جامعة قاصدي مرباح- ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوممالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:واده صلاح الدين

بعنوان

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:(30-06-2019)

أثر حجم الشركات المسعرة في بورصة عمان على عوائد الأسهم

-دراسة حالة بورصة عمان –

-الفترة :2014-2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د.بوضياف عبد	**أستاذ محاضر'أ'**	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة**	**رئيسا**
الباقي			
د. شماخي بوبكر	**أستاذ محاضر'ب'**	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة**	**مشرفا**
د.خروبي يوسف	**أستاذ محاضر'ج'**	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة**	**مناقشا ومقررا**

السنة الجامعية : 2019/2018

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوممالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:واده صلاح الدين

بعنوان

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:(30-06-2019)

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أثر حجم الشركات المسعرة في بورصة عمان على عوائدالأسهم

-دراسة حالة بورصة عمان –

-الفترة :2014-2018

د.بوضياف عبد	**أستاذ محاضر'أ'**	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة**	**رئيسا**
الباقي			
د. شماخي بوبكر	**أستاذ محاضر'ب'**	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة**	**مشرفا**
د.خروبي يوسف	**أستاذ محاضر'ج'**	**جامعة قاصدي مرباح ورقلة**	**مناقشا ومقررا**

السنة الجامعية : 201/2018

شكر و تقدير

{اللهم أعني على ذكرك وشكرك وحسن عبادتك}

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه تعالى الذي فاض عليا من فضله وعلمه ونعمه التي لا تعد ولا تحصى، ويسر لي الأمور كلها ما علمنا منها وما لم نعلم، وأعانني على إتمام دراستي هاته، ولو لا توفيقه عز وجل لما تحقق شيء من ذلك ... وبعد

يسعدني أن أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان إلى أستاذنا الفاضل شماخي بو بكر الذي كان خير معين لي من خلال توجيهاته وعلى ما بذله من إرشاد ونصائح ليصل هذا البحث للإنجاز الذي نراه.

وأتوجه بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة مذكرتي ولما بذلوه من وقت وجهد لقرائتها ، وعلى ما سيقدمونه من توجيهات وملاحظات علمية ستساهم في إثراء هذه المذكرة

وأخيرا أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان إلى كل من وقف إلى جواري وقدم لي يد العون من مشورة علمية أو توجيه داعم لي وكل من شد من عزيمتي وأخص منهم كافة أعضاء

الهيئة التدريسية المحترمين، أصدقائي الأوفياء، ولكل من ساهم بكلمة طيبة كان لها

صدى عميق في نفسي.

الإهـداء

و أهدي بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة مذكرتي ولما بذلوه من وقت وجهد لقراءة مذكرتي، وعلى ما سيقدمونه من توجيهات وملاحظات علمية ستساهم في إثراء هذه المذكرة

وأخيرا أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان إلى كل من وقف إلى جواري وقدم لي يد العون من مشورة علمية أو توجيه داعم لي وكل من شد من عزيمتي وأخص منهم الوالدة العزيزة

وكافة أفراد الأسرةدون أن أنسى أعضاء

الهيئة التدريسية المحترمين، أصدقاؤنا الأوفياء، ولكل من ساهم بكلمة طيبة كان لها

صدى عميق في نفسي.

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلي معرفة أثر حجم الشركة علي عوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2014الي 2018 أظهرت سياسات التسعير في البورصة مع الأسس النظرية لكفاءة الأسواق المالية للوصول إلي الأهداف المسطرة , وقد اختارت الدراسة عينة مكونة من 8 محافظ استثمارية لفحص عوائد أسهمها واستخدمت الدراسة تقنية تسعير الأصول الرأسماليةmedaf لتحقيق العوائد الموجودة من قبل المستثمرين .

حيث اعتبرت محفظة البنوك , والتأمينات ,والهندسة والإنشاءات, الصناعات الصيدلانية,الإعلامية, والنقل متغيرات تابعة , أما كل من محفظة السوق والحجم متغيرات مستقلة .

توصلت الدراسة إلي وجود كفاءة عند المستوي الضعيف , وأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية medaf له قدرة تفسريه خاصة عند إضافة عامل الحجم .

الكلمات المفتاحية: كفاءة الأسواق المالية , عوائد الأسهم ، المخاطر النظامية ، المخاطر غير النظامية

Abstract:

This study aimed at finding out the effect of the size of the company on the returns of shares in the ASE during the period from 2014 to 2018. It also allowed to know the extent to which the pricing policies in the stock market match the theoretical bases of the efficiency of the financial markets to reach the established objectives. The study chose a sample of 8 investment portfolios The study used the technology of capital asset pricing to achieve returns from investors.

The banking portfolio, insurance, engineering and construction, pharmaceutical, media, and transport industries were considered dependent variables. Both the market and volume portfolio were independent variables.

The study summarized the main results that the ASE market is efficient at the weak

فهرست المحتويات

شكر وتقدير...	/
ملخص الدراسة	/
فهرس المحتويات ..	/
قائمة الجداول .	/
قائمة الأشكال .	/
قائمة الملاحق	/
مقدمة	أ
الفصل الأول : الأدبيات النظرية لأسواق المالية و اثر الحجم	
تمهيد	2
المبحث الأول : الأدبيات النظرية حول أثر الحجم على عوائد الشركة...	3
المطلب الأول : كفاءة الاسواق المالية .	3
الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق المالي	3
-خصائص السوق المالي	4
الفرع الثاني : متطلبات كفاءة السوق	4
1: كفاءة التسعير- الكفاءة الخارجية-	4
2 : كفاءة التشغيل -الكفاءة الداخلية-	5
3 الفرع الثالث: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية .	5
الكفاءة الكاملة	5
الكفاءة الاقتصادية	6
الفرع الرابع: مستويات كفاءة الأسواق المالية	6
المستوى الضعيف	6
المستوى المتوسط	7
المستوى القوي	7
الفرع الخامس: مفهوم أثر الحجم كانحراف على فرضية كفاءة السوق	7
المطلب الثاني : عوائد ومخاطر الأوراق المالية	8
الفرع الأول: ماهية العائد	8
-تعريف العائد:	8
-أنواع العائد:	9
الفرع الثاني: المخاطر أنواعها وطرق قياسها	11
-مفهوم المخاطرة	12

أنواع المخاطر	12
أنواع المخاطر من حيث أرتباطها بالمؤسسة	14
أنواع المخاطر من حيث الميزة التنافسية المعلوماتية	16
الفرع الثالث: طرق قياس المخاطر	17
المخاطر النظامية	17
-أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية	20
المبحث الثاني : الدراسات السابقة.....	21
1-دراسة أيمن سيد محمد سرحان	21
2-دراسة خالد عبدالرحمان جمعة يونس	21
3-دراسة موسى شقيري	22
4-دراسة دانة بسام محمد يوسف	22
5- دراسة إسماعيل جميل الصعيدي	23
6- دراسة محمد ريزا خونصال	24
7- دراسة BANZ	25
المطلب الثاني: الإختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة	25
خلاصة الفصل	26
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية للحجم على العائد	
تمهيد	28
المبحث الأول: المبحثالأول : الدراسةالتطبيقيةلاثرالحجمعلىالعائدفيسوقعمانخلالالفترة 2014-2018	29
المطلب الأول:عينة ومتغيرات الدراسة	29
1- مجتمع وعينة الدراسة	29
المطلب الثاني : الطريقة و الادوات المستخدمة	29
1- دراسة وصفية تحليلية للمتغيرات المستقلة	29
اختيار نموذج الدراسة	31
دراسة استقرارية سلاسل عوائد أسهم عينة الدراسة:	35
تقدير معلمات نموذج MEDAF	37
معادلات نموذج تسعير الأصول المالية لمحافظ القطاعات	38

تقدير نموذج متعدد العوامل (عامل السوق + عامل الحجم)	39
الخاتمة	/
قائمة المراجع	/
الملاحق	/

قائمة الجداول

الرقم	اسم الجدول	الصفحة
01	متغيرات الوصفيةللدراسة	30
02	مصفوفة الارتباط	33
03	أستقرارية سلاسل عوائد أسهم عينة الدراسة	35
04	تقدير تسعير الأصولالرأس مالية medaf	37
05	تقدير نموذج متعدد العوامل (عامل السوق + عامل الحجم)	39

قائمة الأشكال

الرقم	اسم الشكل	الصفحة
(1-1)	الشكل رقم :1 أنواع المخاطرة و حالات التنويع و عدم التنويع	16

قائمة الملاحق

الرقم	اسم الملحق	الصفحة
الملحق رقم 01	يوضح المتغيرات الوصفية	49
الملحق رقم 02	يوضح نموذج الأصول رأس مالية	64
الملحق رقم 03	ي وضح العلاقة بين السوق و الحجم	67

مقدمة

المقدمة:

سادت نظرية كفاءة الأسواق المالية في نهاية عقد الستينات وبداية عقد السبعينات من القرن العشرين، واختبرت هذه النظرية من الناحية العلمية من قبل الاقتصاديين والماليين بدراسات أجريت على العديد من أسواق تبادل الأوراق المالية، وبنيت هذه الدراسات أن هناك علاقة مباشرة ما بين المعلومات المالية وغير المالية وكفاءة الأسواق المالية، حيث تعني الكفاءة أن سعر الورقة المالية مقيم بشكل عادل بناءا على المعلومات المتوفرة (هندي،**1996**).

وقد أجريت العديد من الدراسات العملية لفحص نظرية كفاءة السوق، وقد أشارت بعض هذه الدراسات الى وجود عدد من الانحرافات (**Anomalies**) في سلوك أسعار الأسهم، ومن هذه الانحرافات أثر حجم الشركة (**Firm size Effects**) على عائد السهم، حيث وجد عدد من الباحثين أن عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم أعلى من عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم. [(**Banz,1981**) (**Roll, 1981**) (**Reinganum, 1982**)].

وكذلك أثر اليوم في الأسبوع (**Days of the WeekEffects**) على عائد الأسهم، حيث وجد عدد من الباحثين أن عوائد يوم الاثنين (أول يوم تداول) كان سالبا بالنسبة لباقي أيام الأسبوع [(**Condoyamni, 1988**) (**Defusco,1993**)].

وهناك أيضا أثر الشهر في السنة (**Month of the yearEffects**) على عائد السهم حيث لاحظ عدد من الباحثين أن عوائد شهر كانون الثاني أعلى من بقية أشهر السنة (**Keim,1983**). ومن الانحرافات أيضا ان عوائد أسهم الشركات ذات الأسعار المنخفضة مقسوما على وحدة المخاطرة أعلى من عوائد الأسهم ذات الأسعار المرتفعة مقسوما على وحدة المخاطرة (مرجي، **1990**). وتأتي هذه الدراسة مكملة للدراسات السابقة حيث أنها تبحث فيما إذا كان هناك أثر لحجم الشركة على عائد السهم في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

1-إشكالية الدراسة :

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

لأي مدى يتأثر حجم الشركات على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (2014-2018) ؟

انطلاقا من الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة التساؤلات الفرعية التالية:

1- هل يتميز سوق عمان المالي بالكفاءة عند المستوى الضعيف ؟
2- هل تتحسن القدرة التغيرية لنموذج تسعير الأموال المالية MEDAF عند إضافة عامل الحجم ؟
3- هل يمكن لنموذج MEDAF تفسير العوائد في سوق عمان المالي ؟

2-فرضيات الدراسة

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

1- يتميز سوق عمان المالي بالكفأة عند المستوى الضعيف
2- نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF قدرة تفسيرية محدودة في تفسير عوائد المحافظ
3- تتحسن القدرة التفسيرية لنموذج ميداف عند إضافة عامل الحجم .

3-أهمية الدراسة :

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

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

-التعريف بالأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية، مخاطرها وعوائدها والعلاقة بينهما

-توضيح مفهوم ومستويات واختبارات كفاءة الأسواق المالية .

-تحديد مفهوم حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي، والمعايير المختلفة لتصنيفه .

-تحديد أثر حجم المؤسسة على عائد سهمها من خلال دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية.

5-منهج الدراسة::

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

6 -الأدوات المستخدمة:

من خلال دراستنا والمتمثلة في أثر حجم المؤسسة المدرجة في السوق المالي على عائد السهم تمالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية لبناء نماذج انحدار بسيط وبالاستعانة ببرنامج Eviews الإصدار9.كما تم اعتماد مستوى المعنوية ،1%لإثبات فرضيات الدراسة وتفسير نتائجها، بالإضافة إلى استخدام اختبار ستيودنت لاختبار معنوية معلمات النموذج، واختبار فيشر لاختبار معنوية النموذج ككل. واعتمدنا على معامل التحديد المعدل الذي يعبر عن مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، واختبار Durbin-Watsonللكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي، واختبارAkaike للمفاضلة بين نماذج الدراسة .

7-هيكل الدراسة : تم تناول الدراسة في فصلين، فصل للجانب النظري بهدف الإحاطة بالموضوع وإعطاءخلفية جيدة عنه وفصل ثاني للدراسة التطبيقية أين تم اختبار الفرضيات من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي، ويمكن عرض محتوى الدراسة كما يلي :

الفصل الأول : الأدبيات النظرية و التطبيقية :و تضمن المبحث الأول الأدبيات النظرية ، حيث تطرقنا في المطلبالأول إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية ، و تناولنا في المطلب الثاني مفهوم العائد والمخاطر وأنواعها ، و تخصيص المبحث الثاني للدراسات السابقة تحت عنوان الأدبيات التطبيقية .

الفصل الثاني: الدراسة الميدانية :يتعلق بالدراسة القياسية حيث سنحاول دراسة الكفاءة وتقدير نموذج تسعيرالأصول المالية MEDAFثم تقدير نموذج العاملين (السوق و الحجم) .

8- -صعوبات الدراسة :

- ✓ واجهنا في هذه الدراسة صعوبات وتمثلت في نقل المعلومات وتلخيصها وهذا راجع لأخذ جميع المؤسسات المدرجة في بورصة عمان التي تتوفر فيها شروط الدراسة .
- ✓ ندرة المراجع التي تتناول أثر حجم المؤسسة بشكل نظري خاصة، فأغلب المراجع هي دراسات تطبيقية تتناول حجم المؤسسة كمتغير ثانوي فقط.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية للعائد و الحجم

تمهيد:

إن من هداف البورصة جذب الفائض في رأس المال غير الموظف في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل وخامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، حيث تقوم بتوظيفه توظيفا امثل وذلك من خلالعمليات الاستثمار والتسير التي يقوم بها الأفراد أو المؤسسات وغيرها من الصكوك التي يتم طرحها في البورصة،وهذا لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر.

ومن هذا المنطلق، سنحاول من خلال هذا الفصل للتطرق إلى الكفاءة بمفهومها وشروطها وأنواعها وصيغها المختلفة والإجراءات التي تحسنها ، كما سنتعرض إلى العوائد والمخاطر بأنواعها والعلاقة التي تربط بينهما .

المبحث الأول: الأدبيات النظرية للحجم وعوائد الشركات

تلعب المؤسسة الاقتصادية دورا مهما في النشاط الاقتصادي، و يعد حجم المؤسسة أهم العمليات التيتعتمد عليها المؤسسة لتحديد مدى نجاحها في تحقيق أهدافها المنشودة و تحقيق أحسن عائد الذي يعتبر علىقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح نتيجة لاستخدام رأس مالها في نشاطها الدالي.

المطلب الأول : كفاءة الأسواق المالية

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

الفرع الأول : مفهوم كفاءة السوق المالي

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

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

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

[1]- عصام حسين ، **أسواق الأوراق المالية** ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، بدون طبعة ، 2010 ، ص . 31
[2]- دريد ال شبيب.عبد الرحمان الجبوري.**اهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوقالمالي**. العلمي الرابع حول الريادة والإبداع الاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، جامعة الزيتونة الأردنية ، الأردن ، 2005 ، ص . 07

2-1- **: خصائص السوق الكفؤ** : وفق مفهوم الكفاءة نستخلص المميزات التالية : [1]

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة ما يدفعهم من السعي نحو تعظيم ثرواتهم .

- المعلومات متاحة للجميع من دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاته بشأن أداء المؤسسات خلال الفترة القادمة .

- عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق .

- عمق السوق بمعنى أن حركة التعاملات بها نشيطة ويوجد بها عدد كبير من أوامر البيع والشراءبصفة مستمرة إضافة إلى وجود عدد كبير من المستثمرين .

- تجانس التوقعات داخل السوق وعدم وجود اختلافات كبيرة في أسعار الصفقات السابقة والحالية .

الفرع الثاني : متطلبات كفاءة السوق

وفقا لمفهوم السوق الكفء فإنه يضمن تحقيق التخصيص الكفء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلىأكثر المجالات ربحية، ومن خلاله يمكن إدراج أقسام السوق المالي الكفء من حيث التخصيص الكفء للموارد المالية و من حيث مثالية الكفاءة في السوق المالي

كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): price efficiency : يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويعني بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة أي دون فاصل زمني كبير وهذا ما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. وكذلك تصل المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، وهذا يعني أن الفرصة متاحة وأن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة وهذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات [2] ،بهذا يصبحالتعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادية fair game marteفالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلاأنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين، وقد تتحقق أرباح غير عادية في هذا السوق الأمر غير مستحيل وذلك قد يتلقى

[1] نفس المرجع السابق ذكره ، ص 39

[2] - بد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001 ، ص 191.

مستثمر عديم الخبرة أو المستثمر الكسول بخسائر فادحة وذلك راجعالدخوله للسوق دون تحليل للمعلومات المتاحة وهذا لا يعني أن السوق عديم الكفاءة بل يرجع ذلك لكسل وجهل المستثمر ذاته للمعلومات المتاحة [1]

كفاءة التشغيل و الكفاءة الداخلية :opertional efficiency :

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية عن العمولات للوسطاء الماليين دون أن تباح لصناع السوق فرصة تحقيقهامش ربح مغالي فيه.[2]

الفرع الثالث : أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية :

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة كما يلي :

1 الكفاءة الكاملة : يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصلا زمنيا بين تحليل لمعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية .[3]

وحتى تتسم السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي ذلك توافر الشروط التالية:[4]

-أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛

- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛

-للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛

[1] -زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**،جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر ،2008؛ ص 198

[2] -دريد كامل آل شبيب ،و عبد الرحمن الجبوري، **أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي** -حالة شركة وورلدكم الأمريكية- ورقة بحث مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع، كلية العلوم الإدارية و المالية، جامعة فيلادلفيا،الأردن، أيامأيام —16 /152005/03ص ص. 15-16 .

[3] -حنفي عبد الغفار، **"الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004،ص.185

[4]عبد الله بن محمد الرزين ، **"الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة"**، بحث مقدم إلى المؤتمرالعلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية عمان في الفترة من 16-1426/04/18، ص9.

-وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، بحيث لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده على سعر الأصل المالي؛

-اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

2 - الكفاءة الاقتصادية : يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة و انعكاسها على أسعار الأسهم وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت .[1]

الفرع الرابع :مستويات كفاءة الأسواق المالية

تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقاً، لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي:[2]

المستوى الضعيف :يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضيلا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباحغير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية. ويطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد .

ب-المستوى المتوسط :أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباحغير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار. وفي ظلالصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية

[1]-غاري فلاح المومني.**إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**.دار المناهج للنشر والتوزيع عمان الأردن 2008.ص147

[2]-Theory & Practice", 11th ١٧Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "Financial Management edition, South western, USA, 2005, p270-271.

التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباحغير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين .

ت- المستوى القوي :أي أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، أي أن المتعاملين في السوقلن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على الأسعار. وعليه، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفؤا بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضًا أن يكون السوق كاملا، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.[1]

الفرع الخامس : مفهوم أثر الحجم كانحراف على فرضية كفاءة السوق .

أشارت فرضية كفاءة السوق إلى أن أسعار الأسهم السوقية تعكس وبسرعة المعلومات المتوفرة، ومن خلال هذا المفهوم، يجب أن لا يكون هناك اختلاف بين عوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وعوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم معدلة بالمخاطرة، وذلك كون المعلومات تنعكس أولاً بأول على أسعار أسهم جميع الشركات بغض النظر عن حجمها، ولكن العديد من الدراسات والأبحاث والتي أجريت على الأسواق المالية العالمية أشارت إلى وجود 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 أسهم .[2]

1- مقايس حجم الشركة :

تم قياس متغيرات نموذج الدراسة HML،SMB،RM –Rf وفق منهجيةفاما و فرانش 1993. حيث يتم تقسيم الأسهم الى مجموعتين حسب الحجم ممثلا بالقيمة السوقية لأسهم الشركاتSصغير وBكبير ، وفقا لقيمة وسيط الحجم حيث تمثل الأسهم الصغيرة تلك الأسهم

[1] -عبد اللطيف، هناء،" **قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر**"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية،2001 ، ص 31 .

[2] - - موسى شقفَي،**أثر الحجم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان(**، مذكرة ماجستير غير منشورة، عمان، الأردن، 2001،ص:29-30.

التي تكون القيمة السوقية للأسهمأقل من قيمة الوسيط، بعد ذلك قسمت الأسهم بشكل مستقل إلى ثلاث مجموعات بناء على نسبة B/M (L منخفض 30 بالمئة،Mمتوسط 40 بالمئة وHعالي 30 بالمئة) تم شكلت 6 محافظ بتفاعل حجم مع نسبة B/M : , BH, BM, BL SH, SM, SL ثم حساب العائد الشهري للمحافظ لمدة سنة واحدة ثم أعيد بعدها تشكيل المحافظ مرةأخرى بنفس الأسلوب.

ويمثل SMBمتوسط الفرق بين عوائد المحافظ الثلاث الصغيرةSH, SM, SLوعوائد المحافظ الثلاث الكبيرة BH, BM, BL. .

فيما يمثل HML متوسط الفرق بين عوائد المحفظتين ذواتي نسبة B/M العالية (SH,BH) و المحفظتين

ذواتي نسبة B/Mالمنخفظة(SL,BL) كالتالي:

$$SMB = \frac{(SH - BH) + (SM - BM) + (SL - BL)}{3}$$

المطلب الثاني : عوائد ومخاطر الأوراق المالية

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

الفرع الأول : ماهية العائد

أولا تعريف العائد - -هو التعويض النقدي الذي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من أشكال الاستثمار المتاحة، ويعتبر العائد الهدفالأسمى لأي مستثمر سواء كان فردا أو شركة أو صندوقا استثمار .[1]

- ويعرف ذلك بأنه النسبة المئوية لما يأمره رأس المال من إيراد ، فالعائد الإجمالي البسيط علي سند ما هو المقدار السنوي التي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة ، أما العائد الإجمالي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه الضريبة الدخل .[1]

[1]بوبكر نفيسة، اختبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية ،2010/2008مذكرةمقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 10-11

- هو المردود الذي يحقق الاستثمار، ولكي يكون لهذا المردود معنى ، فانه يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته.[2]

- قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين ، اذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة الإدارة . ويتم استخراجه وفق العلاقة التالية[3]: **العائد على الاستثمار** = الربح الصافي/ مجموع الأموال المستثمرة

1-مقاييس عائد السهم:

يقاس عائد السهم من خلال ما يلي :[4]

1 -1-نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة (EPS) :

ويرمز لو بالرمز (**EPS**) وهو اختصار للكلمات **Earing Per Share**،ويقيس عائد السهمويمكنحسابو كما يلي:

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ويعتبر هذا المقياس من المقاييس المهمة، إذ يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام، حيث تسعىالشركات جاهدة لزيادته لأنه يلعب دورا مهما في تحديد سعر السهم، إذ أنو أحد العوامل التي يأخذها المستثمربعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم.

1-2 -الربح الجاري للسهم

ويعد من المقاييس المهمة في عملية تقييم السهم من وجهة نظر المستثمر حيث يقيس قدرة الدينار الواحد:

---

[1]-حسين عمر.**الموسوعة الاقتصادية** .دار الفكر العربي.ط.4 القاهرة1992.ص236

[2]-زياد رمضان .**مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي**.دار وائل النشر الأردن .ط.3 1998.ص289

[3]-أمين احمد السيد لطفي.**التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**.الدار الجامعية الإسكندرية.2005.ص10

[4] -لزمد طنيب، لزمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، ط ،1دار الدستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ،2009،ص109.112-:

الذي يدفعه المستثمر تمنا للسهم (إذا أراد شرائه) على توليد الربح، ويحسب كما يلي :

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} \times \%100$$

3-1-عائد فترة الاحتفاظ:

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

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

حيث إن:

D:التدفقات الجارية (العائد الجاري)؛

Pt:سعر السهم في التاريخ(tالبيع)؛

P_{t-1}: سعر السهم في تاريخ t-1 (الشراء).

. ثانيا : أنواع العائد

هناك عدة أنواع مع الماء حسب التصنيف وفي :

أولا : العائد الفعلي (المتحقق) : وهو العائد الذي يحققه مستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية ، وبذلك فهي قد تكن عوائد إيرادية أو عوائد مالية ، أو مزيج بينهما[1] ويطبق عليه بالعائد التاريخي ، وهو نسبة صافي الدخل الناجم عن الاستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة ، والتي نتج عنها ذلك الدخل الصافي ، ويتكون من جزأين [2]

ـ معدل العائد الرأسمالي : وهو الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه مقسوما على سعر السهم ، كما يلي

[1]-زياد رمضان. **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر، الأردن ، الطبعة الثالثة،.ط 3 .1998.ص294
[2]-محمد على إبراهيم العامري.**الإدارة المالية**.جامعة بغداد.العراق.ص361

معدل العائد الرأسمالي=$\frac{p1-p0}{\mathrm{p0}}$

حيث:

P1:سعر بيع السهم

P0:سعر شراء السهم

ب- معادل العائد الدوري أو الاعتيادي : وهو عبارة عن عائد مقسوم من الأرباح الموزع لذلك السهم مقسوما على سعر الشراء .

معدل العائد الدوري =$\frac{\mathrm{D}}{\mathrm{P0}}$

حيث أن D : هي مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم

ثانيا : العائد المتوقع : هو الاحتمال غير الأكيد حدوث هذا العائد ، إذ يستحيل التأكد من وقوعه فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي صدره الاستثمار في ورقة مالية معينة ، وبالتالي فانه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات عائد محتملة[1] . ولنفترض[2] :

V_t:القيمة السوقية للأصل في الزمن (t).

$Vt-1$:القيمة السوقية في الأصل(t-1)على أن تقارن مجموع هذه العوائد بسعر الأصل في بداية الفترة(t-1) أي بالسعر (Vt-1)

اذن: $R_{it}=\frac{V_{it}-V_{it+D_{it}}}{V_{it-1}}$

-ثالثا : العائد المطلوب : هو ذلك العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائما لمستوى المخاطر المقابلة له ، أو

[1] -محمد مطر.فايز تيم.**إدارة المحافظ الاستثمارية**.دار وائل للنشر الأردن ط3 ص32

[2] - محاضرة الأستاذ عبد الرزاق كبوط ، في مقياس النظـــرية المالية

أداة الاستثمار ، ويتكون من جزئيين هما العائد الخالي من مخاطرة المخاطرة . وبدل المخاطرة.[1] ومنه فأن معدل العائد المطلوب يحسب كمايلي:[2]

معدل العائد المطلوب معدل العائدد الخالي من المخاطرة + معدل عائد السوق المالية - معادل العائد الخالي من المخاطرة *معامل بيتا.

ومن معادلة حساب معدل العائد المطلوب يتبين بأن حسابه يتطلب تقدير ثلاثة متغيرات أساسية هي:

- **معدل العائد الخالي من المخاطرةRf**:هو سعر الفائدة في الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل والأكثر شيوعا منها حوالات الخزينة فتنعدم المخاطرة لهذه الاستثمارات إذ يتساوى معامل العائد المتحقق لهذه الاستمارات مع العائد المتوقع.

-**معدل عائد محفظة السوق ERm**: وهو المعدل و المتوسط لمعدلات العائد المتحقق للأسهم في السوق المالية ، موزونا بقيمتها السوقية أو الدفترية.

-**معامل بينا السهمBeta coefficient** : يعد هذا مؤشر واحدا من أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمار بالأسهم ، وبحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق المالية.

الفرع الثاني : المخاطرة أنواعها وطرق قياسها

يقصد بمصطلح المخاطر التعرض لظروف معاكسة ، لكن دراستا لمفهوم الخطر ستقتصر على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

أولا : مفهوم المخاطرة:

---

[1] -امين احمد السيد لطفي.مرجع سابق.الدار الجامعية.الإسكندرية.2005ص11

[2] -محمد على إبراهيم العامري.مرجع سبق ذكره ص365

- وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو منجميعهذه الأمور مجتمعة، وتنشأ في الاستثمار لأن احتمال تحقيق العائد مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر.[1]

أولا : تعرف المخاطرة على أنها احتمال تقلب العواد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات ، أو هي التباين في العوائد المتوقعة .

- المخاطرة تعني عدم انتظام العوائد ودرجة عدم التأكد والخوف من وقوع خسائر في الاستثمار و تذبذب العوائد من حيث الارتفاع وانخفاض.[2]

ومن خلال كل هذه التعريفات يمكننا تعريف المخاطرة بأنها:

في حالة تذبذب و عدم انتظام في العوائد و احتمال حدوث خسائر رأسمالية في الاستثمار .

ثانيا : أنواع المخاطر

باستقراء الكتب العلمية فيما يتعلق بالمخاطر التي يمكن أن تواجه المؤسسة ، تبين أنه يمكن تصنيف تلك مخاطر تبعاً لثلاثة أسس :

- التصنيف على أساس مصادر الخطر .
- التصنيف على أساس الارتباط بالمؤسسة .

التصنيف على أساس الميزة التنافسية معلوماتية.

أولا: أنواع المخاطر من حيث مصدر الخطر:

توضح الكتابات التي اهتمت بموضوع إدارة المخاطر المالية أن المؤسسات المعاصرة تواجه مجموعة متنوعة من مخاطر المالية في المجالات الوظيفية المختلفة ، وفي جميع أرجاء المؤسسة ، ومن هذه محاصر مايلي[3]:

مخاطر التشغيل | Operational risks

[1]محمد طيب محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، ط1،دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009،ص. :112.
[2]-محمد على إبراهيم العامري.مرجع سابق ذكرهص367
[3]-غازي فلاح المؤمني.**إدارة المحافظ الاستثمارية** دار المناهج للنشر والتوزيع عمان الأردن ص79

وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية (أو الأفراد العاملين بهذه النظم) بالمؤسسة

مخاطر الإدارة Management risks :

هي المخاطر المرتبطة بالوظائف الإدارية وممارسات التي تقوم بها إدارة المؤسسة

المخاطرالقانونية Legalrisks

هي المخاطر الناشئة عن الدخول في اتفاقيات تعاقدية مع أطراف أخرى مع عدم التأكد بالوفاء بالالتزامات تجاه هذه الأطراف .

مخاطرالأسعار Price risks وهي المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة (صعود أو هبوطاً) في الأسعار بالسوق ، وهي تنقسم إلى , مخاطر سعر الفائدة Interest rate Risk، أو سعر الصرف عناصر Currency Exchange Risk، مخاطر أسعار السلع Commodity Risk مخاطر الملكية . Equity Risk

مخاطر الأموال Fundingrisk

هي مخاطر الناتجة عن فشل المؤسسة في الوفاء بأعباء الديون وفقا للشروط المتفق عليها مع الممولين أو المقرضين.

مخاطر التركيز Concentrateriskوهي المخاطر الناتجة عن تركيز الاستثمارات في قطاع واحد أو عدة قطاعات صغيرة ، وتسمى مخاطر عدم التنويع.

مخاطر التغطية Hedginge risk

وهي المخاطر الناتجة عن الخطأ في التغطية و الفشل في تحقيق التغطية الكافية المخاطر التي تتعرض له المؤسسة .

ثانياً : أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمؤسسة

وفق هذا التصنيف، وهو التصنيف الذي تعتمد عليه النماذج الحديثة في نظرية التمويل، يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة إلى مجموعتين من المخاطر ، هما[1]

1 - **المخاطرة النظامية (RISQUESYSTEMATIQUE) :**

ترتبط هذه المخاطر بالتغيرات في الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية العامةالتي تصاحب عملية الاستثمار كونها ترفع من درجة المخاطرة وخاصة في الوحدات الاقتصادية التي تنتج سلعا صناعية لاسيما وأن مبيعاتها وأرباحها تتأثر بمستوى التغيرات التي تصاحب القطاع الاقتصادي ككل ، فضلا عن أن هذا النوع من المخاطر لايمكن تجنبه من خلال التنويع.

2 – **المخاطرة غير نظامية(RISQUENONSYSTEMATIQUE):**

ويقتصر تأثير هذا النوع على الوحدة الاقتصادية ذاتها إذ يمكن تجنبها من خلالالتنويع ، وتتأثر درجة المخاطرة هنا بالتغيرات الحاصلة في طبيعة موجودات الوحدة.

3- **المخاطر الكلية :**وتمثل مقدار التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار فهي تجمع مابين المخاطرةالنظامية واللانظامية

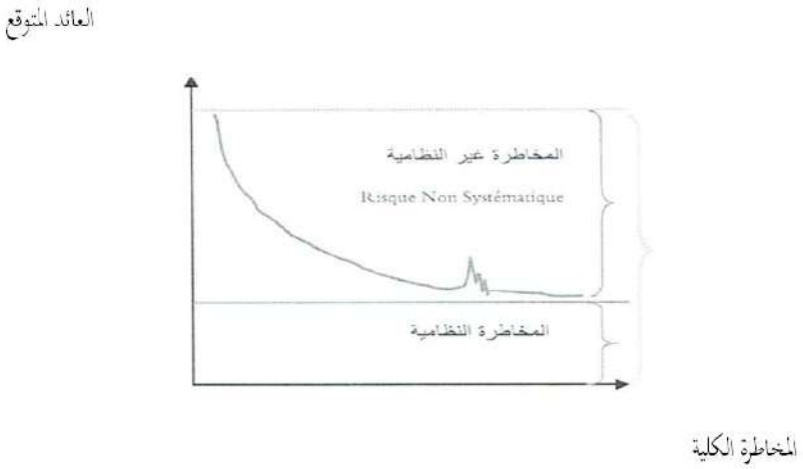
المخاطرة الكلية = المحاضرة النظامية +المخاطرة غير

- النط

هذه الأخيرة في حركة السوق ككل ويصعب المنيا بما ومواجهتها ، يمكن التقليل من المخاطرة غير النظامية وتمت عن طريق التنويع ، ولكن لا يمكن تجنب ما يسمى بالمخاطرة النظامية.

الشكل رقم :1 أنواع المخاطرة و حالات التنويع و عدم التنويع

1- محمد قاسم خصاونة، **أساسيات الإدارة المالية**، ط ،،1دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان- الأردن 2011ص :106-107.



المصدر:

محمد حملاوي بناءا على واقع العديد من المؤلفات المالية.

-على المستثمر في حالة التنويع بالنسبة للمخاطرة العامة ان يركز تنبؤه على حركة السوق وخاصة المخاطر الاقتصادية العامة ومخاطر السوق المالية مثل(التغير في سعر الفائدة والتغير في أسعار الصرف ومخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد)

-كذلك إذا توقع صعود السوق فعليه زيادة المحفظة من الأوراق المالية ذات بيتا المرتفعة والعكس صحيح.

ثالثاً : أنواع المخاطر

و يرى البعض أنه يمكن تقسيم المخاطر التي تواجه المؤسسة تبعا للميزة التنافسية المعلوماتية Comparative informational advantage متوفرة لديها إلى مجموعتين من مخاطر، على النحو الأتي:[1]

1 - المخاطر الماليةFinancialrisks:

وفي المخاطر الناشئة عن متغيرات لا تتوفر لدى مؤسسة عنها ميزة تنافسية معلوماتية Comparative informational advantage، ويجب على المؤسسة أن تتبع استراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر أجل تغطيتها ، أو تجنبها ، أو السيطرة عليها . لأن تحمل هذه المخاطر لا يحقق المؤسسة أية عوائد اقتصادية . وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة ، ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه المؤسسة.

[1] -حسين عطا غنيم.**دراسات في التمويل**.بدون دار نشر.بدون بلد نشر.ط 1.1999ص 255

الفرع الثالث : طرق قياس المخاطر[1] :

وتعتمد هذه الأدوات على قياس درجة التشتت في قيم المتغير المالي على محل اهتمام أو قياس درجة حساسيته اتجاه التغيرات التي تحدث في متغير أخر ، ومن أهم هذه الأدوات

المدى Range

والذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة المتغير المالي موضع الاهتمام ، ويمكن استخدام المدى كمؤشر للحكم على المستوي النسبي للخطر ، وكلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.

التوزيعات الاحتمالية Probability distribution :

وهي تعتبر أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى ، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي و تحديد به القيم المتوقعة الحدوث و في ظل الأحداث الممكنة ، و تحديد التوزيع الاحتمالي هذه القيم ، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة ، وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها . و ما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو الطرفين كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر .

الانحراف المعياري Standarddéviation :

يعتبر أكثر المقاييس الإحصائية استخداما كمؤشر للخطر الكلي المصاحب للمتغير المالي ، وهو يقيس درجة تشتت قيم المتغير موضوع الدراسة حول القيمة المتوقعة به ، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري دل ذلك على ارتفاع مستوى خطر.

$$\delta_1^2 = \sum_{0j=1}^{m} p_j [R_{IJ} - E(R_I)]^2 \Rightarrow \delta_1 = \sqrt{\sum_{j-1}^{m} P_j [R_{1J} - E(R_I)]^2}$$

معاملالاختلاف Coefficientofvariation

[1]-منير إبراهيم هندي .**الفكر الحديث في إدارة المخاطر**.منشاة المعارف.الاسكندري.2003.ص249

هو مقياس نسبي (أو معياري لدرجة التشتت. حيث يربط بين الخطر (مقسماً بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاساً بالقيمة المتوقعة، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلا عن الانحراف المعياري عند المقارنة بين عدةأصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر. إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد ، وكلما ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر.

معامل الاختلاف =CV= $\frac{\delta_i}{E(R_I)}$

معامل بيتا Betacoefficient

ويعد هذا المؤشر واحدا من أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمارات والأسهم ، ويحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد السوق المالية ، ويكون هذا المؤشر منشورا في النشرات المالية الخاصة بالمعلومات المالية عن الأسهم وبموجبه تجري مفاضلة الاستثمار بالأسهم إذ ، ويدل معامل بيتا المرتفع عن ارتفاع درجة الحساسية وبالتالي ارتفاع مستوى الخطر[1] :

$$B = \frac{COV(Ri.Rm)}{\delta_{R_m}^2}$$

بالنسبة للورقة:

حيث Ri : عائد الورقة i

RM عائد السوق ،

Qm تباين السوق

يفسر معامل بيتاً للورقةIبالنسبة لمعامل بيتا السوق والذي يساوي 1 .

- ✓ $\beta > 1$مخاطر الورقةIاكبر من مخاطر السوق.
- ✓ $\beta = 1$مخاطر الورقةIمساوية لمخاطر السوق.
- ✓ $\beta < 1$مخاطر الورقةIاقل من مخاطر السوق.
- ✓ $\beta = 0$مخاطر الورقةI غي مرتبطة بمخاطر السوق.

[1]-محمد على.مرجع سبق ذكره.جامعة القاهرة.ص14-15.

- ✓ β=1-مخاطر الورقةIمساوية لمخاطر السوق ولكن مع اتجاه العوائد معاكس باتجاه السوق. [1]

2- أدوات التحليل المالي لقياس المخاطر المالية

وهي تعتمد على قياس قدرة ، المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه الغير وبخاصة الدائنين في الآجال المحددة لاستحقاقها ، وتحقيق تدفقات نقدية صافية للمساهمين ويعتمد قياس المخاطر المالية بالمؤسسة على مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي يمكن الاستدلال من خلالها - كمؤشرات تقريبية - على الحالة المتوقعة للمؤسسة من حيث التدفقات النقدية المتوقعة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

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

1- **دراسة أيمن سيد محمد سرحان** ، بعنوان **"أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأةالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية للفترة من** 1990 إلي 1999 .[2]

هدفت هذه الدراسة لمعرفة هل للمتغيرات المالية(الربحية ، أسعار الفائدة ، حجم وتركيب الأصول، المخاطر) تأثير على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في بورصة مصر وما هي العوامل الأكثر تأثيرا، وقد شملت عينةالدراسة على مجموعة من مؤسسات الصناعات التحويلية المدرجة في بورصة مصر والبالغ عددها 93 مؤسسة اختيرت بطريقة عشوائية فتوصلت الدراسة إلى أن أكثر المتغيرات تأثيرا على القيمة السوقية لأسهم مؤسسات العينة هما الربحيةومعدل الفائدة ولكن هذا التأثير ضئيل جدا حيث يساهمان في تفسير حوالي % 6 من التغيرات التي تطرأ على القيمةالسوقية للسهم .

---

[1] - محمد عبد ربه **مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييمك للاستثمارات في وسق الاوراق المالية**.الدار الجامعية.الإسكندرية.مصر.2000.ص126

[2] أيمن سيد مجمد سرحان، **أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية**، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة عين شمس ، مصر ، .2003

2- **دراسة خالد عبد الرحمن جمعة يونس، 2011 ، بعنوان أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم (دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية)خلال الفترة (2004-2009)،** [1]هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات الدالية علىعائد السهم المتمثل في كل من العائد السوقي و العائد من صافي الدخل، وقد توصلت الدراسة إلى أن عائد السهم السوقي يتأثر إيجابيا بكل من متغيرات (صافي الدخل، أرباح الأدوات المالية، الأرباح المقترح توزيعها علىالمساهمين ، التغير المتراكم في القيمة العادلة)، في حين لم يتأثر عائد السهم السوقي بكل من متغيرات (الأرباح الموزعة على المساهمين ،رصيد النقد وما في حكمه) .

3- **دراسة موسى شقيري 2001 ، بعنوان اثر الحجم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان) ،خلال الفترة الممتدة ما بين1994إلى غاية1998،**[2]وقد هدفت هذه الدراسة إلى معرفة اثر حجم الشركةعلى عائد السهم، وقد توصلت هذه الدراسة إلى انه لا يوجد اثر للحجم عندما تكون القيمة الدفترية هي المقياسللحجم،كذلك لا يوجد علاقة بين الحجم والعائد مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر وذلك عندما تكون القيمةالدفترية هي المقياس للحجم،كما أشارت هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين الحجم والعائد عندما تكون القيمةالسوقية هي المقياس للحجم،وذلك قبل اخذ المخاطرة بعين الاعتبار في حين لا يوجد اثر للحجم على العائد عنداخذ المخاطر بعين الاعتبار،كما أشارت إلى أن مخاطر المحافظ التي تتكون من أسهم الشركات صغير الحجم مساويةتقريبا لمخاطر المحافظ التي تتكون من أسهم شركات كبير الحجم، سواء كان مقياس المخاطر معامل بيتا أم بالانحرافالمعياري.

4- دراسة دانة بسام محمد يوسف،،2008**بعنوان تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي، خلال الفترة الممتدة من** 2000**إلى**2006 [3]هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم والمسببة لهذا التذبذب

[1] -خالد عبد الرحمن جمعه يونس، **أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم (دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالي)**، مذكرة ماجستير غير شوه منشورة، فلسطين ، 2011.

[2] - موسى شقيري **أثر الحجم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان(**، مذكرة ماجستير غير منشورة، عمان، الأردن، 2001.

[3]- دانة بسام محمد يوسف، **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي**، مذكرة ماجستير غير منشورة، الأردن ، 2008

الحاد، وبيان أي العوامل أكثر تأثيرا من غيرها على عوائد الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى انه توجد علاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم، وعدم وجود علاقةبين عجز أو فائض ميزان المدفوعات وعائد الأسهم، ووجود علاقة بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم وكذلك وجود علاقة بين عجز الموازنة العامة للدولة وعوائد الأسهم، وعدم وجود علاقة بين عجز حجم الناتج المحلي الإجمالي وعوائد الأسهم، ووجود علاقة بين عدد العاملين وعوائد الأسهم، ووجود علاقة بين حجم رأس مال الشركات وعوائد الأسهم.

5- دراسة إسماعيل جميل الصعيدي، 2011، بعنوان العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية) خلال فترة (2006-2009)[1]هدفت هذه الدراسة إلي التعرف على العوامل المؤثرة على معدل العائد السوقي لأسهم الشركاتالمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بينمعدل النجاح ومعدل العائد السوقي للسهم،وكذلك وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدلالتوزيعات على السعر في بداية المدة ومعدل العائد السوقي للسهم، وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الأرباح و معدل العائد السوقي للسهم، وجود عوامل عديدة تؤثر على معدل العائد السوقي للسهم وليست عامل واحد.

الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

1- Mohammad Reza Kohansal, Amir Dadrasmoghaddam, Komeil

Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran1992-2010[2]

[1]إسماعيل تريل الصعيدي، **العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (**، مذكرة ماجستير غير منشورة، فلسطين 2011، .

[2]Mohammad Reza Kohansal , Amir Dadrasmoghaddam , Komeil Mahjori Karmozdi , Abolfazl Mohseni , **Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran ,** World AppliedProgramming, Mashhad , Iran , Vol 3, Issue 10, October 2013 , pp 512-521.

"العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم لشركات الصناعات الغذائية في بورصة إيران -2010 -1992 "

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين النسب المالية والمتمثلة في : نسب السيولة (النسبة الحالية)

ونسبة النشاط(معدل دوران الأصول)ونسبة الربحية (معدل العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين) والرافعة الدالية (الديون) وأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة إيران، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة منشركات صناعة المواد الغذائية المدرجة في بورصة إيران وتمت هذه الدراسة خلال الفترة الممتدة 1992-2010 .ولمعالجة هذا الموضوع قام الباحثان بتقدير معاملات النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى وتحديد العدد الأمثل من المتغيرات إضافة إلى معرفة العلاقة بين النسب المالية وأسعار الأسهم عن طريق نموذج ، VARفتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة السيولة والعائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين مع أسعار الأسهم وهناك تأثير لمعدل دوران الأصول على تقلبات الأسعار.

2-دراسة Banz،1981بعنوان العلاقة بين العائد والقيمة السوقية للأسهم عادية، حلال الفترة الممتدة من 1939-1975[1]حيث هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين العائد والقيمة السوقية لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم مقارنة مع أسهم الشركات المتوسطة والكبيرة الحجم في سوق نيويورك (NYSE).وقد بينت هذه الدراسة أن الاختلاف في العوائد الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم أكبر منه في الشركات المتوسطة والكبيرة الحجم، وأن الزيادة في العائد لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة مقارنة مع عوائد الشركات المتوسطة والكبيرة الحجم على أساس شهري، على أساس سنوي .

المطلب الثاني : الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

[1]Banz,R.. **The Relationship Between Return and Market Value of the Common Stock,** Journal of Financial Economics, March, 1981.

من خلال استعراضنا للدراسات السابقة حول موضوع أثر حجم الشركة علي عوائد الأسهم لاحظنا أن هذا الموضوعيدخل ضمن المواضيع الأساسية في الأسواق المالية، فهو يفتح اهتمامات متعددة الأشكال وذلك للأهمية البالغة التي يحظى بها من قبل الباحثين في هذا المجال

لقد اشتركت معظم الدراسات في الهدف الذي تسعى إليه و هو التأكد من وجود أثر لحجم المؤسسة علىالعائد و أن معظم الدراسات السابقة اعتمدت على اختبارات الانحدار الخطي البسيط ، هو ما سيتملاعتماد عليه في هذه الدراسة لقياس كفاءة سوق عمان المالي، أيضا نجد أن بعض الدراسات اعتمدت طريقة المربعات الصغرى العادية في حين البعض الآخر كان غير ذلك.

خلاصة الفصل :

لقد تم التطرق في هذا الفصل إلى الأدبيات النظرية، وهذا من خلال مبحثين، في المبحث الأول تم التعرض مفهوم كفاءة الأسواق المالية، والعنصر الأخير عوائد ومخاطر الأوراق المالية في ومن خلال هذا المبحث نستطيع القول أن الكفاءة هي السوق التي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقاتالعديد من الدراسات أثبتت أن لحجم المؤسسات اثر على عائد الأسهم، بمعني أن عوائد أسهممؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عوائد المؤسسات كبيرة الحجم مع اخذ المخاطر بعين الاعتبار؛

أما المبحث الثاني والذي كان بعنوان الدراسات السابقة، والتي لها علاقة بموضوع الدراسة، تم فيه استعراض لأهم جوانب هذهالدراسات، والمتمثلة في هدف الدراسة، طريقة المعالجة، وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل إليها، حيث اتفقت بعض من هذه الدراسات على وجود علاقة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم .

بغية إثبات جدوى هذا الفصل سوف يناقش الفصل الثاني ما هي طبيعة العلاقة الموجودة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم من خلال استخدام الأساليب الإحصائية .

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية للحجم على العائد

تمهيد:

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

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

المبحث الأول : الدراسة التطبيقية لأثر الحجم على العائد في سوق عمان خلال الفترة 2014-2018

سنتناول في هذا المبحث تحديد عينة و مجتمع الدراسة وتقدير نماذج رياضية بهدف تفسير العلاقة بين حجم المؤسسة وعائدالسهم، والتي من خلالها سنقوم باختبار فرضيات الدراسة، واستخلاص النتائج .

المطلب الأول:عينة ومتغيرات الدراسة

نستخدم في هذه الدراسة ثمانية متغيرات منها ستة تابعة ومتغيرين مستقلين،وذلك لعينة مكونة من 06 محافظ مالية في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2018.

1- مجتمع وعينة الدراسة

شملت الدراسة عينة من محافظ المالية الاستثمارية المسجلة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2018.

2- متغيرات الدراسة

نقوم بصياغة نموذج رياضي لاختبار أثر الحجم على عوائد الأسهم، حيث تم تصميم النموذج يتكون من مجموعة من المتغيرات المستقلة و هي الحجم و السوق، و التابعة هي البنوك، التأمينات، الصناعات الصيدلانية، الإعلام، الهندسة و الإنشاءات و النقل.

المطلب الثاني : الطريقة و الأدوات المستخدمة

1- دراسة وصفية تحليلية للمتغيرات المستقلة

نجريفيهذاالجزءمن الدراستحليلا وصفيا للمتغيرات باستخدام المتوسطات الحسابية لكل متغير ومقارنتها و تحليلها،و هدا من خلال الجدول التالي:

جدولرقم (01) متغيرات الوصفيةللدراسة

TRAN	SMB	PAARM	MEDIA	INSK	GEIN	EMCO	BANS	
-0.000446	-0.001196	5.05E-05	0.002745	-0.000778	-0.000778	0.000420	-0.000806	Mean
-0.000474	0.000334	-0.000499	0.000000	0.000000	-0.000178	-0.000132	-0.000159	Median
0.442843	0.030497	0.930261	2.253487	0.059035	0.140217	1.164337	0.081328	Maximum
-1.000000	-0.901120	-1.000000	-1.000000	-1.000000	-1.000000	-1.000000	-1.000000	Minimum
0.033181	0.034824	0.044479	0.102550	0.029160	0.029025	0.051092	0.029029	Std. Dev.

-19.93345	-19.41309	-0.594594	15.57573	-32.62900	-32.92746	6.067527	-32.99973	Skewness
694.0203	440.0175	374.4569	321.6379	1116.774	1137.722	367.8234	1136.707	Kurtosis
24693528	9921345.	7111804.	5283048.	64156539	66588247	6867586.	66470556	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	Probability
-0.551760	-1.480036	0.062501	3.395567	-0.962108	-0.962831	0.520087	-0.997305	Sum
1.360770	1.498895	2.445328	12.99838	1.050968	1.041303	3.226465	1.041544	Sum Sq. Dev.
1237	1237	1237	1237	1237	1237	1237	1237	Observations

المصدر من اعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج (Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ـأن محافظ القطاعات تباينت في متوسطات العوائد حيث سجل كل من قطاع البنوك والتأمينات والنقل ومؤشر السوق (عامل السوق) وعامل الحجم متوسط العائد سالبة علي التوالي

0.000806 - ,0.000778 - ,0.000446 - ,0.000778 – 0.001196 - , في حين سجل كل من قطاع الهندسة والإنشاءات وقطاع الميديا (الاتصالات) وقطاع الصناعات الصيدلانية حققت متوسطات عوائد موجبة وهو ما يتناسب مع تشوهات الملاحظة في أسواق المالية حيث حققت أسهم شركات الكبيرة عوائد سالبة بقيم صغيرة في حين حققت أسهم الشركات الصغيرة قيم موجبة بقيم صغيرة وهو ما يتنافي وفرضية كفاءة , الميديا أعلي مخاطرة بقيمة 0.1026 ثم قطاع الهندسة والإنشاءات مستوي مخاطرة بقيمة 0.0511 ثم قطاع صناعة الصيدلانية 0.0445 وتنعكس مستويات هذه المخاطرة معدلات العائد المحقق لنفس القطاعات انطلاقا من العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة ,في حين سجل عامل الحجم مستوي مخاطرة0.035 ثم قطاع النقل بمستوي مخاطرة 0.033 ثم قطاع التأمينات 0.0292 ثم قطاع البنوك 0.029 حيث سجلت هذه القطاعات مستويات مخاطرة متدنية مقارنة بقطاعات الشركات الصغيرة في حيث سجل مؤشر السوق (محفظة السوق) مستوي مخاطرة 0.029 وهو مستوي مخاطرة متوسط مقارنة بكل القطاعات وهو مايعكسه التنويع الجيد لمحفظة السوق .

2-اختيار نموذج الدراسة

بهدف بناء نماذج رياضية لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، سوف نقوم بحساب القيمة السوقية لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة وذلك من خلال حساب متوسط القيمة السوقية الشهرية خلال فترة الدراسة (48شهرا) ثم حساب عائد مؤسسات عينة

الدراسة من خلال حساب العائد الرأسمالي لأسهم هذه المؤسسات والذي ينجم عن ارتفاع أو انخفاض سعر السهم في السوق المالي في كل شهر ويحسب بالعلاقة التالية:

عائد السهم لشهر(n) = (سعر الإغلاق لشهر(n)– سعر الإغلاق لشهر(n-1).

ثم حساب متوسط العائد لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة.

وتم تقدير معامل بيتا(β) للأسهم مؤسسات عينة الدراسة وفق العلاقة التالية :

$$\beta = \frac{\text{cov}\,(\text{نسبة تغير مؤشر السوق.نسبة تغير سعر السهم})}{\text{v}\,(\text{نسبة تغير مؤشر السوق})}$$

وسوف يتم قسمة متوسط العوائد على معامل بيتا(β) لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة، وكذلكقسمة متوسط العائد للسهم على الانحراف المعياري (**δ**) لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة، وفي الأخيرتتحصل على جدول يلخص جميع معطيات مؤسسة عينة الدراسة حيث يتضمن حجم المؤسس ة ممثلا بالقيمة السوقية للمؤسسة وعائد السهم وعائد السهم مقسوم على معامل(β) للسهم وعائد السهم مقسوم علىالانحراف المعياري(**δ**) للسهم لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة(مؤسسة).

ومن خلاله نستطيع معرفة طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، بحيث نرمز للقيمة السوقية(x) وهو المتغيرالمستقل في هذه الدراسة ونرمز للعائد السهم بالرمز(y1) بحيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الأولى، ونرمز لعائدالسهم مقسوم على معامل بيتا(β) بالرمز(y2) حيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الثانية، ونرمز لعائد السهممقسوم على الانحراف المعياري(**δ**) بالرمز(y3) بحيث يعتبر المتغير التابع في الفرضية الثالثة.

ومن خلال دراسة العلاقة(x) ب (y1) يمكننا الإجابة على الفرضية الأولى .

ومن خلال دراسة العلاقة(x) ب(y2) يمكننا الإجابة على الفرضية الثانية .

ومن خلال دراسة العلاقة(x) ب(y3) يمكننا الإجابة على الفرضية الثالثة .

2- دراسة مصفوفة الأرتباط :

BANS	EMCO	GEIN	INSK	MEDIA	PAARM	SMB	TRAN	

نجريفيهـــذاالجزءمن الدراسةتحليلامصـــفوفة الأرتبـــاط لكـــل متغيـــر ومقارنتهـــا و تحليلها،و هدا من خلال الجدول التالي:

لجدول رقم(02)مصفوفة الارتباط

0.839878 76468935 71	0.823569 32979609 26	0.870096 70849424 02	0.804999 32639659 44	0.584074 52349209 19	0.771611 95400988 86	- 0.321296 70307486 09	1	TRAN
0.064295 53043744 5	- 0.670910 73947257 69	- 0.007745 67014158 5084	0.093462 39178307 755	- 0.895437 05929795 94	- 0.227388 61555880 55	1	- 0.321296 70307486 09	SMB
0.671789 74410990 05	0.691672 05689179 44	0.718425 97518819 52	0.621968 86326956 17	0.583747 44310038 54	1	- 0.227388 61555880 55	0.771611 95400988 86	PAARM
0.250655 42176907 05	0.754765 25502296 17	0.328938 18214129 54	0.173388 21490747 27	1	0.583747 44310038 54	- 0.895437 05929795 94	0.584074 52349209 19	MEDIA
0.962781 75504457 55	0.501418 93848461 41	0.956306 63127780 47	1	0.173388 21490747 27	0.621968 86326956 17	0.093462 39178307 755	0.804999 32639659 44	INSK
0.991787 09025525 95	0.563818 36544194 06	1	0.956306 63127780 47	0.328938 18214129 54	0.718425 97518819 52	- 0.007745 67014158 5084	0.870096 70849424 02	GEIN
0.514382 99168389 06	1	0.563818 36544194 06	0.501418 93848461 41	0.754765 25502296 17	0.691672 05689179 44	- 0.670910 73947257 69	0.823569 32979609 26	EMCO
1	0.514382 99168389 06	0.991787 09025525 95	0.962781 75504457 55	0.250655 42176907 05	0.671789 74410990 05	0.064295 53043744 5	0.839878 76468935 71	BANS

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

- **عند مستوي معنوية 5 % :**

نلاحظ وجود ارتباط بين محفظة النقل و مؤشر السوق ويقدر ب 0.32 موجب

نلاحظ وجود ارتباط بين محفظة الصيدلة و مؤشر حجم السوق ضعيف ويقدر 0.22موجب

نلاحظ وجود ارتباط بين محفظة الميديا و مؤشر حجم السوق قوي ويقدر 0.89موجب

نلاحظ وجود ارتباط بين محفظة التأمينات و مؤشر حجم السوق قوي ويقدر 0.62موجب

نلاحظ وجود ارتباط بين محفظة الهندسة والإنشاءات مؤشر حجم السوق قوي ويقدر 0.67موجب

نلاحظ وجود ارتباط بين محفظة البنوك و مؤشر حجم السوق ضعيف جدا ويقدر 0.06 أمابالنسبة (لعائد السوق وعائد الحجم)

فكان الارتباط مع باقي المتغيرات كما يلي :

1 -بالنسبة لي محفظة النقل كان معدل ارتباط قوي جدا وقدر ب 0.87

2- بالنسبة لي محفظة الصيدلانية كان معدل ارتباط قوي وقدر ب 0.71

3 -بالنسبة لي محفظة الميديا كان معدل ارتباط ضعيف وقدر ب 0.32

4 -بالنسبة لي محفظة التأمينات كان معدل ارتباط قوي جدا وقدر ب 0.95

5 -بالنسبة لي محـ EMCO كان معدل ارتباط مساوي ل 0.56 أي الارتباط قوي موجب

6- بالنسبة لي محفظة البنك كان معدل ارتباط قوي جدا وقريب من الارتباط التام وقدر ب 0.96

لهما ارتباط موجب مع باقي المتغيرات وتباين في حجم القوي

3- دراسة أستقرارية سلاسل عوائد أسهم عينة الدراسة

نجريفيهـذاالجزءمن الدراسـةتحليلا أسـتقرارية سلاسـل عوائـد أسـهم عينـة الدراسـة لكـل متغير ومقارنتها و تحليلها،و هدا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03)يوضحأستقرارية سلاسل عوائد أسهم عينة الدراسة

اختبار ديكي فولر المطور			
	نموذج مع الثابت	نموذج مع الثابت و الاتجاه العام	نموذج بدون ثابت و اتجاه عام
Bank	-6.500115	-6.495587	-6.500600
	-2.863670	-3.413451	-1.941080
insur	-7.138862	-7.159819	-7.143733
	-2.863670	-3.413451	-1.941080
pharm	-26.87093	-26.86769	-26.88903
	-2.863670	-3.413451	-1.941080

const	-29.36119	-29.34913	-29.37593
	-2.863670	-3.413451	-1.941080
trans	-19.45395	-19.42935	-19.47389
	-2.863670	-3.413451	-1.941080
media	-33.58492	-33.57049	-33.57477
	-2.863670	-3.413451	-1.941080
Rm	-7.050752	-7.047676	-7.056024
	-2.863670	-3.413451	-1.941080
Smb	-35.04407	-35.03023	-35.01775
	-2.863670	-3.413451	-1.941080

المصدر :مخرجات البرنامج الإحصائي(Eviews).

دراسة استقراري سلاسل عوائد أسهم عينة الدراسة:

تشير النتائج اختبار ديكي فولر المطورADF في جدول أعلاه أن سلاسل عوائد محافظ القطاعات ومحفظة السوق وعامل الحجم مستقرة حيت كانت القيمة المحسوبة المطلقة الإحصائية ديكي فولر اكبر من المجدولة عند نسبة معنوية 5%وعليه نرفض الفرضية العالمية H_0 "السلسلة تحتوي علي جدر وحدة إي أن السلسة غير مستقلة " ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن السلاسل الزمنية للقطاعات لا تحتوي علي جدر وحدوي وعليه يمكن القول إن السلاسل أعلاه مستقرة ومتكاملة من درجة ضفر حيت لا يمكن التنبؤ بالأسعار وعليه يتميز سوق عمان الماليلعينة الدراسة بالكفاءة عند المستوي الضعيف .

4- دراسة تقدير معلمات نموذجتسعيرالأصول الرأسمالية MEDAF:

نجريفيهـــــــــذاالجزءمن الدراســـــــــةتحليلامعلمات نمـــــــــوذج الأصـــــــــول الرأســمالية MEDAFلكــل متغيــر ومقارنتهــا و تحليلهــا،و هــدا مــن خــلال الجــدول التالي:

الجدول رقم (04)تقدير تسعير الأصول الرأسماليةMEDAF

	C	t-Statistic	BETA	t-Statistic	Adj R2	F-statistic	DW
Bank	-3.42E-05	-0.323460	0.991902	272.5097	0.983628	74261.53	**1.988036**
insur	-3.00E-05	-0.123577	0.960735	114.9488	0.914453	13213.23	**1.939221**
pharm	0.000328	0.705182	0.994652	62.03816	0.515744	3848.733	**2.008947**
const	0.001193	0.993547	0.992463	23.99086	0.317339	575.5615	**1.996289**
trans	0.000328	0.705182	0.994652	62.03816	0.756872	3848.733	**2.008947**
media	0.003650	1.324427	1.162172	12.24092	0.107478	149.8402	**2.004424**

تشير نتائج التقدير في الجدول أعلاه أن نموذج MEDAF له معنوية إحصائية كلية تختلف عن الصفر في كل القطاعات حسب إحصائية فيشر عند نسبة معنوية 5 %و هدا دليل على وجود علاقة خطية بين عوائد مخططة كل قطاع ومخاطر النظامية ممثلة بمعامل B

تراوحة القدرة التفسيرية لنموذج و معبر عنها بمعامل التحديد المصحح R^2ADJUST مابين 0.9836% كحد أقصى في محفظة قطاع البنوك و 10.75% كحد أدنى في قطاع الميديا حيث يدل على أن 98.36% من التغيرات في عائد محفظة البنوك تفسيرها تغيرات السوق و 1.64% تفسرها عوامل أخرى خاصة بشركات و % 10.75 من التغيرات في عائد المحفظة قطاع الميديا تفسرها تغيرات السوق حيث 25 و 79% تفسرها عوامل أخرى خاصة بقطاع الميديا و بصفة عامة تميزت معاملات التحديد المصححة لكل محافظ القطاعات بقدر تفسيرها عالية تعدى فيها معامل التحديد 75% في كل من قطاع النقل في حين كان معامل التحديد في قطاع الإنشاءات 31.73% و في قطاع الميديا 10.75%

معادلات تسعير الأصول المالية لمحافظ القطاعات نموذج

$$R_{BANKS}=0.0000342+0.9919(R_M-RF)$$

$$R_{INSK}=0.00003+0.9607(R_M-RF)$$

$$R_{PAARM}=0.000328+0.9946(R_M-RF)$$

$$R_{EMCO}=0.00119+0.9924(R_M-RF)$$

$$R_{TRAN}=0.000328+0.9946\ (R_M-RF)$$

$$R_{MEDIA}=0.00365+1.1622\ (R_M-RF)$$

مخاطر نظامية :(معامل البيتا)

من خلال جدول أعلاه نحلاظ أن مستوي المخاطر النظامية كانت اقل من مخاطر ا BM=1

حيث كانت قيمة البيتا لكل القطاعات اقل من واحد في هيا تعتر قطاعات دفاعيه حيث أن أي تغيرات في عائد السوق يتغير عائد هذه القطاعات بدرجه اقل ما عادا قطاع الميديا حيث كانت قيمة البيتا اكبر من الواحد في تعتبر قطاع هجومي بمعني أي تغيرات في عائد السوق يتغير قطاع الميديا بدرجه اكبر من السوق .

5- دراسة تقدير نموذج متعدد العوامل (عامل السوق + عامل الحجم):

نجريفيهذاالجزءمن الدراستقدير نموذج متعدد العوامل (عامل السوق + عامل الحجم)لكل متغير ومقارنتها و تحليلها،و هدا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05) يوضح تقدير نموذج متعدد العوامل (عامل السوق + عامل الحجم)

	C	t-Statistic	BETA1	t-Statistic	BETA2	t-Statistic	Adj R2	F-statistic	DW
Bank	3.81E-05	0.435340	0.992460	329.7152	0.060003	23.91662	0.988805	54584.25	**1.982443**
insur	7.17E-05	0.314582	0.961520	122.5158	0.084469	12.91299	0.924576	7576.637	**1.902464**
pharm	0.000566	0.678106	1.098303	38.18688	-0.283346	-11.81970	0.564640	802.5156	**1.963940**
const	1.57E-05	0.022163	0.983374	40.24212	-0.977986	-48.01662	0.761813	1977.597	**1.943250**
trans	-3.26E-05	-0.091013	0.991867	80.32372	-0.299732	-29.12191	0.855787	3668.331	**1.964456**
media	0.000484	0.539446	1.137735	36.79699	-2.629557	-102.0354	0.905346	5912.053	**1.977885**

تقدير نموذج متعدد العوامل (عامل السوق + عامل الحجم)

تم تقدير الانحدار المتعدد لنموذج العاملين (عامل السوق وعامل الحجم) بطريقة المربعات الصغرى حيث تحسنت نتائج التقدير مقارنة بنتائج تقدير الانحدار النموذج تسعير الأصول المالية حيث أرتفع معامل التحديد المصحح لنموذج العاملين مقارنة بنموذج ميداف , وبالاعتماد علي معامل التحديد يمكن القول أن نموذج العاملين له قدرة تفسيرية أكبر لسلسلة عوائد محافظ القطاعات بمتوسط 98 %حيث كانت أعلي نسبة في قطاعالبنوك 98.88 % وأقل قيمة كانت في قطاع الصيدلاني 56.46 %وهنا يمكن القول أن نموذج العاملين أحتوي المخاطر بشكل أكبر من نموذج ميدافوله قدرة تفسيرية أكبر في تفسير عوائد محافظ الأصول وتتوافق نتائج الدراسة مع أغلب الدراسة التطبيقية.

في حين معاملات b1 (المخاطر النظامية) أو عامل السوق كانت أقرب من الواحد وتعتبر محافظ دفاعية تنطوي علي مخاطر أقل من مخاطر السوق ماعدا محفظة قطاع ميديا وقطاع الصيدلانية تجاوزهb الواحد وهي تعتبر محافظ هجومية تنطوي علي مخاطر أكبر من مخاطر محفظة السوق وكلها معنوية عند مستوي 5 % ، يمثل معامل b2 معامل حساسية تجاه عامل الحجم smb فقد سجلتأثير سالبا بنسبة لمحافظ القطاعات من الحجم المتوسط والحجم الكبير في حين يأخذ تأثيرايجابيا في عوائد محافظ كبيرة الحجم (البنوك والتأمينات) مما يدل علي قوة أثر هذا المتغير في نموذج المدروس ويعتبر هذا العامل مفسرا عند مستوي معنوية 5 %بالنسبة لجميع المحافظ وهو مايدل علي وجود أثر الحجم في نموذج لسلسلة عوائد المحافظ .

نسجل لنتائج الانحدار أن أحسن قيمة لمعامل حجم smbكانت أعلي في محافظ الموسسات صغيرة الحجم ذات الرسملة الصغيرة عند مستوي معنوية 5 %وعلية فان لعامل الحجم دور كبير في تفسير عوائد المحافظ ذات الرسملة الصغيرة ولا يملك تاثيرا كبيرا في تفسير عوائد

المحافظات ذات الرسملة الكبيرة وهو مايأكده معامل التحديد المصحح حيث زادت قيمة هذا المعامل في كل المحافظ ولكن بنسبة أكبر في محافظ المؤسسات صغيرة الحجم .

حيث ارتفعت قيمة معامل التحديد فيقطاع الميديا من 10.75 %الي 90.55 %وهي نتجة جد مفسره في سلسلة عوائد محافظ القطاع كما أرتفعت كذالك قطاع النقل من 75.66 %الي 85.58 %وقطاع الإنشاءات من31.74 %الي 76.18 %وقطاع الصيدلاني .

خاتمة

الخاتمة

يعتبر حجم المؤسسة أحد أهم العوامل التي على أساسها يختار المستثمر الأسهم المراد الاستثمارفيها، حيث غالبا ما يرتبط في ذهن المستثمر حجم المؤسسة بحجم العوائد التي تحققها أسهمها، الأمرالذي تدعمه نتائج العديد من الدراسات والتي توصلت إلي وجود أثر لحجم المؤسسة على عائد السهملصالح المؤسسات الكبيرة، أي أن عائد سهم المؤسسات صغيرة الحجم أعلى من عائد سهم المؤسساتكبيرة الحجم، إضافة لأخرى توصلت إلى عكس ذلك .

وعلى هذا الأساس حاولنا دراسة أثر الحجم على عوائد أسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة فيسوق عمان للأوراق المالية، فتناولنا في الفصل الأول للتطرق إلى الكفاءة بمفهومها وشروطها وأنواعها وصيغها المختلفة والإجراءات التي تحسنها ثم الىالعوائد والمخاطر بأنواعها والعلاقة التي تربط بينهما ظ,لنتناول في الفصل الثاني الجانب التطبيقي فحاولنا الإجابة على فرضيات الدراسة وهذا من خلال إسقاطها على سوق عمان للأوراق المالية وتطبيقها على محافظ اقتصادية مدرجة فيه توفرت فيها شروط الدراسة، وهذا بهدف تحديد مدى تأثير حجم المؤسسة على عائد سهمها مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية والمخاطر المنتظمة.

ومنخلالتقديرنموذج تسعير الأصول الرأسمالية medafواختبارهااتضحلنامايلي:

نتائج الدراسة

1- تميز سوق عمان المالي بالكفاءة عند المستوي الضعيف حيت لم تحتوي جميع سلاسل عوائد المحافظ القطاعات لعينة الدراسة علي الجدر الوحدوي وهي مستقرة فعليه فان السوق يتميز بالكفاءة عند مستوي ضعيف وتحقق فرضية السير العشوائي للأسعار وعليه نقبل الفرضية الأولي .

2- 2- تشير النتائج اختبار الدراسة له دلالة كبيرة في تفسير كل محافظ ماعدا محفظة قطاع الميديا وهو م يدل علي إن معامل بيتا استطاع احتوي اغلب المخاطر السوقية التي تؤثر مباشرة علي سلسلة عوائد المحافظ .

3- 3- زيادة القدرة التفسيرية لنموذج MEDAF عند إضافة عامل الحجم وهو ما يظهر جليا في سلسلة عوائد محافظ قطاع الميديا حيث قام عامل الحجم بحتوي جميع المخاطر التي تؤثر علي عوائد المحافظ .

الاقتراحات:

على أساس النتائج التي تم استخلاصها يمكننا أن نقدم بعض الأقتراحات نوجزها فيما يلي:

-تنظيم وتطوير عمليات الإفصاح الملزمة عن المعلومات الأساسية على ضوء المعايير الدولية، حيث يشمل الإفصاح بالإضافة للقوائم المالية المعلومات المتعلقة بهيكل ملكية المؤسسة وحقوقهم مقارنة بحقوق غيرهم من المساهمين، الإفصاح عن أعضاء مجلس الإدارة وكبار المديرين ومرتباتهم وحوافزهم حتى يتسنى للمستثمرين تقييم خبرتهم وكفاءتهم والاعتماد على معلومة الرواتب والحوافز لتقييم سلامة أداء الشركة، الإفصاح عن عوامل المخاطر الملموسة في المستقبل وكذلك عن أهداف المؤسسة.

-تعزيز إجراءات الشفافية في سوق المال، من خلال تطبيق المزيد من اجراءات حوكمة الشركات ويتعلق ذلك ببعض قواعد الإدارة السليمة للشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كمنع استغلال المعلومات من طرف أي موظف كان، حيث يسمح له مركزه المالي بمعرفة معلومات غير متاحة لباقي المساهمين، فقواعد حوكمة الشركات تؤدي إلى حماية المستثمرين والمحافظة على الثقة في الأسواق المالية ويساعد على جذب المزيد من المدخرات ورؤوس الأموال.

-العمل على دعم كل الإجراءات الفنية المرتبطة بسوق مسقط للأوراق المالية ورفع مستوى الإفصاح المحلي، وزيادة الشفافية فيما يتصل بالبيانات الخاصة بأداء الجهات

المصدرة لأوراق المالية -تفعيل القوانين الخاصة لحث الشركات على عدم التأخير في نشر قوائمها المالية وذلك حتى يستفيد المستثمرون من البيانات الواردة في تلك القوائم في تقييم استثماراتهم.

الآفاق :

بهدف التوسع في الدارسة والإحاطة بجميع جوانبها، ونفي أو تأكيد النتائج المتحصل عليها، نقترح ما يلي:

-إجراء الدارسة على أسواق مالية أخرى وعدد أكبر من المؤسسات قصد تعميم الدراسة في حال توافق النتائج.

-إجراء الدارسة على عدد من المؤسسات بشكل فردي أو بأسلوب المحافظ الاستثمارية، حيث أن التنويع يلغي أثر المخاطر غير النظامية ويبقي على المخاطر النظامية .

-إستخدام معايير أخرى لتعبر عن حجم المؤسسة مثل(إجمالي المبيعات، عدد العاملين، القيمة الدفترية) وذلك لتأكيد أو نفي النتائج التي تم التوصل إليها في هذا البحث.

-التعمق في دراسة أثر حجم المؤسسة على عائد السهم من خلال تحديد العوامل التي تتحكم في الحجم

ودراسة أثرها على عائد سهم المؤسسة.

قائمة الصادر و المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية

- ✓ أمين احمد السيد لطفي.**التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة.**الدار الجامعية الإسكندرية.2005.ص10.
- ✓ أمين احمد السيد لطفي.مرجع سابق.الدار الجامعية.الإسكندرية.2005ص11.
- ✓ إسماعيل **تريل** الصعيدي، **العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (**، مذكرة ماجستير غير منشورة، فلسطين 2011، .
- ✓ أيمن سيد مجمد سرحان، **أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية**، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة عين شمس ، مصر ، 2003.
- ✓ بد الغفار حنفي، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001 ، ص 191.
- ✓ بوبكر نفيسة **اختبار العلاقة بين العائد والمخاطر في سوق الأوراق المالية**.دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية 2010/2008 مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير.غير منشورة .جامعة .
- ✓ حسين عطا غنيم.**دراسات في التمويل**.بدون دار نشر.بدون بلد نشر.ط 1.1999ص 255
- ✓ حسين عمر.**الموسوعة الاقتصادية** .دار الفكر العربي.ط.4 القاهرة1992.ص236 -
- ✓ حنفي عبد الغفار، "**الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004،ص.185
- ✓ خالد عبد الرحمن جمعه يونس، **أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم (دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالي)**، مذكرة ماجستير غير شوه منشورة، فلسطين ، 2011.
- ✓ دانة بسام محمد يوسف، **تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي**، مذكرة ماجستير غير منشورة، الأردن ، 2008
- ✓ دريد ال شبيب.عبد الرحمان الجبوري.**اهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوقالمالي**. العلمي الرابع حول الريادة والإبداع الاستراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة ، جامعة الزيتونة الأردنية ، الأردن ، 2005 ، ص . 07
- ✓ دريد كامل آل شبيب ،و عبد الرحمن الجبوري، **أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي** -حالة شركة وورلدكم الأمريكية- ورقة بحث مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع، كلية العلوم الإدارية و المالية، جامعة فيلادلفيا،الأردن، أيامأيام —16 /152005/03ص ص. 15-16 .
- ✓ زياد رمضان .**مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي**.دار وائل النشر الأردن .ط.3 1998.ص289
- ✓ زياد رمضان. **مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي**، دار وائل للنشر، الأردن ، الطبعة الثالثة،.ط 3 .1998.ص294 .
- ✓ زياد رمضان، مروان شموط، **الأسواق المالية**،جامعة القدس المفتوحة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر ،2008؛ ص 198 .
- ✓ طاهر حردان مبادئ الاستثمار.دار المستقبل عمان الاردن1997.ص95 .
- ✓ عبد اللطيف، هناء،" **قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر**"، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية،2001 ، ص 31 .
- ✓ عبد الله بن محمد الرزين ، "**الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة**"، بحث مقدم إلى المؤتمرالعلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية

بتنظيم جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية عمان في الفترة من 16-1426/04/18، ص9.

- ✓ عصام حسين ، **أسواق الأوراق المالية** ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، الأردن ، بدون طبعة ، 2010 ، ص . 31
- ✓ غازي فلاح المؤمني.**إدارة المحافظ الاستثمارية** دار المناهج للنشر والتوزيع عمان الأردن ص79.
- ✓ -محمد صالح الحناوي **.بورصة الأوراق بين النظرية والتطبيق** الدار الجامعية مصر.2002.ص332.
- ✓ محمد على إبراهيم العامري.**الإدارة المالية**.جامعة بغداد.العراق.ص361 .
- ✓ محمد على إبراهيم العامري.مرجع سبق ذكره ص365.
- ✓ -محمد على إبراهيم العامري.مرجع سابق ذكرهص367.
- ✓ محمد مطر.فايز تيم.**إدارة المحافظ الاستثمارية**.دار وائل للنشر الأردن ط3 ص32
- ✓ ممدل على **إدارة المخاطر المالية في شركات المساهمة المصرية** رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في ادارة الأعمال.جامعة القاهرة ص8- 9.
- ✓ منير إبراهيم هندي .**الفكر الحديث في إدارة المخاطر**.منشاة المعارف.الاسكندري.2003.ص249.
- ✓ موسى شقتَي،**أثر الحجم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان(**، مذكرة ماجستير غير منشورة، عمان، الأردن، ،2001ص:29-30.
- ✓ موسى شقيري **أثر الحجم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية على بورصة عمان(**، مذكرة ماجستير غير منشورة، عمان، الأردن، 2001.
- ✓ محاضرة الأستاذ عبد الرزاق كبـوط ، في مقياس النظــرية المالية.

قائمة المراجع باللغة الفرسية

- ✓ -Theory & Practice", 11th ١٧Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "Financial Managementedition, South western, USA, 2005, p270-271.
- ✓ Mohammad Reza Kohansal , Amir Dadrasmoghaddam , Komeil Mahjori Karmozdi , Abolfazl Mohseni **,Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran ,** World AppliedProgramming, Mashhad , Iran , Vol 3, Issue 10, October 2013 , pp 512-521.
- ✓ Banz,R.. **The Relationship Between Return and Market Value of the Common Stock,** Journal of Financial Economics, March, 1981.

الملاحق

ملحق رقم 01 يوضح المتغيرات الوصفية

Null Hypothesis: BANKS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.500115	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BANKS)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:26
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.500115	0.141157	-0.917539	BANKS(-1)
0.3288	-0.976841	0.000826	-0.000807	C

-0.000809	Mean dependent var	0.033106	R-squared
0.029529	S.D. dependent var	0.032322	Adjusted R-squared
-4.238095	Akaike info criterion	0.029048	S.E. of regression
-4.229811	Schwarz criterion	1.041255	Sum squared resid
-4.234979	Hannan-Quinn criter.	2621.143	Log likelihood
1.040205	Durbin-Watson stat	42.25150	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

01

Null Hypothesis: BANKS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.495587	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BANKS)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:27
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable

0.0000	-6.495587	0.141059	-0.916262	BANKS(-1)
0.3425	0.949681	0.001652	0.001569	C
0.0971	-1.660288	2.31E-06	-3.84E-06	@TREND("1")

-0.000809	Mean dependent var	0.035263	R-squared
0.029529	S.D. dependent var	0.033698	Adjusted R-squared
-4.238710	Akaike info criterion	0.029028	S.E. of regression
-4.226284	Schwarz criterion	1.038933	Sum squared resid
-4.234036	Hannan-Quinn criter.	2622.523	Log likelihood
1.042612	Durbin-Watson stat	22.53410	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

02

Null Hypothesis: BANKS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.500600	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	
	-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BANKS)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:27
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-6.500600	0.141155	-0.917590	BANKS(-1)

-0.000809	Mean dependent var	0.032358	R-squared
0.029529	S.D. dependent var	0.032358	Adjusted R-squared
-4.238940	Akaike info criterion	0.029048	S.E. of regression
-4.234798	Schwarz criterion	1.042061	Sum squared resid
-4.237382	Hannan-Quinn criter.	2620.665	Log likelihood
		1.039398	Durbin-Watson stat

03

Null Hypothesis: INSUR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.138862	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INSUR)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:28
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-7.138862	0.128307	-0.915968	INSUR(-1)
0.3470	-0.940857	0.000830	-0.000781	C

-0.000809	Mean dependent var	0.039661	R-squared
0.029763	S.D. dependent var	0.038883	Adjusted R-squared
-4.229158	Akaike info criterion	0.029178	S.E. of regression
-4.220874	Schwarz criterion	1.050603	Sum squared resid
-4.226042	Hannan-Quinn criter.	2615.620	Log likelihood
1.049666	Durbin-Watson stat	50.96335	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

04

Null Hypothesis: INSUR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.159819	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INSUR)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:28
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-7.159819	0.128205	-0.917924	INSUR(-1)
0.2956	1.046330	0.001660	0.001736	C
0.0802	-1.751130	2.32E-06	-4.07E-06	@TREND("1")

-0.000809	Mean dependent var	0.042044	R-squared
0.029763	S.D. dependent var	0.040490	Adjusted R-squared
-4.230024	Akaike info criterion	0.029154	S.E. of regression
-4.217598	Schwarz criterion	1.047996	Sum squared resid
-4.225350	Hannan-Quinn criter.	2617.155	Log likelihood
1.052075	Durbin-Watson stat	27.05758	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

05

Null Hypothesis: INSUR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.143733	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	
	-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INSUR)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:29
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-7.143733	0.128300	-0.916540	INSUR(-1)

-0.000809	Mean dependent var	0.038972	R-squared
0.029763	S.D. dependent var	0.038972	Adjusted R-squared
-4.230059	Akaike info criterion	0.029177	S.E. of regression
-4.225917	Schwarz criterion	1.051356	Sum squared resid
-4.228501	Hannan-Quinn criter.	2615.177	Log likelihood
		1.048857	Durbin-Watson stat

06

Null Hypothesis: PHARM has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-26.87093	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PHARM)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:30
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable

0.0000	-26.87093	0.037036	-0.995189	PHARM(-1)
0.9602	0.049954	0.001266	6.33E-05	C

-0.000792	Mean dependent var	0.369136	R-squared
0.056018	S.D. dependent var	0.368625	Adjusted R-squared
-3.384535	Akaike info criterion	0.044511	S.E. of regression
-3.376251	Schwarz criterion	2.444859	Sum squared resid
-3.381419	Hannan-Quinn criter.	2093.643	Log likelihood
1.590522	Durbin-Watson stat	722.0468	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

07

Null Hypothesis: PHARM has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-26.86769	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PHARM)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:30
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-26.86769	0.037035	-0.995049	PHARM(-1)
0.3581	0.919299	0.002534	0.002329	C
0.3020	-1.032568	3.55E-06	-3.66E-06	@TREND("1")

-0.000792	Mean dependent var	0.369681	R-squared
0.056018	S.D. dependent var	0.368658	Adjusted R-squared
-3.383781	Akaike info criterion	0.044510	S.E. of regression
-3.371355	Schwarz criterion	2.442747	Sum squared resid
-3.379107	Hannan-Quinn criter.	2094.177	Log likelihood
1.592059	Durbin-Watson stat	361.5759	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

08

Null Hypothesis: PHARM has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-26.88903	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	

-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PHARM)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:30
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-26.88903	0.037009	-0.995143	PHARM(-1)

-0.000792	Mean dependent var	0.369134	R-squared
0.056018	S.D. dependent var	0.369134	Adjusted R-squared
-3.386151	Akaike info criterion	0.044493	S.E. of regression
-3.382009	Schwarz criterion	2.444864	Sum squared resid
-3.384593	Hannan-Quinn criter.	2093.641	Log likelihood
		1.590573	Durbin-Watson stat

09

Null Hypothesis: MEDIA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-33.58492	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MEDIA)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:31
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-33.58492	0.029637	-0.995359	MEDIA(-1)
0.3501	0.934804	0.002921	0.002731	C

-0.000809	Mean dependent var	0.477550	R-squared
0.141933	S.D. dependent var	0.477126	Adjusted R-squared
-1.713718	Akaike info criterion	0.102632	S.E. of regression
-1.705434	Schwarz criterion	12.99811	Sum squared resid
-1.710602	Hannan-Quinn criter.	1061.078	Log likelihood
1.922600	Durbin-Watson stat	1127.947	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

10

Null Hypothesis: MEDIA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-33.57049	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MEDIA)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:31
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-33.57049	0.029648	-0.995311	MEDIA(-1)
0.4647	0.731341	0.005845	0.004275	C
0.7604	-0.304989	8.18E-06	-2.50E-06	@TREND("1")

-0.000809	Mean dependent var	0.477589	R-squared
0.141933	S.D. dependent var	0.476742	Adjusted R-squared
-1.712175	Akaike info criterion	0.102670	S.E. of regression
-1.699749	Schwarz criterion	12.99713	Sum squared resid
-1.707501	Hannan-Quinn criter.	1061.124	Log likelihood
1.922832	Durbin-Watson stat	563.6054	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

11

Null Hypothesis: MEDIA has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-33.57477	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	
	-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MEDIA)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:31
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-33.57477	0.029616	-0.994360	MEDIA(-1)

-0.000809	Mean dependent var	0.477180	R-squared
0.141933	S.D. dependent var	0.477180	Adjusted R-squared
-1.714628	Akaike info criterion	0.102627	S.E. of regression
-1.710486	Schwarz criterion	13.00732	Sum squared resid
-1.713070	Hannan-Quinn criter.	1060.640	Log likelihood
		1.923075	Durbin-Watson stat

12

Null Hypothesis: MEDIA has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-33.58492	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MEDIA)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:33
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-33.58492	0.029637	-0.995359	MEDIA(-1)
0.3501	0.934804	0.002921	0.002731	C

-0.000809	Mean dependent var	0.477550	R-squared
0.141933	S.D. dependent var	0.477126	Adjusted R-squared
-1.713718	Akaike info criterion	0.102632	S.E. of regression
-1.705434	Schwarz criterion	12.99811	Sum squared resid
-1.710602	Hannan-Quinn criter.	1061.078	Log likelihood
1.922600	Durbin-Watson stat	1127.947	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

13

Null Hypothesis: MEDIA has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-33.57049	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	

	-3.128767	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MEDIA)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:33
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-33.57049	0.029648	-0.995311	MEDIA(-1)
0.4647	0.731341	0.005845	0.004275	C
0.7604	-0.304989	8.18E-06	-2.50E-06	@TREND("1")

-0.000809	Mean dependent var	0.477589	R-squared
0.141933	S.D. dependent var	0.476742	Adjusted R-squared
-1.712175	Akaike info criterion	0.102670	S.E. of regression
-1.699749	Schwarz criterion	12.99713	Sum squared resid
-1.707501	Hannan-Quinn criter.	1061.124	Log likelihood
1.922832	Durbin-Watson stat	563.6054	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

14

Null Hypothesis: MEDIA has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-33.57477	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	
	-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MEDIA)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:33
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-33.57477	0.029616	-0.994360	MEDIA(-1)

-0.000809	Mean dependent var	0.477180	R-squared
0.141933	S.D. dependent var	0.477180	Adjusted R-squared
-1.714628	Akaike info criterion	0.102627	S.E. of regression
-1.710486	Schwarz criterion	13.00732	Sum squared resid
-1.713070	Hannan-Quinn criter.	1060.640	Log likelihood
		1.923075	Durbin-Watson stat

15

Null Hypothesis: TRANSP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-19.45395	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TRANSP)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:34
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-19.45395	0.055234	-1.074525	TRANSP(-1)
0.6671	-0.430211	0.000944	-0.000406	C

-0.000796	Mean dependent var	0.234708	R-squared
0.037913	S.D. dependent var	0.234088	Adjusted R-squared
-3.972133	Akaike info criterion	0.033180	S.E. of regression
-3.963849	Schwarz criterion	1.358511	Sum squared resid
-3.969017	Hannan-Quinn criter.	2456.778	Log likelihood
1.270384	Durbin-Watson stat	378.4561	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

16

Null Hypothesis: TRANSP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-19.42935	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TRANSP)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:35
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-19.42935	0.055240	-1.073279	TRANSP(-1)
0.4523	0.751796	0.001889	0.001420	C
0.2645	-1.116256	2.65E-06	-2.95E-06	@TREND("1")

-0.000796	Mean dependent var	0.235480	R-squared
0.037913	S.D. dependent var	0.234240	Adjusted R-squared
-3.971525	Akaike info criterion	0.033177	S.E. of regression
-3.959099	Schwarz criterion	1.357139	Sum squared resid
-3.966851	Hannan-Quinn criter.	2457.403	Log likelihood
1.272228	Durbin-Watson stat	189.8888	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

17

Null Hypothesis: TRANSP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-19.47389	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	
	-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TRANSP)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:35
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-19.47389	0.055204	-1.075029	TRANSP(-1)

-0.000796	Mean dependent var	0.234593	R-squared
0.037913	S.D. dependent var	0.234593	Adjusted R-squared
-3.973601	Akaike info criterion	0.033169	S.E. of regression
-3.969459	Schwarz criterion	1.358714	Sum squared resid
-3.972043	Hannan-Quinn criter.	2456.686	Log likelihood
		1.269966	Durbin-Watson stat

18

Null Hypothesis: INSUR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.138862	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	

-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INSUR)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:36
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-7.138862	0.128307	-0.915968	INSUR(-1)
0.3470	-0.940857	0.000830	-0.000781	C

-0.000809	Mean dependent var	0.039661	R-squared
0.029763	S.D. dependent var	0.038883	Adjusted R-squared
-4.229158	Akaike info criterion	0.029178	S.E. of regression
-4.220874	Schwarz criterion	1.050603	Sum squared resid
-4.226042	Hannan-Quinn criter.	2615.620	Log likelihood
1.049666	Durbin-Watson stat	50.96335	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

19

Null Hypothesis: INSUR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.159819	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INSUR)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:36
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-7.159819	0.128205	-0.917924	INSUR(-1)
0.2956	1.046330	0.001660	0.001736	C
0.0802	-1.751130	2.32E-06	-4.07E-06	@TREND("1")

-0.000809	Mean dependent var	0.042044	R-squared
0.029763	S.D. dependent var	0.040490	Adjusted R-squared
-4.230024	Akaike info criterion	0.029154	S.E. of regression
-4.217598	Schwarz criterion	1.047996	Sum squared resid
-4.225350	Hannan-Quinn criter.	2617.155	Log likelihood
1.052075	Durbin-Watson stat	27.05758	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

20

Null Hypothesis: INSUR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.143733	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	
	-1.616527	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INSUR)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:36
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-7.143733	0.128300	-0.916540	INSUR(-1)

-0.000809	Mean dependent var	0.038972	R-squared
0.029763	S.D. dependent var	0.038972	Adjusted R-squared
-4.230059	Akaike info criterion	0.029177	S.E. of regression
-4.225917	Schwarz criterion	1.051356	Sum squared resid
-4.228501	Hannan-Quinn criter.	2615.177	Log likelihood
		1.048857	Durbin-Watson stat

21

Null Hypothesis: CONST has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-29.36119	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.435428	1% level	Test critical values:
	-2.863670	5% level	
	-2.567954	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CONST)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:37
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable

0.0000	-29.36119	0.034281	-1.006527	CONST(-1)
0.7701	0.292367	0.001455	0.000425	C

-0.000812	Mean dependent var	0.411282	R-squared
0.066615	S.D. dependent var	0.410805	Adjusted R-squared
-3.107169	Akaike info criterion	0.051133	S.E. of regression
-3.098885	Schwarz criterion	3.226356	Sum squared resid
-3.104053	Hannan-Quinn criter.	1922.230	Log likelihood
1.689871	Durbin-Watson stat	862.0797	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

22

Null Hypothesis: CONST has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-29.34913	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.965488	1% level	Test critical values:
	-3.413451	5% level	
	-3.128767	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CONST)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:37
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-29.34913	0.034288	-1.006332	CONST(-1)
0.4347	0.781395	0.002911	0.002275	C
0.4634	-0.733494	4.08E-06	-2.99E-06	@TREND("1")

-0.000812	Mean dependent var	0.411539	R-squared
0.066615	S.D. dependent var	0.410584	Adjusted R-squared
-3.105987	Akaike info criterion	0.051142	S.E. of regression
-3.093561	Schwarz criterion	3.224949	Sum squared resid
-3.101313	Hannan-Quinn criter.	1922.500	Log likelihood
1.690874	Durbin-Watson stat	431.1475	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

23

Null Hypothesis: CONST has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=22)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-29.37593	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.566834	1% level	Test critical values:
	-1.941080	5% level	

-1.616527	10% level

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(CONST)
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:38
Sample (adjusted): 2 1237
Included observations: 1236 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-29.37593	0.034254	-1.006236	CONST(-1)

-0.000812	Mean dependent var	0.411241	R-squared
0.066615	S.D. dependent var	0.411241	Adjusted R-squared
-3.108718	Akaike info criterion	0.051114	S.E. of regression
-3.104576	Schwarz criterion	3.226579	Sum squared resid
-3.107160	Hannan-Quinn criter.	1922.188	Log likelihood
		1.690152	Durbin-Watson stat

24

ملحق رقم 02 يوضح نموذج الأصول رأس مالية

Dependent Variable: BANKS
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:44
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7464	-0.323460	0.000106	-3.42E-05	C
0.0000	272.5097	0.003640	0.991902	RM

-0.000806	Mean dependent var	0.983642	R-squared
0.029029	S.D. dependent var	0.983628	Adjusted R-squared
-8.351645	Akaike info criterion	0.003714	S.E. of regression
-8.343366	Schwarz criterion	0.017038	Sum squared resid
-8.348531	Hannan-Quinn criter.	5167.492	Log likelihood
1.988036	Durbin-Watson stat	74261.53	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

01 نموذج ميداف

Dependent Variable: INSUR
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:45
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.9017	-0.123577	0.000243	-3.00E-05	C
0.0000	114.9488	0.008358	0.960735	RM

-0.000778	Mean dependent var	0.914522	R-squared
0.029160	S.D. dependent var	0.914453	Adjusted R-squared
-6.689122	Akaike info criterion	0.008529	S.E. of regression
-6.680844	Schwarz criterion	0.089834	Sum squared resid
-6.686008	Hannan-Quinn criter.	4139.222	Log likelihood
1.939221	Durbin-Watson stat	13213.23	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

02

Dependent Variable: PHARM
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:46
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3029	1.030754	0.000880	0.000907	C
0.0000	36.29558	0.030332	1.100936	RM

5.05E-05	Mean dependent var	0.516136	R-squared
0.044479	S.D. dependent var	0.515744	Adjusted R-squared
-4.111106	Akaike info criterion	0.030953	S.E. of regression
-4.102827	Schwarz criterion	1.183206	Sum squared resid
-4.107992	Hannan-Quinn criter.	2544.719	Log likelihood
1.974131	Durbin-Watson stat	1317.369	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

03

Dependent Variable: MEDIA
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:46
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1856	1.324427	0.002756	0.003650	C
0.0000	12.24092	0.094942	1.162172	RM

0.002745	Mean dependent var	0.108200	R-squared
0.102550	S.D. dependent var	0.107478	Adjusted R-squared
-1.829023	Akaike info criterion	0.096882	S.E. of regression
-1.820744	Schwarz criterion	11.59195	Sum squared resid
-1.825909	Hannan-Quinn criter.	1133.251	Log likelihood
2.004424	Durbin-Watson stat	149.8402	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

04

Dependent Variable: TRANSP
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:47
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.4808	0.705182	0.000465	0.000328	C
0.0000	62.03816	0.016033	0.994652	RM

-0.000446	Mean dependent var	0.757068	R-squared
0.033181	S.D. dependent var	0.756872	Adjusted R-squared
-5.386258	Akaike info criterion	0.016361	S.E. of regression
-5.377979	Schwarz criterion	0.330574	Sum squared resid
-5.383144	Hannan-Quinn criter.	3333.401	Log likelihood
2.008947	Durbin-Watson stat	3848.733	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

05

Dependent Variable: CONST
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:47
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3206	0.993547	0.001201	0.001193	C
0.0000	23.99086	0.041368	0.992463	RM

0.000420	Mean dependent var	0.317891	R-squared
0.051092	S.D. dependent var	0.317339	Adjusted R-squared
-3.490513	Akaike info criterion	0.042214	S.E. of regression
-3.482234	Schwarz criterion	2.200800	Sum squared resid
-3.487399	Hannan-Quinn criter.	2160.882	Log likelihood
1.996289	Durbin-Watson stat	575.5615	F-statistic

0.000000	Prob(F-statistic)

06

ملحق رقم 03 يوضح العلاقة بين السوق و الحجم

ملاحق نموذج العاملين السوق والحجم

Dependent Variable: BANKS
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:48
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.6634	0.435340	8.74E-05	3.81E-05	C
0.0000	329.7152	0.003010	0.992460	RM
0.0000	23.91662	0.002509	0.060003	SMB

-0.000806	Mean dependent var	0.988823	R-squared
0.029029	S.D. dependent var	0.988805	Adjusted R-squared
-8.730884	Akaike info criterion	0.003071	S.E. of regression
-8.718466	Schwarz criterion	0.011642	Sum squared resid

-8.726213	Hannan-Quinn criter.	5403.052	Log likelihood
1.982443	Durbin-Watson stat	54584.25	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

01

Dependent Variable: INSUR
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:49
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.7531	0.314582	0.000228	7.17E-05	C
0.0000	122.5158	0.007848	0.961520	RM
0.0000	12.91299	0.006541	0.084469	SMB

-0.000778	Mean dependent var	0.924698	R-squared
0.029160	S.D. dependent var	0.924576	Adjusted R-squared
-6.814249	Akaike info criterion	0.008008	S.E. of regression
-6.801831	Schwarz criterion	0.079140	Sum squared resid
-6.809578	Hannan-Quinn criter.	4217.613	Log likelihood
1.902464	Durbin-Watson stat	7576.637	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

02

Dependent Variable: PHARM
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:50
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.4978	0.678106	0.000835	0.000566	C
0.0000	38.18688	0.028761	1.098303	RM
0.0000	-11.81970	0.023972	-0.283346	SMB

5.05E-05	Mean dependent var	0.565345	R-squared
0.044479	S.D. dependent var	0.564640	Adjusted R-squared
-4.216740	Akaike info criterion	0.029348	S.E. of regression
-4.204321	Schwarz criterion	1.062875	Sum squared resid
-4.212069	Hannan-Quinn criter.	2611.053	Log likelihood
1.963940	Durbin-Watson stat	802.5156	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

03

Dependent Variable: MEDIA
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:50
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable

0.5897	0.539446	0.000898	0.000484	C
0.0000	36.79699	0.030919	1.137735	RM
0.0000	-102.0354	0.025771	-2.629557	SMB

0.002745	Mean dependent var	0.905499	R-squared
0.102550	S.D. dependent var	0.905346	Adjusted R-squared
-4.072040	Akaike info criterion	0.031550	S.E. of regression
-4.059622	Schwarz criterion	1.228356	Sum squared resid
-4.067369	Hannan-Quinn criter.	2521.557	Log likelihood
1.977885	Durbin-Watson stat	5912.053	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

04

Dependent Variable: TRANSP
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:51
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.9275	-0.091013	0.000359	-3.26E-05	C
0.0000	80.32372	0.012348	0.991867	RM
0.0000	-29.12191	0.010292	-0.299732	SMB

-0.000446	Mean dependent var	0.856020	R-squared
0.033181	S.D. dependent var	0.855787	Adjusted R-squared
-5.907751	Akaike info criterion	0.012600	S.E. of regression
-5.895332	Schwarz criterion	0.195923	Sum squared resid
-5.903080	Hannan-Quinn criter.	3656.944	Log likelihood
1.964456	Durbin-Watson stat	3668.331	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

05

Dependent Variable: CONST
Method: Least Squares
Date: 06/27/19 Time: 23:51
Sample: 1 1237
Included observations: 1237

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.9823	0.022163	0.000710	1.57E-05	C
0.0000	40.24212	0.024436	0.983374	RM
0.0000	-48.01662	0.020368	-0.977986	SMB

0.000420	Mean dependent var	0.762198	R-squared
0.051092	S.D. dependent var	0.761813	Adjusted R-squared
-4.542647	Akaike info criterion	0.024935	S.E. of regression
-4.530229	Schwarz criterion	0.767259	Sum squared resid
-4.537976	Hannan-Quinn criter.	2812.627	Log likelihood
1.943250	Durbin-Watson stat	1977.597	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

06