دراستنا للموضوع نقترح بعض آفاق الدراسة والتي من وجهة نظرنا تستحق البحث فيها ومعالجة إشكالياتها نذكر ما يلي:

-استخدام في هذه الدراسة كل المقاييس الأخرى (عدد العمال، رقم الأعمال، القيمة السوقية.... الخ) لا سيما بعد التطور الذي شاهدناه في المقاييس الإحصائية؛

-التنوع في استخدام الأساليب الإحصائية؛

-تعميم الدراسة على القطاعات، وأيضاً أخذ المدة بالأشهر والأسابيع و الأيام.



# قائمة المراجع

الكتب:

1. الجوهري محمد، مقدمة في علم الاجتماع الصناعي، دار الكتب الجامعية، القاهرة، مصر، 1975.
2. آل شبيب دريد كمال، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2010 .
3. طنب محمد، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2009.
4. كركور عدنان ، التخطيط المعلمي، مؤسسة الامالي الجامعية ، حلب سوريا، 1974 .

أطروحات دوكتوراه:

1. رحون هلال، المحاسبة التحليلية : نظام معلومات للتسيير ومساعد لاتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دوكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005.

رسائل الماجستير:

1. إسماعيل عبده رامي صالح، العلاقة بين قيمة النسبة الدفترية للقيمة السوقية للسهم ونصيب السهم من الأرباح وبين عائد السهم، رسالة ماجستير (غير منشورة)، الجامعة الأردنية، الأردن، 2001.
2. باي مريم، السوق السندي و إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة الماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2007-2008 .
3. توهامي عائشة، محاولة تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة ماستر في العلوم و التسيير، (غير منشورة)، جامعة ورقلة، 2010.
4. شريفة بدر، تحليل أثر حجم المؤسسة على مستوى احتياجاتها التمويلية، مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة ورقلة، 2010-2011.
5. بن الموفق سهيلة، أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة، مذكرة مجستير (غير منشورة) في علوم الاقتصاد، غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2005.
6. فكرون علي، أثر حجم المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على عائد السهم، مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة ورقلة، 2012- 2013.
7. فريدة سايح، محاولة قياس الرفع المالي على عوائد الأسهم، مذكرة ماستر(غير منشورة)، جامعة ورقلة، 2014.

8. دانة بسام محمد يوسف، تحديد العوامل المؤثرة على عائد السهم في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير (غير منشورة) ، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن ، 2008.

التقارير:

بورصة عمان، التقرير السنوي، السابع عشر، عمان، الأردن، 2015.  
تاريخ الاطلاع: 2016/04/02، على الساعة: 15:22، http://www.ase.com.jo/ar/node/1652

المجلات:

9. بوسهمين احمد، الدور التنموي للاستثمار في المؤسسات المصغرة في الجزائر، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 26 العدد الأول، 2011 .

05/03/2016, http://elearn.univ-biskra.dz/course/view.php?id=305&week=1

10. خموش عرييد، محاضرات اقتصاد مؤسسة، مطابع جامعة منتوري قسنطينة، 2001.

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

#### مراجع باللغة الأجنبية

1. Banz,R.the relationship Betweenretrn and Market Value of the commonStock,Journal of Financial Economics,arch,1981.
2. Chan, k and chen, Anunconditional asset pricing tast and the roll of firm size as instrumental variable of risk, journal of finance,1988.
3. Farouk bouyacoub ,l'entreprise et le financement bancaire,casbah éditions,alger, 2000.
4. Gangadhar.v.& Ramesh babu .G. investment managemnt.anmol pulications.PVT. LTD (2006).
5. Gitmon. L.Lawnece. principles of managerial al finance.9ed.USA.2000.

المواقع الالكترونية:

1. https://www.google.dz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0ahUKEwjSi9TQtJvLAhVJExoKHQ2 .17:08 على الساعة: 17/03/2016 تاريخ التصفح:
2. http://www.ase.com.jo/ar/stock\_screener?fiscal\_date=2014&paid\_capital\_from=10000 14:53 على الساعة: 06/02/2016، تاريخ التصفح:

الملاحق

الملحق (1): عينة من المؤسسات صغيرة الحجم خلال الفترة 2012-2014

اسم الشركة	السنوات	عائد السهم	عدد العمال	رأس المال	رقم الأعمال
الاتماء للاستثمارات والتسهيلات المالية	2012	-0,09	39	5944797	4798521
	2013	0,13	39	4444797	5460745
	2014	0,01	39	7000000	5761644
العرب للتنمية العقارية	2012	0,15	32	1500000	990616
	2013	-0,42	32	1500000	554830
	2014	-0,25	32	1500000	305178
داركم للاستثمار	2012	0,05	20	2342562	1855867
	2013	0,17	20	2171281	196967
	2014	-0,03	20	2171281	122236
المحفظة الوطنية للاوراق المالية	2012	-0,22	8	10000000	1559866
	2013	-0,01	8	10000000	1556709
	2014	-0,01	8	10000000	1548677
إجادة للإستثمارات المالية	2012	-0,03	15	10000000	372809
	2013	-0,04	15	10000000	370659
	2014	0,03	15	10000000	962178
تهامة للاستثمارات المالية	2012	-0,26	8	2500000	40467
	2013	-0,06	8	2500000	31914
	2014	-0,11	8	2500000	152496
الكفاءة للاستثمارات المالية والاقتصادية	2012	0,02	38	10000000	538154
	2013	0,04	38	10000000	755252
	2014	0,03	38	10000000	746813
دارات الأردنية القايسة	2012	-0,02	10	9000000	6438
	2013	-0,03	10	3240000	102974
	2014	0,01	10	3240000	177088
البركة للتكافل	2012	-0,04	2	4000000	103750
	2013	-0,02	2	4000000	288450
	2014	-0,01	2	4000000	75137
العامة للتعيين	2012	0,01	7	15000000	393628
	2013	-0,01	7	15000000	249921
	2014	0,1	7	15000000	266880
37	2012	-0,02	6	3105500	74490
	2013	-0,02	6	3105500	46079
	2014	-0,03	6	3105500	34998
38	2012	-0,07	16	91500000	7870694
	2013	0,02	16	91500000	629860
	2014	-0,05	16	91500000	2479259
39	2012	-0,22	22	1500000	1108280
	2013	-0,27	22	1500000	2037863
	2014	-0,12	22	1500000	1346584

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البورصة

الملحق (2): عينة المؤسسات صغيرة الحجم خلال الفترة 2012-2014

اسم الشركة	السنوات	عائد السهم	عدد العمال	رأس المال	رقم الأعمال
أكاديمية الطيران الملكية الأردنية	2012	0,11	141	10000000	19577915
	2013	0,14	141	10000000	22197394
	2014	0,2	141	10000000	25786184
الجنوب لصناعة الفلاتر	2012	0,06	75	8000000	14925028
	2013	0,06	75	8000000	15880898
	2014	0,09	75	8000000	17110328
النسر العربي للتأمين	2012	0,11	436	18900000	19842630
	2013	0,09	436	18900000	19791690
	2014	0,14	436	18900000	25432239
التأمين العربية-الاردن	2012	0,01	209	40000000	27514549
	2013	0,03	209	40000000	29102941
	2014	0,1	209	40000000	27831049
العربية الالمانية للتأمين	2012	0,2	141	10000000	19577915
	2013	0,14	141	10000000	22197394
	2014	0,11	141	10000000	25786184
النسر العربي للتأمين	2012	0,68	180	10000000	28902401
	2013	1,78	180	10000000	41595012
	2014	2,82	180	10000000	48814533
البطاقات العالمية	2012	0,09	67	35000000	4284289
	2013	0,06	67	35000000	487904
	2014	0,1	67	35000000	6028564
الأولى للتمويل	2012	0,05	175	25000000	34910335
	2013	0,08	175	25000000	3565208
	2014	0,14	175	25000000	42727755
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	2012	-0,18	168	3000000	1255254
	2013	0,22	168	3000000	4493820
	2014	1,01	168	3000000	10426936
الأردن ديكابولس للأموال الانماء للاستثمارات والتسهيلات المالية	2012	-0,01	65	70000000	1962230
	2013	-0,01	65	70000000	1645332
	2014	-0,27	65	70000000	1468201
24	2012	0,01	100	4250000	7337463
	2013	-0,01	100	4250000	7655026
	2014	-0,07	100	4250000	7189726
25	2012	0,16	123	12000000	17764047
	2013	0,2	123	12000000	21117970
	2014	0,15	123	12000000	21479900
26	2012	0,31	155	15000000	9004695
	2013	0,26	155	15000000	9502109
	2014	0,27	155	15000000	8381722

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البورصة

الملحق (3): عينة المؤسسات كبيرة الحجم خلال الفترة 2012-2014

اسم الشركة	السنوات	عائد السهم	عدد العمال	رأس المال	رقم الأعمال
بنك الاستثمار العربي	2012	0,1	658	10000000	42864503
	2013	0,13	658	10000000	43936601
	2014	0,16	658	10000000	23161967
بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	2012	0,35	2207	75600000	124989406
	2013	0,41	2207	75600000	149282115
	2014	0,36	2207	75600000	150090668
البنك الأهلي الأردني	2012	0,71	1512	30000000	1012054766
	2013	0,83	1512	30000000	992521159
	2014	0,57	1512	30000000	987410357
البنك العربي	2012	0,37	2251	252000000	336437636
	2013	0,4	2251	252000000	364915097
	2014	0,84	2251	252000000	383607423
بنك القاهرة عمان	2012	-0,08	522	20000000	35853042
	2013	-0,09	522	20000000	26128822
	2014	-35	522	20000000	29648862
بنك الاسكان للتجارة والتمويل	2012	0,33	1644	250000000	408016220
	2013	0,21	1644	250000000	356370603
	2014	0,17	1644	250000000	344980180
البلاد للخدمات الطبية	2012	-0,14	792	25000000	24727786
	2013	0,19	792	25000000	49377571
	2014	0,24	792	25000000	68969440
الاتصالات الأردنية	2012	0,16	1650	150000000	111373296
	2013	0,1	1650	165000000	123014122
	2014	0,2	1650	175000000	128889544
بنك الاسكان للتجارة والتمويل	2012	4,17	6294	534000000	954607000
	2013	16,95	6294	534000000	1027810000
	2014	5,1	6294	569600000	1041502000
العامة الأردنية للصوامع والتموين	2012	0,23	2081	83318000	329536000
	2013	0,29	2081	83318000	304437000
	2014	0,18	2081	83318000	294759000
11	2012	0,33	1644	250000000	408016220
	2013	0,12	1644	250000000	356370603
	2014	0,17	1644	250000000	344980180
12	2012	0,02	1087	15000000	16255356
	2013	0,1	1087	15000000	15071520
	2014	-0,06	1087	15000000	17211417
13	2012	0,32	2251	252000000	336437636
	2013	0,21	2251	252000000	364915097
	2014	0,1	2251	252000000	383607423

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البورصة

الملحق (4): نتائج نموذج الانحدار التجميعي (PRM).

Dependent Variable: Y  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/06/16 Time: 11:09  
Sample: 2012 2014  
Periods included: 3  
Cross-sections included: 39  
Total panel (balanced) observations: 117

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.170572	0.131705	-1.295110	0.1979
X1	0.001297	0.000237	5.464028	0.0000
X2	-1.17E-09	2.38E-09	-0.490020	0.6251
X3	-2.70E-09	6.72E-10	-4.007827	0.0001
R-squared	0.497724	Mean dependent var		0.399829
Adjusted R-squared	0.484390	S.D. dependent var		1.686542
S.E. of regression	1.211038	Akaike info criterion		3.254423
Sum squared resid	165.7273	Schwarz criterion		3.348856
Log likelihood	-186.3837	Hannan-Quinn criter.		3.292762
F-statistic	37.32538	Durbin-Watson stat		2.283026
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج (Eviews9)



الملحق (5): نتائج التأثيرات العشوائية (REM)

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 05/06/16 Time: 11:11  
 Sample: 2012 2014  
 Periods included: 3  
 Cross-sections included: 39  
 Total panel (balanced) observations: 117  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.126201	0.158549	-0.795978	0.4277
X1	0.001613	0.000280	5.757920	0.0000
X2	-3.42E-09	2.86E-09	-1.198169	0.2334
X3	-3.99E-09	6.67E-10	-5.982139	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.720950	0.4734
Idiosyncratic random		0.760410	0.5266

Weighted Statistics			
R-squared	0.354282	Mean dependent var	0.207953
Adjusted R-squared	0.337139	S.D. dependent var	1.196839
S.E. of regression	0.974421	Sum squared resid	107.2932
F-statistic	20.66633	Durbin-Watson stat	3.216329
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.478933	Mean dependent var	0.399829
Sum squared resid	171.9275	Durbin-Watson stat	2.007184

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج (Eviews9)

الملحق (6): نتائج اختبار مضاعف لاجرانج (LM).

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided  
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	4.482950 (0.0342)	0.270460 (0.6030)	4.753410 (0.0292)
Honda	2.117298 (0.0171)	-0.520057 --	1.129420 (0.1294)
King-Wu	2.117298 (0.0171)	-0.520057 --	-0.033447 --
Standardized Honda	2.504744 (0.0061)	-0.159238 --	-3.482450 --
Standardized King-Wu	2.504744 (0.0061)	-0.159238 --	-2.410350 --
Gourierioux, et al.*	--	--	4.482950 ( $< 0.05$ )

\*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج (Eviews9)

الملحق (7): نتائج اختبار هوسمان Hausman

Correlated Random  
Effects - Hausman Test

Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	74.556781	2	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X2	-0.000000	-0.000000	0.000000	0.0000
X3	-0.000000	-0.000000	0.000000	0.0000

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 05/06/16 Time: 11:23

Sample: 2012 2014

Periods included: 3

Cross-sections included: 39

Total panel (balanced) observations: 117

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.34709	1.549692	8.612734	0.0000
X1	NA	NA	NA	NA
X2	-1.90E-07	2.38E-08	-7.992168	0.0000
X3	-9.70E-09	1.07E-09	-9.050647	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.866815	Mean dependent var	0.399829
Adjusted R-squared	0.796717	S.D. dependent var	1.686542
S.E. of regression	0.760410	Akaike info criterion	2.559495
Sum squared resid	43.94494	Schwarz criterion	3.527437
Log likelihood	-108.7305	Hannan-Quinn criter.	2.952468
F-statistic	12.36582	Durbin-Watson stat	2.642602
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج (Eviews9)

## الفهرس

I.....	الإهداء.....
II.....	الشكر.....
III.....	قائمة المحتويات.....
IV.....	قائمة الجداول.....
V.....	قائمة الأشكال.....
VI.....	قائمة الملاحق.....
V II .....	الملخص.....
أ.....	المقدمة.....

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية لأثر الحجم على عائد السهم

02.....	تمهيد.....
03.....	المبحث الأول: الأدبيات النظرية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم.....
03.....	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية.....
03.....	الفرع الأول: تعريف المؤسسة.....
04.....	الفرع الثاني: تصنيف المؤسسات.....
06.....	المطلب الثاني: مفهوم العائد وطرق حسابه.....
06.....	الفرع الأول: تعريف العائد.....
07.....	الفرع الثاني: أشكال عائد السهم وطرق حسابه.....
08.....	المطلب الثالث: العلاقة بين حجم المؤسسة وعائد السهم.....
08.....	الفرع الأول: علاقة حجم الشركة بكفاءة السوق.....
09.....	الفرع الثاني: مفهوم أثر الحجم (Size effect) كإخراص على فرضية كفاءة السوق.....
10.....	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية.....
10.....	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.....
12.....	المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة.....
12.....	الفرع الأول: أوجه الشبه للدراسات فيما بينها.....
12.....	الفرع الثاني: أوجه الاختلاف.....
13.....	المطلب الثالث: موقع الدراسة من الدراسات السابقة.....
14.....	خلاصة.....

## الفصل الثاني: دراسة قياسية لأثر حجم المؤسسة على عائد السهم

16.....	تمهيد.....
17.....	المبحث الأول: المبحث الأول: طريقة و أدوات الدراسة.....
17.....	المطلب الأول: طريقة الدراسة.....

17	الفرع الأول:مجمع الدراسة و عينتها.....
18	الفرع الثاني: أولاً:تحديد و دراسة العلاقة بين المتغيرات المؤثرة على عائد السهم.....
19	الفرع الثالث: صياغة نموذج بانل .....
20	المطلب الثاني: الأدوات التي استخدمتها الدراسة.....
<b>21</b>	<b>المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج.....</b>
21	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة.....
21	الفرع الأول:اختبار النموذج التجميعي.....
23	الفرع الثاني:نموذج التأثيرات الثابتة.....
23	الفرع الثالث: اختبار التأثيرات العشوائية.....
24	الفرع الرابع:أساليب اختيار النموذج الملائم للدراسة.....
26	المطلب الثاني: تحليل النتائج.....
26	الفرع الأول:تحليل نتائج اختبار النموذج التجميعي.....
28	الفرع الثاني:تحليل نتائج اختبار التأثيرات العشوائية.....
30	الفرع الثالث:تحليل أساليب اختيار النموذج الملائم للدراسة.....
31	خلاصة:.....
33	الخاتمة.....
36	المراجع.....
39	الملاحق.....
47	الفهرس.....