

قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

جامعة اليرموك

العلاقة بين العائد على الأسهم المدرجة في بورصة عمان و ساعات التداول اليومية

Relationship Between Return Of Stocks Listed In Amman
Stock Exchange And Trading Hours

إعداد الطالبة

مهيرة هاني مقادي

2005720011

بإشراف الأستاذ الدكتور

سعيد الحلاق

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

2009

العلاقة بين ربحية الأسهم المدرجة في بورصة عمان و ساعات

التداول اليومية

دراسة على الأسهم المدرجة في بورصة عمان

The Relationship Between Stock Return and the Daily Trading Hours in Amman Stock Exchange

بإشراف:

الأستاذ الدكتور سعيد الحلاق

إعداد

مهيرة هاني مقدادي

٢٠٠٥٧٢٠٠١١

أعضاء لجنة المناقشة

أ. د. سعيد الحلاق مشرفاً ورئيساً

أ. د. علي حسين مقابلة عضواً

أ. د. وليد محمود حميدات عضواً

د. محمد محمود العجلوني عضواً

قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

٢٠٠٩

الإهداء ..

إلى روح من السماء ...

و قلبها

الباحثة

مهيرة مقدادي

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين على توفيقه لي لإنجاز هذا العمل المتواضع، وأصلي وأسلم على معلم الإنسانية وهادي البشرية سيدنا محمد وعلى صحبه ومن والاه.

وبعد، فإنه لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتوجه بخالص الشكر وعظيم التقدير والامتنان إلى الأستاذ الدكتور سعيد الحلاق الذي أشرف على هذه الرسالة وتفَضَّل بإبداء ملاحظاته وتوجيهاته المنهجية القيمة، فله مني جزيل الشكر وعظيم الامتنان.

كما أتقدم بالشكر والتقدير للدكتور محمد العجلوني، والذي زودني بخيرة نصائحه وآراءه العلمية السديدة واقتراحاته البناءة.

كما وأتقدم بجزيل الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور علي مقابلة والأستاذ الدكتور وليد حميدات لمشاركتهما الفاضلة في لجنة المناقشة.

كما ويسعدني أن أتقدم بخالص الشكر والامتنان للأستاذ زياد أبو ليلى لما قدمه من مساعدة في مرحلة تحليل البيانات، وأيضا كل من صديقاتي العزيزات منى العبد وبتينه خرايشة وأحلام الظاهر، اللاتي ما فتئن يسدين بنصائحهن ودعمهن المعنوي منقطع النظير..

والله ولي التوفيق

الباحثة....

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
ج	الإهداء
د	الشكر والتقدير
هـ	فهرس المحتويات
ح	قائمة الجداول
ط	قائمة اختصارات المستخدم اصطلاحيا
ي	ملخص الدراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

2	1-1 المقدمة
3	2-1 أهداف الدراسة
3	3-1 أهمية الدراسة
5	4-1 فرضيات الدراسة
6	5-1 البيانات والمنهجية
7	6-1 محددات الدراسة
8	7-1 تسلسل الدراسة

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

10	1-2 المقدمة
10	2-2 الأسواق المالية
13	3-2 الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية
14	1-3-2 الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد
14	2-3-2 أدوات الخزينة
15	3-3-2 القبولات المصرفية
15	4-3-2 شهادات الإيداع القابلة للتداول
15	5-3-2 الأوراق التجارية
16	4-2 الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
17	5-2 هيكل النظام المالي الأردني

18	..... 6-2 مؤسسات سوق رأس المال الأردني
18	..... 1-6-2 هيئة الأوراق المالية
19	..... 2-6-2 مركز إيداع الأوراق المالية
19	..... 3-6-2 بورصة عمان
19	..... 4-6-2 نشأة بورصة عمان للأوراق المالية
21	..... 7-2 الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني
22	..... 8-2 الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان
23	..... 9-2 هيكل السوق الثانوية لبورصة عمان
24	..... 10-2 شروط ادرج الأوراق المالية في السوق الأول والثاني
26	..... 11-2 نظام التداول الالكتروني في بورصة عمان
27	..... 12-2 آلية التداول في بورصة عمان
28	..... 13-2 العائد
28	..... 1-13-2 معدل العائد السوقي
29	..... 14-2 الدراسات السابقة
29	..... 1-14-2 الدراسات الأجنبية
36	..... 2-14-2 الدراسات العربية

الفصل الثالث

البيانات والمنهجية

39	..... 1-3 البيانات
39	..... 1-1-3 مجتمع الدراسة
39	..... 2-1-3 عينة الدراسة
40	..... 3-1-3 اختيار البيانات
41	..... 4-1-3 توزيع البيانات
41	..... 5-1-3 مصادر البيانات
41	..... 2-3 المنهجية
42	..... 1-2-3 ARCH النموذج
44	..... 2-2-3 GARCH النموذج
44	..... 3-3 العائد

الفصل الرابع

تحليل البيانات

48 1-4 مقدمة

48 2-4 نتائج التحليل

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

59 1-5 نتائج اختبار الفرضية الأولى

59 1-1-5 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى

59 2-1-5 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية

60 3-1-5 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

60 4-1-5 نتائج اختبار الفرضية الفرعية الرابعة

60 2-5 ملخص النتائج

63 3-5 التوصيات

المراجع

65 المراجع العربية

66 المواقع الالكترونية

67 المراجع الأجنبية

الملاحق

71 ملحق رقم (1) أسماء ورموز الشركات المستخدمة في العينة

72 الملخص باللغة الانجليزية

قائمة الجداول

رقم الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
28	فترات التداول اليومي في بورصة عمان	جدول (2-1)
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة	جدول (4-1)
49	الأولى (10:00-10:30)(D1)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الثانية	جدول (4-2)
50	(10:30-11:00)(D2)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الثالثة (D3)	جدول (4-3)
50	(1:00-11:30)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الرابعة	جدول (4-4)
51	(11:30-12:00)(D4)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الأولى	جدول (4-5)
52	(10:00-10:30)(D1)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الثانية	جدول (4-6)
53	(10:30-11:00)(D2)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الثالثة	جدول (4-7)
53	(11:00-11:30)(D3)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الرابعة	جدول (4-8)
54	(11:30-12:00)(D4)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الأولى	جدول (4-9)
55	(10:00-10:30)(D1)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الثانية	جدول (4-10)
55	(10:30-11:00)(D2)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الثالثة	جدول (4-11)
56	(11:00-11:30)(D3)	
	نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الرابعة	جدول (4-12)
57	(11:30-12:00)(D4)	
61	ملخص النتائج للقطاعات الثلاثة خلال الفترات الأربعة	جدول (5-1)

قائمة الاختصارات المستخدمة اصطلاحيا

وصفه	الاختصار
Autoregressive Conditional Heteroskedasticity	ARCH
Amman Stock Exchange	ASE
Amman Financial Market	AFM
Capital Assets Pricing Model	CAPM
Dow Jons Industrial Average	DJIA
Econometric Views	E-Views
Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity	GARCH
Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity in Mean	GARCH-M
Indicative Equilibrium Price	IEP
International Finance Corporation	IFC
Ordinary Least Squire	OLS
Securities and Exchange Commission	SEC
Standard And Poor 500	S&P500

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من وجود علاقة بين العائد و ساعات التداول اليومية، وذلك باستخدام عينة من أسهم 22 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، خلال الفترة 2005-2006 توزعت على ثلاثة قطاعات هي: قطاع الصناعة، قطاع البنوك، وقطاع الخدمات. وتأتي أهمية هذه الدراسة من حيث أن الدراسات السابقة قامت بدراسة العلاقة على فترات زمنية تراوحت ما بين السنة والأسبوع، إلا أنه لم يتم إلى الآن دراسة العلاقة بين العائد في السوق المالي وساعات التداول خلال يوم التداول وتحديدًا في بورصة عمان يتم التداول في بورصة عمان لمدة ساعتين يوميًا، وقد تم تقسيم مدة التداول اليومية إلى أجزاء (فترات)، هي النصف الأول من الساعة الأولى للتداول (10:00-10:30)، والنصف الثاني من الساعة الأولى (10:30-11:00)، النصف الأول من الساعة الثانية (11:00-11:30)، والنصف الثاني من الساعة الثانية للتداول (11:30-12:00).

وتم استخدام النموذج الإحصائي (GARCH) للتحقق من وجود علاقة بين عائد السهم والفترة التي تم التداول فيها، وقد بينت نتائج التحليل الإحصائي أن العائد يتأثر بالزمن خلال ساعتين التداول اليومي في بورصة عمان في القطاعات الثلاثة، حيث ظهر التأثير في النصف الأول من الساعة الأولى للتداول، في قطاع البنوك واتجاهه سالب، وفي قطاع الصناعة واتجاهه موجب، بينما ظهر التأثير في النصف الثاني من الساعة الثانية للتداول في قطاع البنوك وقطاع الخدمات واتجاهه موجب في كل منهما، وفي قطاع الصناعة واتجاهه سالب، ولم يظهر التأثير في أي من القطاعات الثلاثة في النصف الأول من الساعة الثانية باستثناء قطاع الصناعة حيث ظهر التأثير واتجاهه سالب، وفي النصف الثاني من الساعة الثانية ظهر التأثير في قطاع الصناعة وكان اتجاهه سالب، وفي قطاع الخدمات واتجاهه موجب.

ومن أهم التوصيات التي توصلنا إليها بعد إعداد هذه الدراسة:

أولاً: في قطاع البنوك، في النصف الأول للساعة الأولى يمكن للمستثمرين دخول السوق مشترين لأن العائد في هذه الفترة يكون قليل في حين أنه وفي النصف الثاني من الساعة الأولى فإنه يفضل دخولهم بآئعين لأن العائد يكون عال.

ثانياً: في قطاع الصناعة، في النصف الأول للساعة الأولى قرار البيع سيكون هو الأفضل في حين أنه وفي النصف الثاني للساعة الأولى والنصف الثاني للساعة الثانية سيكون قرار الشراء هو الأفضل.

ثالثاً: قطاع الخدمات، في هذا القطاع أظهرت النتائج أن قرار البيع سيكون مجدداً في النصف الثاني من الساعة الأولى، والنصف الثاني من الساعة الثانية، في حين لم تظهر النتائج أية علاقة بين العائد والزمن في باقي الفترات بالنسبة لقطاع الخدمات.

الكلمات المفتاحية: بورصة عمان، ساعات التداول، GARCH model

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 مقدمة:

حظي العائد ، فترة التداول وغيرها من المتغيرات المالية باهتمام الكثير من الدارسين. وقد اجتهدوا جميعا لإيجاد علاقة تربط هذه المتغيرات وتبين المؤثرات عليها واتجاهاتها، وقد اختلفت النتائج من حيث حجم الخطأ فيها، فهناك دراسات كان حجم الخطأ في نتائجها قليل جدا في حين أنه وبدراسات أخرى كان حجم الخطأ كبير جداً، وذلك يعود إلى أن السوق المالي متذبذب وغير ثابت، وتذبذبه هذا يعود إلى حساسيته للمتغيرات المحيطة مثل الإشاعات، الأحداث السياسية، التغير في السياسات النقدية والمالية، وغيرها، وهذا يعني أن الاختلاف في التنبؤ بحجم الخطأ غير ثابت بين فترة وأخرى (Gujarati, 2003)

إن توزيعات العائد وحركته عبر فترة زمنية معينة يعتبر من أكثر المواضيع تعقيداً، وبالرغم من صعوبة إيجاد نتائج على درجة عالية من الصحة حتى وإن استخدمنا أكثر النماذج الإحصائية تقدماً، إلا أننا سنحاول إيجاد علاقة بين العائد في بورصة عمان وساعات التداول خلال فترة زمنية معينة، وتأتي أهمية هذه الدراسة من حيث أن الدراسات السابقة قامت بدراسة العلاقة على فترات زمنية تراوحت ما بين السنة والأسبوع، إلا أنه لم يتم إلى الآن دراسة العلاقة بين العائد في السوق المالي وساعات التداول خلال يوم التداول وتحديداً في بورصة عمان، حيث أن آخر دراسة (Al-Rjoub, 2002)، تناولت هذا الموضوع، قاست العلاقة بين مؤشر العائد وأيام الأسبوع لبيان مدى وجود ظاهرة تأثير يوم واحد في الأسبوع "Day of the Week Effect" في بورصة عمان.

هذا بالإضافة إلى وجود توجه عام من قبل المستثمرين في المملكة، للاستثمار في السوق المالي، دون الاعتماد على قاعدة مالية صحيحة توجه قراراتهم الاستثمارية. وبالتالي، أنت هذه الدراسة لتقدم للمستثمرين قاعدة مالية، تمكنهم من اعتمادها لبناء القرارات الاستثمارية السليمة، والتي تتجاوز الاعتماد في الاستثمار على سلوك بعض المستثمرين، الذين يعتقد أنهم ذوي خبرة وقدرة على التحليل وبناء القرارات، كما أنه من الممكن استخدام هذه العلاقة كأداة رقابية فاعلة في السوق المالي، ذلك أن أي انحراف في سلوك العائد المتوقع للسوق سيكون بسبب أحد العوامل التي تؤثر في العائد التي منها الإفصاح، السيولة، التضخم وحجم التداول.

1-2 أهداف الدراسة:

إن الهدف من هذه الدراسة، هو التأكد من وجود ظاهرة تأثير الزمن على العائد خلال فترة زمنية، تمثلت في هذه الدراسة بساعتي التداول خلال اليوم الواحد، فبعد أن تم إثبات وجود هذه الظاهرة خلال فترة زمنية تمثلت في أسبوع فأكثر في دراسات سابقة، أصطلح عليها ظاهرة تأثير شهر ما على العائد أو ما يسمى "January effect of Stock Exchange" أو تأثير يوم واحد في الأسبوع على العائد "The Day Of The Week Effect"، لقد قمنا بتضييق الفترة الزمنية لدراسة ذات التأثير والتأكد من حقيقة وجود ذات الظاهرة في بورصة عمان خلال ساعتي التداول لليوم الواحد من أيام التداول.

1-3 أهمية الدراسة:

تساعد الأسواق المالية الكفاءة وذات الحيوية العالية، على تحويل المدخرات إلى الاستثمار، كما أنها تساعد في زيادة الاستثمار الأجنبي. والاستثمارات بجميع أنواعها المحلية

والأجنبية عليها أن تساهم في النمو الاقتصادي للدولة وتخفيض مستوى البطالة (Tahsen & Martin 2006).

ولأهمية الأسواق المالية وتأثيرها على الاقتصاد فقد قام الباحثون بإعداد دراسات فسي مختلف موضوعات السوق المالي، ومن هذه الموضوعات والتي تعتبر من أكثرها تعقيدا في علم المالية، موضوع توزيعات متوسط العائد غير المنتظمة والموزعة على فترة تداول معينة، وقد قام الكثير من الدارسين بدراسة اتجاه العائد وعلاقته بالزمن، حيث تم تناول موضوع "الزمن" من أكثر من منظور، ففي دراسات سميت بالدراسات الموسمية "Studies Of Seasonality"، درست حركة العائد واتجاهه خلال فترة زمنية امتدت لسنوات، كما وهناك دراسات قامت بقياس العائد وعلاقته بفترة زمنية أقصر من سنة، وقد عرفت بدراسات تتأثير يوم واحد من الأسبوع "The Day of the Week Effect"، أو كما أسلفنا تأثير شهر معين على العائد.

وفيما يخص بورصة عمان للأوراق المالية، فقد حظيت بدراسات مشابهة خلصت إلى أن متوسط العائد في آخر يوم تداول (الخميس) يكون ايجابيا في حين أنه يكون سلبيا في اليوم الثاني من الأسبوع (الاثنين)، (Al-Rjoub,2002).

أما بالنسبة للأسواق العربية فقد توصلت دراسة قام بها البراك، إلى أن متوسط عائد السوق السعودية والسوق الكويتية، وسوق دبي من عام 2002 حتى عام 2005 يختلف خلال أيام الأسبوع ويشكل ملحوظ من يوم إلى آخر* .

* www.sharqalawsat.com.

ومن الجدير بالذكر أن عشرات الأبحاث قُدمت لإثبات وجود ظاهرة تأثير الزمن على العائد، في مختلف الأسواق المالية العربية والعالمية، وفي محاولة لدراسة هذه العلاقة بشكل أكثر تفصيلاً، فقد قمنا بإعداد هذه الدراسة للوقوف على طبيعة العلاقة بين العائد للأسهم المدرجة وساعات التداول في بورصة عمان، وهذا ما لم يتم التطرق إليه قبل الآن.

فجميع الدراسات السابقة اعتمدت في بحثها على دراسة العلاقة خلال فترة زمنية تراوحت ما بين السنة والأسبوع، وأيضاً اعتمدت في بياناتها على أسعار الافتتاح والإغلاق للسوق، في حين أن هذه الدراسة تعتمد في بياناتها جميع الأسعار خلال ساعتي التداول، وذلك باستخدام عينة تكون فيها أيام التداول معروفة، ومتواصلة خلال أسابيع التداول، بمعنى أنها تبدأ يوم الأحد وتنتهي الخميس، في حين أن الدراسات السابقة التي أجريت على بورصة عمان، اعتمدت فترة انتصفت إلى جزأين، الأول اعتمد أول أيام التداول يوم السبت وآخر يوم كان الأربعاء، والجزء الثاني اعتمد على أن أول يوم تداول الأحد وآخر يوم كان يوم الخميس، وذلك بسبب تغيير أيام الدوام الرسمي في المملكة الأردنية.

بهذا تكون هذه الدراسة قد تميزت عن غيرها، بنوعية البيانات المستخدمة وأيضاً بالفترة الزمنية المعتمدة لاستخراج هذه البيانات، بحيث ستقدم نتائج أكثر دقة وتفصيلاً فيما يخص ظاهرة تأثير الزمن على العائد في بورصة عمان.

4-1 فرضيات الدراسة:

تفترض الدراسة ما يلي:

1- يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمان بساعات التداول اليومية.

وللتمكن من اختبار هذه الفرضية لابد من اختبار الفرضيات الفرعية للوصول إلى نتائج أدق وأكثر تفصيلاً.

أ- يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمّان بالنصف الأول من الساعة الأولى للتداول (10:00-10:30) واتجاه التأثير موجب.

ب- يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمّان بالنصف الثاني من الساعة الأولى للتداول (10:30-11:00) واتجاه التأثير سالب.

ج- يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمّان بالنصف الثالث أي النصف الأول من الساعة الثانية للتداول (11:00-11:30) واتجاه التأثير موجب.

د- يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمّان بالنصف الرابع أي النصف الثاني من الساعة الثانية للتداول (11:30-12:00) واتجاه التأثير سالب.

1-5 البيانات والمنهجية:

البيانات المستخدمة في هذه الدراسة هي عبارة عن أسعار الأسهم لإثتان وعشرون 22 شركة مدرجة في بورصة عمّان، خلال الفترة 1/1/2005-31/12/2006، وقد تم اعتماد هاتين السنتين بعد أن تعذر الحصول على بيانات لعدد سنوات أكثر، وبالرغم من أن البيانات في هذه الحالة سيكون حجمها هائل جداً إلا أننا حرصنا على ذلك من أجل الحصول على نتائج أكثر دقة، والبيانات المستخدمة لثلاثة قطاعات هي: قطاع البنوك وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة المبينة في الملحق رقم (1).

تهتم هذه الدراسة في البحث عن طبيعة العلاقة بين العائد على الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمّان، وساعات التداول وذلك باستخدام Generalized

Autoregressive Conditional Heteroskedasticity in Mean(GARCH-M)

لاختبار علاقة العائد بساعات التداول في بورصة عمان.

وقد تم اختيار هذا النموذج نظرا لتذبذب البيانات بشكل مرتفع، حيث يعتبر هذا النموذج من أفضل النماذج لمعالجة عدم تجانس البيانات. كما أن هذه الدراسة معدلة لقياس الخطأ، على افتراض تباين الزمن في خطورة الشركة، بينما الدراسات السابقة افترضت ثبات توزيع احتمال حد الخطأ. وقد تم استخدام برنامج (E-Views) Econometric View، لغايات التحليل المذكور.

1-6 محددات الرسالة:

1- في هذه الدراسة تم التركيز على متغير العائد وعلاقته بالزمن، في حين أنه يوجد في السوق المالي متغيرات عدة لا تقل أهمية عن العائد، في بناء القرار الاستثماري لدى المستثمر منها الخطورة.

2- في هذه الدراسة كانت فترة العينة المستخدمة هي عامي (2005,2006) وهما عامان شهدت خلالهما بورصة عمان اضطرابات في السيولة والتقدير، لهذا كنا نأمل بالحصول على بيانات لسنوات قبل أو بعد هاتين السنتين وهذا ما تعذر الحصول عليه، مما يجعل من الضروري إلحاق هذه الدراسة بدراسات أخرى في ذات الموضوع و تعتمد في عينتها على فترة أخرى.

3- في هذه الدراسة شكل التعامل مع الكم الهائل للبيانات المستخدمة، بدءا من مرحلة الاختيار إلى التحليل الإحصائي، عائق اضطرنا إلى القيام بتقليل الشركات المستخدمة في العينة

قدر الإمكان، وتقسيم العينة إلى قطاعات ليسهل التعامل معها، في حين أننا نرى أن التوضيح هذه لم تكن أبداً لصالح الدراسة، وهذا ما نأمل تحاشيه في الدراسات القادمة.

7-1 تسلسل الدراسة:

بالإضافة إلى هذا الفصل الذي مثل إطار الرسالة، يقدم الفصل الثاني الإطار النظري والدراسات السابقة. أما الفصل الثالث فتناول موضوع بورصة عمان من حيث آلية التداول وتطورها، هيكل التداول والعائد، تعريفه، وكيفية قياسه. بينما يتناول الفصل الرابع البيانات والمنهجية والنموذج المستخدم في الدراسة. وأخيراً في الفصل الخامس بيان التحليل الإحصائي، وعرض النتائج والتوصيات التي تم التوصل إليها خلال هذه الدراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الفصل الثاني

الإطار النظري والدراسات السابقة

1-2 المقدمة:

أظهرت العديد من الدراسات أن الأسواق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجود الأسواق المالية إلى تقليل تكلفة تحريك المدخرات، وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر فاعلية، كما وتعمل هذه الأسواق على تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مع ضمان ألا يفقد المدخرين سيطرتهم على المدخرات. كما وأن الأسواق المالية عالية السيولة تزيد من حافز الحصول على المعلومات للاستفادة منها، مما يساهم في تحسين الرقابة على إدارة الشركات. وعليه فإن رغبة الشركات في تعظيم القيمة السوقية يؤدي إلى دفع عملية النمو الاقتصادي.

2-2 الأسواق المالية:

تعتبر الأسواق المالية جزء من النظام المالي الذي يخدم المجتمع، حيث يتكون النظام المالي من شبكة من المؤسسات المالية، والأسواق المالية، ورجال الأعمال، والأفراد والحكومات، التي تشارك في هذا النظام وتنظم عملياته. وتعتبر الوظيفة الأساسية للنظام المالي، هي تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي. وتعرف الأسواق المالية بأنها الآلية التي من خلالها يلتقي المقرضون "ذوو الفائض المالي"، والمقترضين "ذوو العجز المالي" معاً (Weston et al, 1996). كما ويعرف بأنه عبارة عن المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، حيث تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد

في تعبئة المدخرات وتممينها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد، (حسين، 2008). ويمكن تعريفه، بأنه عبارة عن نظام (ينتهي فيه شرط المكان) يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين، لنوع معين من الأوراق أو الأصول المالية، حيث يتمكن من خلاله المشترون من شراء، والبائعون من بيع الأوراق المالية.

ويميل الاقتصاديون إلى تقسيم تلك الأسواق إلى عدة أنواع، وفقا للمعايير التي تتحكم فيها، وذلك على النحو التالي:

1-2-2-1 أجل الأوراق المالية Maturity: حيث تقسم حسب أجل الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق، وتقسّم إلى (Gitman, 2006):

1- سوق المال أو سوق النقد (Money Market): يتم من خلاله التعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة.

2- سوق رأس المال (Capital Market): تمثل مجال التعامل في الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.

2-2-2 حسب التسليم Date of Transactions Execution: حيث يتم اعتماد الزمن من حيث فترات التعاقد والانجاز كأساس لتمييز الأسواق المالية، وتقسّم إلى (معروف، 2003):

1- أسواق حاضرة (Spot Markets): هي الأسواق التي يتم فيها دفع قيمة واستلام الأدوات المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين.

2- أسواق آجلة (Future Markets): هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل. وتعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية (Financial Derivative Markets).

3-2-2 مرحلة الإصدار (Stage of Issuing): يمكن تمييز الأسواق المالية من حيث المباشرة في الاستثمار أو التداول، وتقسّم إلى (مجيد، 2005):

1- السوق الأولي أو سوق الإصدار (Primary Market): ويتم فيه التعامل بالأوراق المالية الجديدة، ويعتبر السوق الأولي هو حلقة الوصل بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، حيث يتيح للمستثمرين فرصة لاستثمار مدخراتهم وتتيح للمنشآت المعنية الحصول على ما تحتاجه من أموال للتوسيع والنمو.

2- السوق الثانوي أو سوق التداول (Secondary Market): ويتم فيه التعامل بالأوراق المالية المصدرة سابقا التي طرحت للاكتتاب للجمهور من خلال السوق الأولي. ويوفر هذا السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق.

4-2-2 درجة تنظيم السوق (Organization Standard): وتقسّم إلى (معروف، 2003):

1- سوق منظمة (Organized Market): يقصد بذلك بورصة الأوراق المالية، حيث تتصف هذه السوق بالآتي:

1-1 يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.

1-2 توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية.

1-3 يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.

2- سوق غير منظمة (Unorganized Market): سوق تختص بتداول الأوراق المالية

سواء المسجلة في البورصة (السوق المنظمة) أم غير المسجلة فيها، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض.

هذا إلى جانب أسواق أخرى تتمثل أساساً في وزارة الخزانة أو البنك المركزي في الدول المعنية، اللذين يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، بالإضافة إلى أسواق المشتقات والتي تتعامل بالعقود المستقبلية والآجلة والخيارات.

تعتبر بورصة عمان سوق رأس مال، ثانوي، منظم وفوري. كما ويتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل السندات مما يجعل بورصة عمان تصنف للأوراق المالية كسوق نقد، إلا أن يوق السندات يعتبر غير نشط مقارنة بسوق الأسهم المالية.

2-3 الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية:

يمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية كالسهم، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات. ويمكن تصنيفها من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أدوات مالية قصيرة الأجل وأدوات مالية طويلة الأجل. كما ويمكن تقسيمها على أساس سوق المال الذي تتداول فيه تلك الأدوات، وهي سوق النقد وسوق رأس المال. وسنقوم بتقسيم الأدوات المالية بحسب السوق الذي تتداول فيه.

2-3-1 الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد (Money Market Instruments).

تتميز الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد بخصائص تميزها عن غيرها من

الأسواق، منها (Ross,2000):

- 1- يتم تداول أدوات مالية قصيرة الأجل تاريخ استحقاقها سنة فأقل.
- 2- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبياً، وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود، وبتكاليف تحويل متدنية.
- 3- نظراً لتعامل الأسواق النقدية بأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها فإنها مقارنة بأسواق رأس المال تعتبر ذات مخاطرة منخفضة.
- 4- غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك لأنها تباع عادة بأقل من قيمتها الاسمية باستثناء الودائع المصرفية.

وفيما يلي بعض الأدوات المالية قصيرة الأجل وأهم خصائصها والتي يتم تداولها في

الأسواق النقدية:

2-3-2 أدوات الخزينة (Treasure Bills):

- 1- هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد.
- 2- تصدر أدوات الخزينة بتواريخ استحقاق مختلفة وعادة ما تكون 91 يوم و 182 يوم وأخيراً 365 يوم.
- 3- لا يتم دفع الفائدة للمستثمر، وإنما تباع الأوراق بخصم.
- 4- تعتبر استثمارات خالية من مخاطر عدم الوفاء بالالتزام (Default Risk-Free)، كونها أوراق مصدرة من قبل الحكومة.

2-3-3 القبولات المصرفية (Banks Acceptances):

- 1- من أقدم أدوات سوق النقد، وقد ظهرت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية.
- 2- هي أمر بالدفع مسحوب على بنك من طرف عميل حيث يقبل البنك دفع مبلغ معين في تاريخ محدد.
- 3- قابلة للتداول في سوق النقد حيث يمكن لأصحابها بيعها بخصم.
- 4- تتراوح فترات استحقاقها عادة ما بين 30 يوم إلى 170 يوم، وإن كانت الفترة الشائعة هي 90 يوماً.

2-3-4 شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposits)

- 1- هي إيصال تطرحه البنوك يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة معلومة.
- 2- يمكن لحاملها إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعها في السوق الثانوي.
- 3- تختلف عن أدونات الخزينة والأوراق التجارية أساساً في أنها تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق، إذن فهي لا تباع بخصم.

2-3-5 الأوراق التجارية (Commercial Papers):

- 1- هي وعد غير مؤكد بالدفع (Promissory Notes) تصدره الشركات المعروفة والتي لها وضعية مالية جيدة.
- 2- يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين أيام قليلة إلى 270 يوم.
- 3- عادة ما تباع بخصم.

4- تقوم غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالاحتفاظ لدى البنوك التي تتعامل معها بحسابات اعتماد" غير مستخدمة بهدف ضمان قيمة هذه الأوراق.

5- تقدم هذه الأوراق عائدا أعلى من الفوائد التي كان يمكن الحصول عليها من الأوراق المالية الأخرى مثل أذونات الخزينة لأنها تحمل درجة مخاطرة.

2-4 الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

في هذا السوق تستطيع الشركات الحصول على التمويل طويل الأجل الذي تحتاجه، وتعتبر المخاطرة عاملا هاما في هذا السوق، وتعتبر الأسهم والسندات من أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

وتعرف الأسهم بأنها عبارة عن صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة أو إحدى شركات الأموال (الصيرفي، 2007). وتتميز الأسهم بأنها تمثل حصة ملكية في الشركة يحق لمالكها المشاركة في عملية التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والحصول على نسبة من الأرباح الموزعة بقدر مساهمته في الشركة.

أما السند فهو عبارة عن صك يمثل ديناً على الهيئة التي أصدرته ويعتبر صاحب السند دائناً لهذه الهيئة (الصيرفي، 2007) وتتميز السندات بحصول مالكيها على معدل ثابت من قيمة السند يمثل الفائدة على السند، وليس هناك أي أحقية لمالكي السندات بالمشاركة بعملية التصويت أو المشاركة بالأرباح.

2-5 هيكل النظام المالي الأردني:

يتكون النظام المالي في الأردن من البنك المركزي والبنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة وشركات التأمين ومؤسسات الادخار التقاعدي، بالإضافة لبورصة عمان والصرافين. وعلى الرغم من إحراز تطور كبير في إقامة العديد من مؤسسات القطاع المالي غير المصرفي في الأردن، إلا أن قطاع البنوك لا يزال يهيمن على النظام المالي الأردني، أسوة ببقية الدول النامية.

يوجد في الأردن ثلاثة وعشرون بنكاً مرخصاً مملوكة بالكامل للقطاع الخاص، منها (15) بنكاً أردنياً و (8) بنوك أجنبية. وتمكن قطاع البنوك من حشد ودائع على مختلف أنواعها بلغت (16) مليار دينار نهاية عام 2007 وهو ما يعادل 135% من الناتج المحلي الإجمالي الأردني، في حين بلغت التسهيلات المصرفية (11) مليار دينار أو ما نسبته 95% من الناتج المحلي. وتبلغ موجودات هذه البنوك (27) مليار دينار (جمعية البنوك في الأردن، 2007).

وتشكل بورصة عمان أهمية بالغة في النظام المالي الأردني بقيمة رأسمالية بلغت (29) مليار دينار في العام 2007، وهو ما يعادل 289% من الناتج المحلي الإجمالي في الأردن.

وتعتبر رسملة سوق الأسهم في الأردن عالية بالمقاييس الدولية، خصوصاً كنسبة من الناتج المحلي (Aylward & Glen, 1999). وتعد مؤسسة الضمان الاجتماعي إحدى المؤسسات الرئيسية في النظام المالي الأردني، حيث تبلغ أصولها (4.9) مليار دينار في العام 2006، بينما تتوزع بقية موجودات القطاع المالي في الأردن على خليط متنوع من المؤسسات المالية الأصغر حجماً من شركات تأمين ومؤسسات تمويل المشاريع الصغيرة والصرافين.

ونتيجة لتنفيذ برنامج الإصلاح المالي بالتعاون مع صندوق النقد والبنك الدوليين، تم رفق القطاع المالي في الأردن بالعديد من المؤسسات المالية الداعمة لعمل الأسواق المالية والمعالجة لأوجه قصورها، أبرزها الشركة الأردنية لضمان القروض والتي تم تأسيسها سنة 1994، والشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري والتي تأسست سنة 1996، والمؤسسة الأردنية لضمان الودائع والتي تأسست سنة 2000.

2-6 مؤسسات سوق رأس المال الأردني (Capital Market Institutions of Jordan)

تقسم مؤسسات سوق رأس المال الأردني إلى ثلاثة مؤسسات مستقلة ماليا وإداريا، وكان الهدف من تأسيس هذه المؤسسات هو فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال. حيث أوكلت المهام الرقابية لهيئة الأوراق المالية، وأوكلت المهام التنفيذية لبورصة عمان ومهام تسجيل الأوراق المالية إلى مركز إيداع الأوراق المالية.

2-6-1 هيئة الأوراق المالية (Financial Securities Commission):

تأسست هيئة الأوراق المالية عام 1997، وهي هيئة حكومية رسمية لها شخصية اعتبارية وتتمتع باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء مباشرة. هدفها هو تنظيم سوق رأس المال بما يكفل العدالة والشفافية وحماية السوق من المخاطر وحماية حقوق المستثمرين في الأوراق المالية.

2-6-2 مركز إيداع الأوراق المالية (Financial Securities Deposits Center):

تأسس عام 1999، كمؤسسة ذات نفع عام لا تهدف إلى تحقيق الربح مستقلة إدارياً ومالياً وتدار من قبل القطاع الخاص وتخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية، وهي الجهة الوحيدة في المملكة الأردنية الهاشمية المصرح لها بتسجيل وإيداع الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإجراء عمليات التقاص السنوية.

2-6-3 بورصة عمان (Amman Stock Exchange Market "Bourse") :

مؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً وتدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح، أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، وتخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية. وفي هذا الجزء من الدراسة سيتم التعريف بشكل مفصل ببورصة عمان من جميع جوانبها.

2-6-4 نشأة بورصة عمان للأوراق المالية (Amman Stock Exchange)

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الأسمت الأردنية عام 1951. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، مما دعا الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب. وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، حيث قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (International Finance Corporation (IFC) المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتليبيتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي (Amman Financial Market (AFM)، والذي يتبع لوزارة المالية. وتم تشكيل لجنة لإدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/3/1977، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ. كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978.

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته

وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق . ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission (SEC)، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية .Stock Exchange

2-7 الإصلاحات الهيكلية لسوق رأس المال الأردني (Structural Reforms of Jordan Capital Market)

ضمن التوجه نحو مزيد من الانفتاح على العالم وتحديث التشريعات المالية والاقتصادية، كانت هناك ضرورة لإحداث إصلاحات واسعة لإعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الوطني لنقله إلى مستويات متطورة ضمن أرقى وأحدث المعايير العالمية في هذا المجال، وبناءً على ذلك تم إصدار قانون الأوراق المالية رقم (32) لسنة 2007 الذي هدف إلى إعادة هيكلة سوق رأس المال الوطني حسب المعايير العالمية والعمل على زيادة الشفافية والإفصاح، وتوفير الخدمات المالية الضرورية ورفع سوية الموجود منها تعزيزاً لمبدأ حماية المستثمر وتوفيراً للمناخ الملائم للاستثمار في الأوراق المالية.

وكان أبرز ملامح هذا القانون:

1- إنشاء ثلاث مؤسسات هي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان (سوق الأوراق المالية)

ومركز إيداع الأوراق المالية.

2- فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي واللذان كان يقوم بهما معاً سوق

عمان المالي، حيث أوكلت مهمة الرقابة والتشريع إلى هيئة الأوراق المالية ومهمة

الدور التنفيذي لبورصة عمان (سوق الأوراق المالية) ومركز إيداع الأوراق المالية.

3- عمل القانون على إيلاء الإفصاح أهمية كبرى، وذلك لأهمية الإفصاح في حماية

المستثمر وتعزيز مناخ الاستثمار وسلامة التعامل.

4- وضع القانون الإطار التشريعي والعملي لإيجاد شركات الخدمات المالية المختلفة،

وصناديق الاستثمار ومنع استغلال المعلومات الداخلية.

5- فتح الباب أمام استحداث أدوات مالية جديدة مثل الخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات،

إضافة لعمليات البيع المكشوف.

تولت بورصة عمان اعتباراً من 11/3/1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً

وماليا ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول

الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً

إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد

رقم (76) لسنة 2002 والذي سمح بإنشاء أكثر من سوق.

8-2 الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان (Financial Securities Traded in ASE)

:in ASE)

عرّف قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 أي حقوق ملكية أو دالات أو

بيانات متعارف عليها أنها أوراق مالية سواء كانت محلية أو أجنبية، وتشمل بصورة خاصة ما

يلي:

1- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

2- إسناد القرض الصادرة عن الشركات.

3- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.

4- إيصالات إيداع الأوراق المالية.

5- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.

6- إسناد خيار المساهمة.

7- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.

8- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

9- أي أوراق مالية أخرى محلية أو أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية ويتم

اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

ويتم التداول في بورصة عمان حالياً بأسهم الشركات المساهمة العامة، والموجودات

الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات

وسندات الخزينة، وكذلك إسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة

العامة وحقوق الاكتتاب.

2-9 هيكل السوق الثانوية لبورصة عمان (Secondary Market Structure)

(of ASE)

يتألف السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية وفقاً لأحكام القوانين

والأنظمة والتعليمات المعمول بها من:

السوق الأول: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق

مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

السوق الثاني: ويمثل الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل بأوراق

مالية تحكمها شروط إدراج أقل شدة من شروط الإدراج التي تحكم السوق الأول.

سوق السندات Bonds Market: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من

خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات.

التحويلات خارج القاعة: ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله إجراء

التحويلات الإرثية والعائلية والصفقات.

إن تقسيم السوق الثانوي إلى سوقين (وفيما مضى إلى ثلاثة أسواق) تختلف فيما

بينها من حيث شروط الإدراج، من شأنه أن يقدم تصوراً جيداً لعامة المستثمرين عن أوضاع

تلك الشركات، فالشركات المدرجة في السوق الأول لا شك أنها أفضل من تلك المدرجة في

السوق الثاني، ومثل هذا التصنيف يخدم بالدرجة الأولى المستثمرين غير المختصين في

الشؤون المالية وأيضاً المستثمرين غير الراغبين باستشارة محللين ماليين، (قصراوي، 2008).

10-2 شروط إدراج الأوراق المالية في السوق الأول والثاني:

يتم التداول بأسهم الشركات في بورصة عمان من خلال سوقين، السوق الأول

والسوق الثاني، حيث يتم تقسيمها حسب معايير السيولة والربحية للشركات. وبمجرد حصول

الشركة المساهمة العامة على حق الشروع في العمل يمكن إدراج أسهمها في السوق الثاني.

وشروط إدراج الشركات في السوق الأول هي:

1- مضي عام كامل على إدراج أسهم الشركة في السوق الثاني.

2- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين عن (100%) من رأس المال المدفوع.

3- 25% أرباح صافية قبل الضريبة في سنتين ماليتين على الأقل خلال آخر ثلاث سنوات.

4- أن لا تقل الأسهم الحرة في الشركة عن:

(5%) إذا كان رأس المال (50) مليون فأكثر.

(10%) إذا كان رأس المال أقل من (50) مليون دينار.

5- عدد مساهمي الشركة (100) مساهم فأكثر.

6- لا يقل عدد أيام تداول الشركة عن (20%) من عدد أيام التداول الكلي خلال

السنة المالية، وأن يتم التداول ب(10%) على الأقل من الأسهم الحرة للشركة

خلال نفس الفترة.

وينقل إدراج أسهم الشركة من السوق الأول إلى السوق الثاني في أي من الحالات

التالية:

1- انخفاض صافي حقوق المساهمين إلى ما دون (75%) من رأس المال المدفوع.

2- إذا أظهرت حسابات الشركة وجود خسائر في آخر ثلاث سنوات متتالية.

3- انخفاض الأسهم الحرة في الشركة عن الحد المقرر.

4- انخفاض عدد مساهمي الشركة عن (75) مساهم.

5- انخفاض عدد أيام تداول الشركة خلال السنة المالية عن الحد المقرر.

6- انخفاض نسبة الأسهم المتداولة للشركة خلال السنة المالية عن الحد المقرر (قانون

الأوراق المالية رقم (23)، 1997).

11-2 نظام التداول الإلكتروني في بورصة عمان:

قامت بورصة عمان بتطبيق نظام تداول الكتروني، بموجب اتفاقية مع بورصة باريس؛ حيث قامت بورصة باريس بتزويد بورصة عمان بنسخة من نظام التداول الفرنسي، وبعد أن تم اختيار هذا النظام، ومعالجته ليتناسب مع البيئة المحلية الأردنية، تم وضعه موضع التنفيذ في آذار من عام 2000 (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2000). ويمتاز النظام بأنه يوفر إمكانية الاستفسار الفوري عن معلومات التداول، والحصول على التقارير، إضافة إلى توفير خيارات سهلة لإدخال الأوامر ومعالجتها. ويتيح النظام للمستخدم إدخال الأوامر، وتغييرها، وإلغائها، والاطلاع عليها، وإنجازها. كما يتيح النظام مراقبة نشاط التداول بشكل مباشر، أو في أوقات سابقة، كذلك يسمح هذا النظام بمعرفة أوامر الشراء وأوامر البيع خلال جلسة التداول، وأوامر الشراء والبيع غير المنفذة الموجودة في سجل أوامر الشركة بعد انتهاء جلسة التداول. ويتم نشر المعلومات الخاصة بأفضل أمر بيع وأفضل أمر شراء في نشرة التداول اليومية التي تصدر عن بورصة عمان عقب انتهاء جلسة التداول. ويسمح نظام التداول بإدخال كافة أنواع الأوامر (بيع، شراء، أوامر متطابقة)، كما ويسمح بتحديد شروط خاصة لتنفيذ هذه الأنواع، إضافة إلى توفير إمكانية إدخال الأوامر بشكل غير معنن (الأوامر المخفية) حتى لا تؤثر الأوامر ذات الأحجام الكبيرة على استقرار الأسعار بشكل غير مبرر ويوفر النظام أدوات لمراقبة جميع عمليات التداول الخاصة بالمستخدم وإدارتها (التقرير السنوي لبورصة عمان، 2001).

2-12 آلية التداول في بورصة عمان (Trading Mechanism of ASE):

يقوم الوسطاء الماليون العاملون في بورصة عمان بإدخال أوامر البيع والشراء إلى نظام التداول في فترة ما قبل الافتتاح، وبعد ذلك في مرحلة التداول المستمر يتم التنفيذ عند التقاء أمر البيع وأمر الشراء، وتكون الأولوية في التنفيذ لأفضل الأسعار. وتختلف أوقات التداول في أمر البيع وأمر الشراء، وتكون الأولوية في التنفيذ لأفضل الأسعار. وتختلف أوقات التداول في بورصة عمان باختلاف تجزئة الأسواق Market Segmentations (سوق أول، سوق ثاني، سندات، صناديق استثمارية). فتبدأ من (9:00 - 9:30) فترة ما قبل الافتتاح لسوق السندات والصناديق الاستثمارية، ثم تبدأ مرحلة التداول المستمر على هذه الأسواق من (9:55 - 9:35).

أما بالنسبة لتداول الشركات في السوقين الأول والثاني اللذين يضمن الشركات المدرجة فقط؛ فتبدأ فترة ما قبل الافتتاح في (9:30) وتستمر حتى الساعة (10:00)، ويتم في هذه الفترة إدخال أوامر البيع والشراء من قبل الوسطاء، حيث يمكن خلال هذه الفترة إدخال الأوامر وتعديلها وإلغائها دون أن يتم أي تنفيذ، ويقوم نظام التداول باحتساب سعر توازن تأشيرى ("IEP" Indicative Equilibrium Price) (دليل استخدام نظام التداول الإلكتروني، بورصة عمان، 2004). و بناء على هذه الأوامر يتم تنفيذ الأوامر الموجودة على سعر التوازن التأشيرى في لحظة الافتتاح عند تمام الساعة العاشرة، ويكون هو سعر الافتتاح (Opening price)، ثم تبدأ فترة التداول المستمر من (10:00 - 12:00) ويتم التداول على أسعار مختلفة خلال جلسة التداول، إلا أنه في لحظة معينة يكون هناك سعر واحد فقط يتم التنفيذ على أساسه. هذا ويمكن خلال جلسة التداول معرفة أوامر البيع وأوامر الشراء، وعند انتهاء جلسة التداول يظهر أفضل أمر بيع (أفضل سعر مع الكمية المعروضة) وأفضل أمر

شراء (أفضل سعر مع الكمية المطلوبة) من خلال نشرة التداول اليومية. (دليل استخدام نظام التداول الإلكتروني، بورصة عمان، 2004).

وفي الجدول رقم (1) بيان لفترات التداول اليومي في بورصة عمان الممتدة من الأحد إلى الخميس خلال الأسبوع الواحد:

جدول (2-1)

فترات التداول اليومي في بورصة عمان

الجلسة	الوقت
فترة ما قبل الافتتاح (إدخال البيانات وتعديلها وإنهاءها) سوق السندات	9:35-9:30
الافتتاح لتداول السندات	9:35
فترة تداول السندات	9:55-9:35
فترة ما قبل الافتتاح للسوقين الأول والثاني	10:00-9:30
افتتاح تداول شركات السوقين الأول والثاني	10:00
فترة التداول المستمر للسوقين الأول والثاني	01:00-10:00
فترة الصفقات لكافة الأسواق	12:15-12:00

من إعداد: الباحثة.

2-13 العائد

يمكن تعريف العائد بأنه "المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه في المستقبل مقابل استثماره لأمواله، فيتطلع المستثمر دائما إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه"، (خريوش وآخرون، 1996، ص 40). وهو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع (رمضان، 1998، ص 315).

2-13-1 معدل العائد السوقي

إن المؤشر الأهم من المؤشرات السوقية هو معدل العائد السوقي، ويعطي هذا المعدل فكرة جيدة عن معدل النمو في سعر السهم معدلا بالتوزيعات التي تم توزيعها على السهم سواء

كانت توزيعات نقدية أو توزيعات أسهم مجانية. ويمكن حساب معدل العائد السوقي عن طريق فرق السعرين مضافاً إليه التوزيعات مقسوماً على سعر بداية الفترة. على هذا الأساس فإن معدل العائد السوقي يمكن حسابه ليوم أو أسبوع أو شهر أو أي عدد من الأيام بشرط أن يتوافق لدينا سعر بداية الفترة ، وسعر نهاية الفترة ، وما قد يطرأ من توزيعات أو تعديلات خلال الفترة.

بناءً عليه فإن معدل العائد السوقي يحتسب بالمعادلة الآتية:

$$\text{نسبة عائد السهم (ع)} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{التوزيعات}}{\text{سعر الشراء}}$$

حيث:

سعر الشراء: هو السعر في بداية الفترة التي قد تكون يوماً أو أسبوعاً أو أي فترة.

سعر البيع : هو السعر في نهاية نفس الفترة.

والتوزيعات : هي التوزيعات النقدية أو أي توزيع مجاني أو تعديل لعدد الأسهم.

2-14 الدراسات السابقة

2-14-1 الدراسات الأجنبية:

انقسمت الدراسات التي بحثت في موضوع تأثير الزمن على العائد إلى دراسات

موسمية (Studies of seasonality) ومنها ظهر ما يعرف ب (January Effect)،

ودراسات أسبوعية ومنها ظهر ما يعرف ب (The Day of the Week Effect)،

ودراسات ساعية (Hourly Studies)، وفي هذا القسم من الدراسات السابقة سيتم عرض الدراسات حسب الفترة التي درستها كل دراسة.

2-14-1 - 1 الدراسات الموسمية Studies of seasonality:

يبين (Keim,1983) في دراسته أن هناك نمط في السلوك الموسمي للعوائد واضح جدا، حيث أن العوائد في الشهر الأول من السنة January تكون أعلى بكثير منها في الشهور التالية، وخصوصا في الشركات الصغيرة حيث تكون العوائد أعلى ما يمكن في الأيام الخمسة الأولى من الشهر الأول من السنة، في حين أنه لم تظهر ذات النتيجة بالنسبة للشركات الكبيرة والتي تشهد عوائد سلبية خلال ذات الفترة.

ولقد استخدم كل من (Lakonishok & Smidt,1988) في دراستهما بيانات يومية ل 90 يوم تداول في Dow Jons Industrial Average (DJIA) لدراسة الأنماط الموسمية للعوائد، وقد أثبتت نتائج دراستهما أن العائد يسلك نمط معين خلال فترة معينة وخصوصا في نهاية الأسبوع وفي عودة الشهر وأيام العطل.

إلا أنهما لم يتوصلا إلى وجود نمط في سلوك العائد في شهر January، حيث كان سلوك العائد في هذا الشهر لا يختلف عنه في الشهور الأخرى من السنة، وقد أرجأ السبب في ذلك إلى أن Dow Jons Industrial Average (DJIA) مكون من شركات صناعية كبرى، وهي شركات أثبتت الدراسات أن عوائدها لا تتغير تبعا لأول شهر من السنة على عكس الشركات الصغيرة.

في حين استخدم (Aymy & Daved R.Peterson, 1995)، في هذه الدراسة The Call Option Pricing Model، والذي طور من قبل O'Brien كمؤشر لقياس العائد

المتوقع على الأصول، وباستخدام أسعار السوق للـ Call Options لمئة سهم في S&P100، أظهرت نتائج دراستهما أن هناك تحركات لميل العوائد المتوقعة تحدث موسمياً في نهاية عطلة الأسبوع ونهاية الشهر، كما أن النتائج تشير إلى أن هذه النتيجة متوقعة ولو جزئياً من قبل المستثمرين.

وقد أثبت (Ariel,1987) تأثير سلوك العائد بعودة الشهر Turn-of-the-Month، حيث أظهرت نتائج دراسته أن أعلى ميل لعوائد الأسهم يظهر في الأيام الأولى من كل شهر تداول ويقل ميل العوائد في الأيام التالية للأيام الأولى من الشهر.

2-14-1 - 2 دراسات تأثير يوم واحد في الأسبوع The day of the Week Effect:

يعتبر تغير العائد وعلاقته بأيام الأسبوع في الأسواق المالية، من أكثر المسائل تعقيداً ففي دراسة (French, 1980) و (Gibbon and Hess, 1981) لاحظ الباحثون في هاتين الدراستين اختلاف النسب المتوقعة للتغير في أسعار الأسهم تبعا ليوم التداول في الأسبوع. وقد استخدمت هاتان الدراستان مؤشر Standard And Poor500 لكل يوم من أيام التداول الخمسة من 1962-1968، وكانت النتائج أن توقع التغير في متوسط العائد في أيام الاثنين من كل أسبوع يكون سالباً وأن مقدار التغير في متوسط العائد يومي الخميس والجمعة أكبر من باقي أيام الأسبوع.

أكد كل من (Cross,1973) و (French,1980) على أن معدل العائد على الأسهم

المتداولة يصل إلى أعلى ما يمكن في آخر يوم تداول في حين أنه يصل إلى أقل ما يمكن في أول يوم من أيام التداول لأسباب لم تعرف إلى الآن.

ودرس (Chaudhury, 1991) سلوك العائد في سوق بومبي المالي خلال الفترة 1/1990-6/1988 فوجد أن العائد بالمتوسط يكون سالبا في أيام الاثنين في حين أنه يصل إلى أعلى درجاته أيام الجمعة.

ووجد (Arumugoam, 1997) باستخدام تحليل الانحدار أن العائدات تكون أعلى ما يمكن في السوق الهندي في أيام الجمعة بدون أي ملاحظة هامة بخصوص أيام الاثنين عدا فترة الدب (Sluggish Market)، أو التراجع في السوق.

ولقد اختبر كل من (Friday & Higgins, 2000) مدى وجود تأثير يوم واحد في الأسبوع على Real Estate Index Returns (REIRs) للسوق الأمريكي، وقد وجد أن ظاهرة تأثير يوم واحد في الأسبوع موجودة في سوق الأصول الثابتة الأمريكي، حيث أظهرت النتائج أن متوسطات عوائد أيام الاثنين تكون سالبة، في حين أن متوسطات العوائد لأيام الثلاثاء والأربعاء والجمعة تكون سالبة ومهمة إحصائيا.

وقد قام الباحثان في هذه الدراسة بالمقارنة بين عوائد كل يومين على حده، لمعرفة في أيهما يكون متوسط العائد أعلى وفي أيهما يكون أقل من الآخر، فوجدا أن تأثير يوم واحد في الأسبوع على متوسط العائد يظهر في الأيام الأخيرة من الأسبوع، حيث خلاصا إلى أن سلوك متوسطات العوائد في سوق الأصول الثابتة الأمريكي يتبع أسلوب مشابه لسلوك متوسطات العوائد للأوراق المالية الأخرى في السوق.

وجد (Goswami and Angshuman, 2000) باستخدام بيانات فردية لسبعين سهم خلال الفترة (1996-1991) أن العائد يكون إيجابيا في سوق بومبي للأوراق المالية أيام

الجمعة، كما وجدوا أن العائد الفائض في سوق رأس المال الهندي يعود إلى حجم المنشأة، في حين أن العائد سلبي يوم الثلاثاء.

درس (Choudhry, 2000) تأثير أيام الأسبوع على عائد سبع أسواق مدمجة من بينها سوق الهند باستخدام نموذج GARCH لتحليل البيانات اليومية للفترة ما بين - 1990 1995 فوجد أن العائد موجب في أيام الجمعة وعدم الثبات (الخطورة) يزداد يوم الخميس.

قام الباحثان (Berument and Kiymaz, 2001) باختبار تأثير يوم واحد من أيام الأسبوع على كل من العائد والخطورة باستخدام أسعار الإغلاق لمؤشر S&P500، باستخدام 6409 مشاهدته توزعت على الفترة 1973/1/3 - 1997/20/10 باستخدام ثلاثة نماذج مختلفة.

النموذج الأول: Ordinary Least Square Model (OLSM) وقد سجل هذا النموذج النتائج التالية: أن تأثير يوم واحد في الأسبوع ظهر بالنسبة للعائد حيث كان العائد أعلى ما يمكن يوم الأربعاء بينما سجل أن أقل عائد كان يوم الإثنين.

النموذج الثاني: Autoregressive Conditional Heteroskedastic Models (ARCH) وقد سجل هذا النموذج نفس نتائج النموذج الأول.

أما أقوى النتائج فتلك التي سجلها Modified-GARCH الذي بين أن تأثير يوم واحد في الأسبوع ظهر بالنسبة لكل من العائد والخطورة حيث أن أعلى عائد وأقل عائد سجل يومي الأربعاء والاثنين على التوالي بينما كانت أعلى خطورة وأقل خطورة يومي الجمعة والاثنين على التوالي أيضا.

ركز (Chan et al.,2005) اهتمامهم على تأثير المستثمرين المؤسسين على عائدات

سوق Real Estate Investment Trusts (REITs) في أيام الاثنين قبل وبعد التغييرات الهيكلية في 1990s لمعرفة فيما إذا كان تأثير يوم الاثنين قد تغير قبل وبعد 1990s، ولذلك احتسبوا متوسطات العوائد لأيام الاثنين خلال الفترة 1979-1981، فوجدوا أن تأثير يوم الاثنين اختفى في نهاية 1990s في حين بدأ تأثير المستثمرين المؤسسين على (REIT)يزيد.

واستخدم (Fernando, 2006) في عينته All Share Index (ASI) و Milanka

Price Index (MPI) في الفترة ما بين (1985-2004) و وجد أن العوائد باستخدام هذه المؤشرات تكون موجبه أيام الجمعة من كل أسبوع وهو آخر يوم تداول في حين أنها تكون سالبه أيام الأحد أول يوم تداول في الأسبوع وبذلك يكون الباحث قد أكد على ما خلص إليه كل من (French (1980), Gibbons and Hess (1981). في الثمانينات من هذا القرن وفسى دراساتهم على السوق الأمريكي.

وفي دراسة (Veera & Wessel, 2006) قام الباحثون بدراسة تأثير يوم الجمعة وهو آخر يوم في الأسبوع على عوائد مؤشرات مختلف الأوراق المالية العقارية ما بين الفترة (1990-2003). وقد وجدوا أنه بالرغم من أن البلدان الأوروبية الخاضعة لهذا التحليل لديها ثبات في سلوك العوائد. إلا أن ثمانية دول من أصل إحدى عشرة تعرض عوائد عالية بشكل غير اعتيادي يوم الجمعة، (آخر يوم في الأسبوع). هذا بالإضافة إلى مؤشرين آخرين في البلاد الأوروبية يشهدان تغير في عوائد أيام الجمعة، كما لوحظ انخفاض غير عادي للعوائد في بداية الأسبوع.

لقد استهدفت كل من (C. Pathirawasam & P.N.D. Fernando, 2006) في دراستهما سوق كولومبو Colombo Stock Exchange، باستخدام عينة مكونة من كلاً من Share Price Index (ASPI) و Milanka Price Index (MPI)، من الفترة 1985 وحتى 2004، والتي احتسب العائد فيها باستخدام اللوغاريتم للأسعار اليومية و باستخدام معادلة Ordinary Least Square (OLS)، بحيث كان العائد هو المتغير التابع والمتغيرات المستقلة هي عبارة عن خمسة متغيرات مثلت أيام الأسبوع من الاثنين وحتى الجمعة. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن تأثير نهاية الأسبوع أو تأثير يوم الجمعة على العائد ظهر خلال الفترة 2000 وحتى 2004 .

وهدفت دراسة (Aristeidis, 2008) إلى إيجاد دليل على وجود تأثير ليوم واحد من الأسبوع ولكن ليس فقط على العائد باستخدام GARCH وإنما على العائد والخطورة معا باستخدام M-GARCH. وبينت هذه الدراسة انه يوجد تأثير فوري ليوم واحد من الأسبوع على كل من العائد والخطورة فيما يخص القسم الأول من العينة (1995-2000) وقد قل هذا التأثير في النصف الآخر (2001-2004) وقد عللوا السبب إلى ظهور منطقة اليورو Euro-Zone (منطقة العملة الأوروبية).

2-14-1-3 الدراسات الساعية Hourly Studies:

بينت (Raylene, 2006) في دراستها التي استهدفت Dow Jones Industrial Average , and Standard And Poors500 Index Futures، في الفترة ما بين (1990-1999) أن العائد في الأسواق المالية يبلغ الذروة في أول ساعتين من ساعات التداول في أيام الاثنين وهي أول أيام التداول وهي أيضا الأيام التي يكون فيها حجم العقود

المقدمة أعلى ما يكون خصوصا تلك المقدمة من الأفراد في حين أن العقود المقدمة من الشركات تكون أقل.

هذا بالإضافة إلى أن هناك أدلة كثيرة على أن سلوك العائد يتبع طريقة عشوائية خلال فترة زمنية معينة ، حيث بين أنه حتى لو تم استخدام أفضل النماذج وأحدثها للتوصل إلى تنبؤ صحيح لمستويات العائد خلال فترة زمنية معينة، فإنه لن يتمكن إلا للتنبؤ بعوائد بعض الفترات المستقبلية القريبة في أحسن الأحوال.

2-14-2 الدراسات العربية:

استخدم (A-1 Rjoub, 2002) في عينته الأسعار المرجحة لبورصة عمان خلال الفترة 1992-2002 وبقياس المتغيرات التالية: الأسعار المرجحة، حجم العينة، التوزيع الطبيعي للعائد. وقد خلص الباحث إلى نتيجة توصلت إليها دراسات سابقة وهي أن آخر يوم من أيام التداول (الخميس) يكون فيه العائد أعلى ما يمكن في حين أنه يكون في أول يوم أقل ما يمكن.

واستخدم (Tahsen and Martin, 2006) في العينة الأسعار كما هي في 2005 و 2006 وبقياس المتغيرات التالية: الأسعار في بورصة عمان، الأسعار في أسواق مدمجه وعرييه أخرى.

كما وهدفت الدراسة إلى تحليل التطورات الحديثة في بورصة عمان وارتباطها بالأسواق العربية والأجنبية الأخرى، ومن نتائج هذه الدراسة أنه في عام 2005 كان هناك تقدير لقيمة الأسهم أعلى من قيمتها الحقيقية في السوق إلا أنه ومع بداية 2006 بدأت العمليات التصحيحية في السوق، كما بينت الدراسة أن هناك علاقة تكاملية بين السوق الأردنية

والأسواق العربية الأخرى وهذه العلاقة تعود إلى عدة أسباب منها تشابه الظروف والتوجه نحو التخصصية وغيرها، إلا أنه لا توجد علاقة بين بورصة عمان والأسواق الأجنبية الأخرى لذلك ينصح الباحثان بتنويع الاستثمارات المحلية والعربية بهدف تقليل المخاطر، بالإضافة إلى تناولهما جزئية التذبذب في الأسعار في بورصة عمان وبيننا أن أعلى درجات التذبذب حدثت في شهر آذار من عام 2005.

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الفصل الثالث

البيانات والمنهجية

الفصل الثالث

البيانات والمنهجية

1-3 البيانات

1-1-3 مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2005/1/1 وحتى 2006/12/31 والتي يتم تداول أسهمها في السوقين الأول والثاني، موزعة على أربعة قطاعات، قطاع البنوك، قطاع الصناعة، قطاع الخدمات وقطاع التأمين.

2-1-3 عينة الدراسة

بما أن الدراسة تعتمد على العوائد للشركات المدرجة في السوق والتي تتحدد بفروق الأسعار، فقد تم التركيز على الشركات التي تملك أكبر حصة من التداول والتي يمكن تعريفها بناء على أكثر من جانب نذكر منها (أيام التداول، حجم التداول، عدد العقود المنفذة)، (Alabed, 2006).

في هذه الدراسة تم الاعتماد على عدد أيام التداول لحصر أكثر الشركات نشاطا في السوق المالي، كما تم تقسيم فترة العينة، والتي هي عبارة عن ساعتين تداول لمدة خمسة أيام أسبوعيا، إلى أربعة فترات، بحيث قسمت كل ساعة إلى جزأين كالتالي :

D₁ : من الساعة العاشرة صباحا وحتى العاشرة والنصف

D₂ : من الساعة العاشرة والنصف وحتى الحادي عشرة

D₃ : من الساعة الحادي عشرة وحتى الحادي عشرة والنصف

D₄ : من الساعة الحادي عشرة والنصف وحتى الثانية عشرة.

كما تم اختيار الأسهم في عينة الدراسة بناء على درجة توافقها والشروط التالية:

1- أن تكون أدرجت في بورصة عمان قبل 2005/1/1 ولم يتم توقفها أو تعليق تداول

أسهمها لأسباب غير تشريعية قبل 2006/12/31 عدا أيام الاجتماعات، كما يستثنى

هذا الشرط الأيام التي لم ينفذ بها أي عقد لعدم توفر الطلبات في إحدى أو كلا

الطرفين.

2- أن تكون قد تمت المتاجرة بالأسهم خلال ما لا يقل عن 90 % من أيام التعاملات

التجارية.

3- تم تنفيذ على الأقل 50 % من العقود خلال اليوم الواحد.

4- لم تقم الشركة بأي فعل يؤثر على تداول أسهمها كالاندماج ، وانشقاق الأسهم خلال

فترة الدراسة.

3-1-3 اختيار البيانات

بعد الأخذ بعين الاعتبار جميع الأسس والمحددات لاختيار العينة والموضحة سابقاً،

استخدمنا عينة الدراسة وهي عبارة عن أسعار الصفقات المالية لـ 22 شركة مدرجة في

بورصة عمان من الفترة 2005/1/1-2006/12/31 بالدينار الأردني، لثلاثة قطاعات، هي:

قطاع البنوك وقطاع الخدمات وقطاع الصناعة، في حين أنه لم يدخل قطاع التأمين في التحليل

نظراً لاعتباره قطاع غير نشط مقارنة بالقطاعات الأخرى.

3-1-4 توزيع البيانات

احتوت عينة الدراسة على عدة شركات من قطاعات مختلفة في بورصة عمان هي قطاع الصناعة، قطاع الخدمات وقطاع البنوك، وقد تم استثناء قطاع التأمين نظرا لعدم نشاط شركات التأمين.

وقد مثلت الشركات من قطاع البنوك ما نسبته 43%، قطاع الصناعة مثل 10% من العينة نظرا لأن القطاع نشط فإن حجم البيانات للشركة الواحدة كان كبيرا جدا، لذا كان لابد من الاكتفاء بعدد قليل من الشركات الصناعية مقارنة مع القطاعات الأخرى، بينما كان لقطاع الخدمات الحجم الأكبر من المشاركة، بحيث مثل ما نسبته 47% من إجمالي العينة.

3-1-5 مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من دائرة البحث العلمي في هيئة الأوراق المالية.

أما بيانات الإطار النظري، فقد تم الحصول عليها من مصادر عدة، منها التقارير السنوية لبورصة عمان، دراسات سابقة وأوراق ترتبط بموضوع الدراسة.

3-2 المنهجية

تهتم هذه الدراسة في البحث عن طبيعة العلاقة بين العائد على الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان وساعات التداول، والتي هي عبارة عن ساعتين من كل يوم لمدة خمسة أيام في الأسبوع الواحد. وقد تم استخدام نموذج Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity in Mean (GARCH-M) لاختبار هذه العلاقة، وقد

تم اختيار هذا النموذج نظراً لتذبذب البيانات بشكل مرتفع، حيث يعتبر هذا النموذج من أفضل النماذج لمعالجة عدم تجانس البيانات. كما أن هذه الدراسة معدلة لقياس الخطأ على افتراض تباين الزمن في خطورة الشركة بينما الدراسات السابقة افترضت ثبات توزيع احتمال حد الخطأ (Al-Rjoub,2002).

1-2-3 النموذج (ARCH) Autoregressive Conditional Heteroskedasticity

يعتبر الهدف من استخدام نماذج (ARCH) و (GARCH) هو نمذجة التباين (variance)، وتعتبر الدراسات المالية من أكثر الدراسات اعتماداً على هذه النماذج في تحليل البيانات، ذلك أن الاتجاه الحديث للمستثمرين لا ينصب فقط على دراسة والتنبؤ بالعوائد المتوقعة للأسهم والسندات في الأسواق المالية، وإنما يهتمون أيضاً بعنصر المخاطرة أو عدم التأكد (uncertainty)، فهذه النماذج تتعامل مع التقلب (volatility) في قيم الأسهم عبر سلسلة زمنية أو ما يمكن تسميته تباين السلسلة (variance).

إن تباين الحد العشوائي يفترض أن يكون ثابتاً عبر الزمن، أو ما يعرف بفرضية ثبات التباين (homoskedasticity assumption)، ولكن في البيانات المالية وأيضاً البيانات الاقتصادية الأخرى، غالباً لا يتحقق هذا الشرط حيث يظهر تباين وتقلب مختلف في فترات السلسلة الزمنية، وهذا يعني أن القيم المتوقعة لحد الخطأ العشوائي، ستكون أكبر أو أقل عبر الفترات المختلفة، وفترات التقلب في العرف المالي، تعني فترات المخاطرة أو عدم التأكد. ومعروف في التحليل المالي أن فترات المخاطرة (وهي التقلب الكبير أو التباين الكبير) تتركز في فترات معينة ويعقبها فترات أقل تقلباً (أقل تباين) وأيضاً تتركز في فترات معينة، وهذه الأنماط تعرف لدى المحللين الماليين بفترات الهيجان (wild) وتأخذ صورة قرن الثور (bull)،

وفترات الركود أو السبات (calm) وتأخذ صورة الدب (Bear). وعلى ذلك يستتجون أن التغيرات الكبيرة في عوائد الأسهم يعقبها تغيرات أخرى مقابلة لها، وهذا ما يعرف في تحليل أسواق المال بتكدس أو تركيز التقلبات في فترات معينة، أو تجمع الخطورة، وعلى ذلك فإن تحقق فرضية ثبات التباين في الغالب تكون محدودة جداً، وفي هذه الحالة من الأفضل فحص نمط هذا التقلب في التباين، ومعرفة لماذا التباين يعتمد على سلوكه التاريخي أو الزمني. وبمصطلح آخر أدق: فحص التباين المشروط (conditional variance) للنموذج تحت الدراسة، وليس التباين غير المشروط (unconditional variance) والذي يمثل التنبؤ بالتباين على المدى البعيد للسلسلة، وهذا النوع من التباين يعامل كتباين ثابت. ولذلك جاءت هذه التقنية لنمذجة سلوك التباين المشروط (conditional variance) وبعبارة أخرى (conditional heteroskedasticity) ومن هذه التسمية أخذت الحروف (CH) في اسم النموذج (ARCH) وبعدها جاء مفهوم نمذجة التباين المشروط للانحدار الذاتي (Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) ويرمز له (ARCH).

يعتبر (Engel, 1982) أول من استخدم هذا النموذج والذي انتشر فيما بعد وطور ليصبح قادراً على تفسير وتحليل البيانات ذات العلاقة غير الخطية، فبعكس النماذج الخطية التي لا تهتم إلا في القيمة المتوقعة للحظة الأولى؛ يهتم نموذج (ARCH) باللحظة التالية (الشرطية وغير الشرطية) في السلسلة الزمنية هذا بالإضافة إلى أن النموذج يمكن الانحراف في السلاسل الزمنية ليعتمد على البيانات المتوفرة (Engle, 2001).

Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity

يعتبر الاختلاف الرئيس بين النموذجين (ARCH) و (GARCH) هو أن النموذج (GARCH) والذي قام بتوسيعه وتطويره Bollerslev (1986)، أكثر مرونة في هيكلته بالإضافة إلى أنه يسمح لدالة الخطورة المشروطة لتضم مربع الخطورة الماضية، حيث يعتبر تعبير (GARCH) هو ذاته تعبير (ARCH) مضافاً إليه الخطورة المشروطة الماضية كما أنه قادر على ضبط الانحراف وتجمع الخطورة، (Bollerslev, 1986).

أما بالنسبة لهذه الدراسة، فإن المتغير التابع هو العائد والمعبّر عنه بالرمز (R)، والذي سيضاف إلى معادلة الانحراف المشروط لأجل التغييرات الهيكلية، لنتمكن من الحصول على نتيجة تأثير الزمن على العائد في بورصة عمان، فقد تم إضافة متغير وهمي عبر عنه بالرمز (D)، وقسم إلى أربع فترات، بحيث تأخذ (D₁) القيمة (1) بينما تأخذ باقي الفترات القيمة (0) في أول نصف ساعة للتداول وعند النصف الثاني للساعة الأولى تأخذ الفترة (D₂) القيمة (1) بينما باقي الفترات تأخذ القيمة (0)، وهكذا، حتى النصف الثاني للساعة الثانية.

3-3 العائد (R)

تهدف فرضية الدراسة إلى التأكد من وجود علاقة بين العائد والزمن خلال سعاتي

التداول في بورصة عمان لفترة العينة، بحيث تم احتساب العائد كما يلي:

الفرق الأول لمؤشر الأسعار العام بصيغة اللوغاريتم الطبيعي من خلال المعادلة التالية:

$$R_t = L_n P_t - L_n P_{t-1} \dots \dots \dots 1$$

حيث:

R_t : عائد السوق.

P_t : مؤشر الأسعار في الفترة t

P_{t-1} : مؤشر الأسعار في الفترة $t-1$

L_n : اللوغاريتم الطبيعي

وبناء على ما قام به (Gibbons and Hess, 1981), (French, 1980) سوف نقوم باختبار لحساب الفرق في متوسط العائد خلال ساعتَي التداول وبواسطة التنبؤ من خلال النموذج التالي:

$$R_{it} = \alpha_{wi} \sum_{t=1}^2 d_t + \partial_{it} \partial_{it}^2 + \varepsilon_{it}, \varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_{it}^2) \dots \dots \dots 2$$

$$\partial_{it}^2 = \omega_i \ell_{it-1} + \theta_{it} \sigma_{it-1}^2 \dots \dots \dots 3$$

$$i = 1 \dots \dots 3$$

$$t = 1 \dots \dots 2$$

حيث:

R_{it} : نسبة العائد الناتج باستخدام معادلة رقم 1.

d : متغير وهمي يأخذ القيمة 1 لبداية الفترات d_1, d_2, d_3, d_4 ويأخذ القيمة صفر لذات الفترات

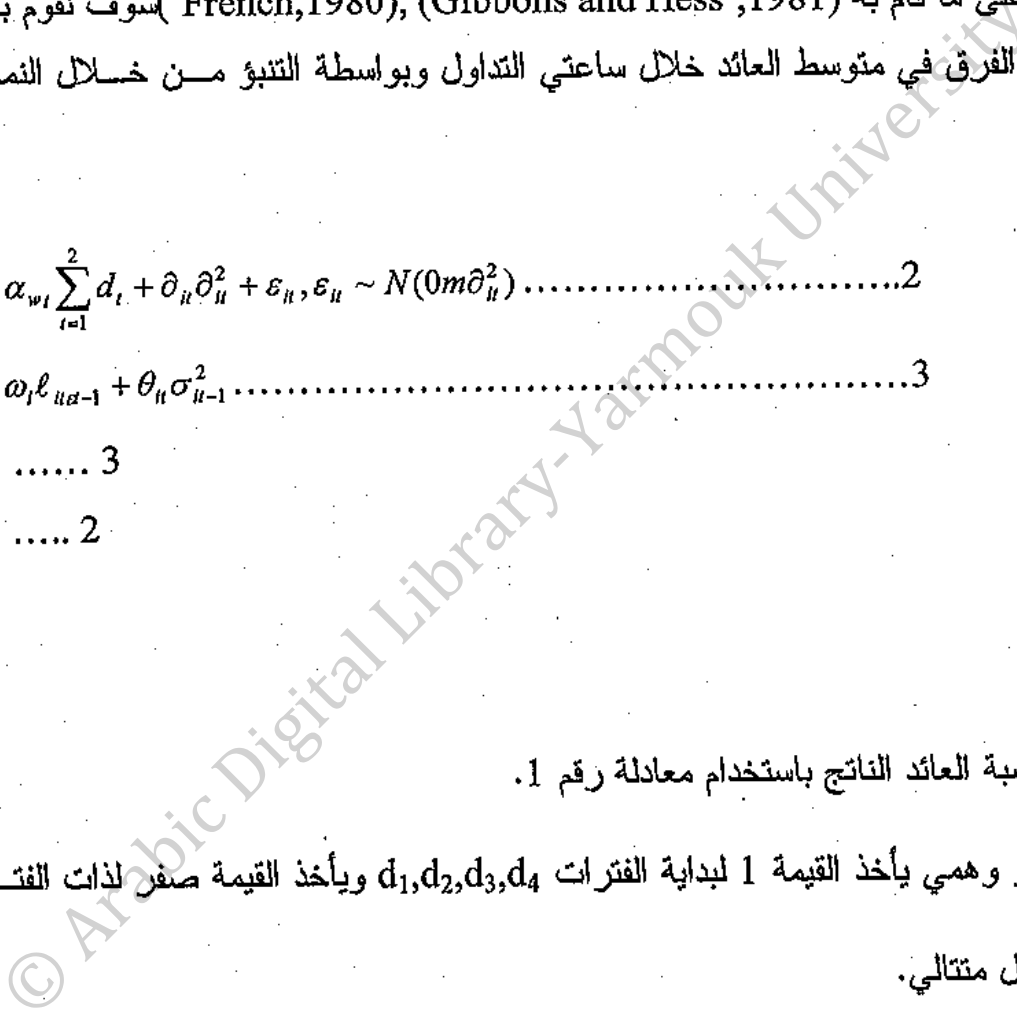
بشكل متتالي.

σ_{it-1}^2 : التباين المشروط للفترة e

ℓ_{it-1} : فترة التباطؤ لمعاملات الخطأ.

I : القطاعات المستخدمة

t : فترة العينة بالسنوات.



حيث يقيس معامل المتغير الوهمي الفرق المتوسط لعائد سعاتي التداول.

فإذا كان المعامل المتغير التابع في المعادلة هام إحصائيا فإن للزمن تأثير على العائد.

المعامل الموجب للمتغير التابع (ηD) يقترح أن احتمالية تأثر العائد بالزمن تسير في اتجاه

موجب، والعكس يحدث إذا كان معامل المتغير التابع سالب (الغزاوي، 2006).

الفصل الرابع

تحليل البيانات

© Arabic Digital Library - Yarmouk University

الفصل الرابع

تحليل البيانات

1-4 المقدمة

في هذا الفصل سيتم توضيح تأثير العائد بساعتي التداول في سوق عمان المالي، وذلك باستخدام النموذج الإحصائي (GARCH).

بعد أن تم تقسيم العينة إلى ثلاثة قطاعات، تم استخدام المعادلة رقم (2) وبإدخال بيانات نسبة العائد والتي تم الحصول عليها باستخدام المعادلة رقم (1)، وبعد تقسيم فترة التداول إلى أربعة فترات مثلت كل فترة منها نصف ساعة تداول وباستخدام برنامج (E-Views)، ظهر لدينا أربع جداول لكل قطاع، وكل جدول يعكس مدى وجود علاقة بين نسبة العائد لكل قطاع والفترة الزمنية الممثلة بنصف ساعة تداول.

2-4 نتائج التحليل

سيتم عرض النتائج لكل قطاع، خلال الأربعة فترات، بحيث ستظهر نتائج كل قطاع

على حده:

جدول (1-4)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الأولى (10:00-10:30)(D1)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.1396	0.000604	0.000892
D1	0.0042	0.000619	-0.001772

بالنظر إلى الجدول (1-4)، والذي يمثل فترة التداول الأولى (10:00-10:30) سنلاحظ أن احتمالية وجود علاقة بين العائد (R) والنصف الأول من الساعة الأولى في قطاع البنوك، (probability) كانت (0.0042) وبما أنها أقل من 10 % وهي الدرجة التي تقيس الأهمية الإحصائية بحيث أن أي نتيجة أقل من 10% تعتبر ذات أهمية إحصائية وما يزيد عن 10% يعتبر غير مهم إحصائياً، لذا فإن هذا يعني الاحتمالية هنا مهمة إحصائياً، في حين أن المعامل (coefficient) والذي يقيس اتجاه العلاقة كان (-0.001772) واتجاهه سالبا، وهذا يؤكد وجود تأثير للزمن على العائد، في النصف الأول من الساعة الأولى للتداول في قطاع البنوك، واتجاه هذه العلاقة سالبا بمعنى أن العائد يتناقص في هذه الفترة.

أما (C) فهي موجه المعامل (coefficient vector)، وهي موجودة لغايات التحليل

في كل صفحة (Work file) من برنامج E-Views.

جدول (2-4)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الثانية (10:30-11:00)(D2)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.2924	5.61E-05	5.91E-05
D2	0.0000	5.73E-05	0.044837

في الجدول الثاني (2-4) الذي يمثل النصف الثاني من الساعة الأولى للتداول (10:30-11:00) يبين أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0000) وهذا يعني أنها مهمة إحصائياً أيضاً بمعنى أنه يوجد تأثير للزمن على العائد، في النصف الثاني للساعة الأولى للتداول، في قطاع البنوك، وبما أن المعامل (coefficient) (0.044837) واتجاهه موجب، فإن اتجاه هذه العلاقة موجب أي أن العائد في هذه الفترة يتزايد.

جدول (3-4)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الثالثة (1:00-11:30) (D3)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.2655	0.000616	0.000686
D3	0.5332	0.002853	-0.001778

في الجدول الثالث (3-4) والذي يمثل النصف الثالث من ساعتي التداول، أي النصف الأول من الساعة الثانية للتداول (11:00-11:30) نلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت

(0.5332) وهذا يعني أنها غير مهمة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد تأثير للزمن على العائد،

في النصف الأول من الساعة الثانية للتداول في قطاع البنوك.

جدول (4-4)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع البنوك خلال الفترة الرابعة (11:30-12:00)(D4)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.1331	0.000605	0.000908
D3	0.9159	0.003168	-0.000334

في الجدول الرابع (4-4) والذي يمثل النصف الأخير من ساعتى التداول، أي النصف

الثاني من الساعة الثانية (11:30-12:00) نلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت

(0.9159) وهذا يعني أنها غير مهمة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد تأثير للزمن على العائد،

في النصف الثاني من الساعة الثانية للتداول في قطاع البنوك.

جدول (4- 5)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الأولى (10:00-10:30) (D1)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0000	1.16E-06	-5.93E-05
D1	0.0000	3.32E-06	0.002259

أما فيما يخص قطاع الصناعة، فبالنظر إلى الجدول الأول (4-5)، والذي يمثل فترة التداول الأولى (10:00-10:30) سنلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0000) وبما أنها أقل من 10% فإن هذا يعني أنها مهمة إحصائيا وهذا ما يؤكد وجود علاقة ما بين العائد والنصف الأول من الساعة الأولى للتداول في قطاع الصناعة، في حين أن المعامل (coefficient) كان (0.002259) واتجاهه موجبا، وهذا يؤكد وجود تأثير للزمن على العائد، في النصف الأول للساعة الأولى للتداول في قطاع الصناعة، واتجاه هذه العلاقة موجبا بمعنى أن العائد يتزايد في هذه الفترة .

جدول (4-6)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الثانية (10:30-11:00) (D2)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0000	7.41E-07	0.000494
D2	0.0000	1.66E-06	-0.000670

أما الجدول الثاني (4-6) والذي يمثل فترة التداول الثانية (10:30-11:00) فبيّن أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0000) وهذا يعني أنها مهمة إحصائياً أيضاً، وأن المعامل (coefficient) (-0.000670) واتجاهه سالباً، بمعنى أنه يوجد تأثير للزمن على العائد، في النصف الثاني للساعة الأولى للتداول، في قطاع الصناعة، واتجاه هذه العلاقة سالبا أي أن العائد في هذه الفترة يتناقص.

جدول (4-7)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الثالثة (11:00-11:30) (D3)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0000	6.23E-05	0.000751
D3	0.0528	0.000377	-0.000730

في الجدول (4-7) والذي يمثل الفترة (11:00-11:30) نلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0528) وهذا يعني أنها مهمة إحصائياً، بمعنى أنه يوجد تأثير للزمن

على العائد، في النصف الأول من الساعة الثانية للتداول في قطاع الصناعة، وبما أن المعامل (coefficient) كان (-0.000730) فإن اتجاه هذه العلاقة سالب بمعنى أن العائد يتناقص في هذه الفترة.

جدول (4-8)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الصناعة خلال الفترة الرابعة (11:30-12:00) (D4)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0000	6.29E-05	0.000812
D4	0.0015	0.000283	-0.000896

أما الفترة الأخيرة (11:30-12:00)، والتي يمثلها الجدول (D4)، فسنلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0015) وبما أنها أقل من 10 % فإن هذا يعني أنها مهمة إحصائياً، في حين أن المعامل (coefficient) كان (-0.000896) واتجاهه سالبا، وهذا يؤكد وجود تأثير للزمن على العائد، في النصف الأخير للساعة الثانية في قطاع الصناعة، واتجاه هذه العلاقة سالبا بمعنى أن العائد يتناقص في هذه الفترة.

جدول (4- 9)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الأولى (10:00-10:30) (D1)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0107	4.96E-05	-0.000127
D1	0.1149	9.30E-05	0.000147

أما أخيرا فقطاع الخدمات، حيث أظهر الجدول (4-9)، والذي يمثل فترة التداول الأولى (10:00-10:30) أن الاحتمالية (probability) كانت (0.1149) وبما أنها أكثر من 10% فإنها غير مهمة إحصائيا، وبذلك يمكننا القول أن التحليل الإحصائي لم يظهر أية علاقة أو تأثير للزمن على العائد في النصف الأول للساعة الأولى للتداول في قطاع الخدمات.

جدول (4- 10)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الثانية (10:30-11:00) (D2)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0004	4.74E-05	-0.000168
D2	0.0051	9.65E-05	0.000270

أما الجدول (4-10) والذي يمثل فترة التداول الثانية (10:30-11:00) فيبين أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0051) وهذا يعني أنها مهمة إحصائياً أيضاً، وأن المعامل (coefficient) (0.000270) واتجاهه موجباً، بمعنى أنه يوجد تأثير للزمن على العائد، في النصف الثاني للساعة الأولى للتداول، في قطاع الخدمات، واتجاه هذه العلاقة موجبا أي أن العائد في هذه الفترة يتزايد.

جدول (4-11)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الثالثة (11:00-11:30) (D3)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.8774	4.11E-05	-6.35E-06
D3	0.8032	0.000107	2.67E-05

في الجدول (4-11) والذي يمثل الفترة (11:00-11:30) نلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت (0.8032) وهذا يعني أنها غير مهمة إحصائياً، بمعنى أنه لا يوجد تأثير للزمن على العائد، في النصف الأول من الساعة الثانية للتداول في قطاع الخدمات.

جدول (4 - 12)

نتائج تحليل (GARCH)، لقطاع الخدمات خلال الفترة الرابعة (11:30-12:00) (D4)

	Prob.	Std. Error	Coefficient
C	0.0000	6.18E-06	4.13E-05
D4	0.0000	5.81E-06	0.000168

أما الفترة الأخيرة (11:30-12:00)، والتي يمثلها الجدول (4-12)، فنلاحظ أن الاحتمالية (probability) كانت (0.0000) وبما أنها أقل من 10% فإن هذا يعني أنها مهمة إحصائياً، في حين أن المعامل (coefficient) كان (0.000168) واتجاهه موجباً، وهذا يؤكد وجود تأثير للزمن على العائد، في النصف الأخير للساعة الثانية في قطاع الخدمات، واتجاه هذه العلاقة موجباً بمعنى أن العائد يتزايد في هذه الفترة.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

في هذا الفصل سيتم عرض النتائج التي توصلنا إليها والتوصيات لهذه الدراسة.

5-1 نتائج اختبار الفرضية الأولى

تفترض الفرضية الأولى لهذه الدراسة، أنه يوجد علاقة بين العائد والزمن في بورصة عمان خلال ساعتَي التداول، وهذا ما تم إثباته من خلال التحليل فقد أظهرت النتائج أن العائد يتأثر في الزمن في أكثر من قطاع وبأكثر من فترة. أما فيما يخص النتائج المتعلقة بالفرضيات الفرعية، فسيتم عرضها مفصلة كالتالي:

5-1-1 الفرضية الفرعية الأولى: يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمان بالنصف الأول للساعة الأولى للتداول (10:00-10:30).

أثبتت هذه الفرضية في كل من قطاع البنوك حيث ظهر التأثير واتجاهه سالب، وقطاع الصناعة واتجاهه موجب. في حين أن هذه الفرضية رفضت في قطاع الخدمات حيث لم تظهر النتائج أي تأثير للزمن على العائد، خلال النصف الأول من الساعة الأولى في هذا القطاع.

5-1-2 الفرضية الفرعية الثانية: يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمان بالنصف الثاني للساعة الأولى للتداول (10:30-11:00)

تم إثبات هذه الفرضية في جميع القطاعات المستخدمة في التحليل، حيث ظهر التأثير في قطاع البنوك، وكان اتجاهه موجبا، وفي قطاع الصناعة وكان اتجاهه سالبا، وأخيرا في قطاع الخدمات وكان اتجاهه موجبا.

5-1-3 الفرضية الفرعية الثالثة: يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمان بالنصف الأول

من الساعة الثانية للتداول (11:00-11:30).

تم رفض هذه الفرضية من جميع القطاعات المستخدمة في التحليل فلم تظهر أي من

هذه القطاعات أية علاقة بين العائد والزمن خلال النصف الأول للساعة الثانية للتداول.

5-1-4 الفرضية الفرعية الرابعة: يتأثر العائد على الأسهم في بورصة عمان بالنصف

الثاني من الساعة الثانية للتداول (11:30-12:00).

أثبتت هذه الفرضية في كل من قطاع الصناعة حيث ظهر التأثير واتجاهه سالب،

وقطاع الخدمات وكان التأثير موجب، في حين أن تأثير الزمن على العائد في النصف الثاني

للساعة الثانية، لم يظهر في قطاع البنوك.

5-2 ملخص النتائج التي ظهرت في التحليل الإحصائي لجميع القطاعات.

وفي الجدول رقم (4-13) ملخص لجميع النتائج التي حصلنا عليها والتي تخص

القطاعات الثلاثة محل الدراسة خلال ساعتَي التداول مقسمة إلى أربعة فترات :

جدول (5- 1)

ملخص النتائج للقطاعات الثلاثة خلال الفترات الأربعة

قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		قطاع البنوك		
الأهمية الإحصائية	المعامل	الأهمية الإحصائية	المعامل	الأهمية الإحصائية	المعامل	
لا يوجد تأثير	0.000147	تأثير موجب	0.002259	تأثير سالب	-0.0009	D1
تأثير موجب	0.000270	تأثير سالب	-0.000670	تأثير موجب	.00027	D2
لا يوجد تأثير	2.67E-05	تأثير موجب	-0.000730	لا يوجد تأثير	2.7E-05	D3
تأثير موجب	0.000168	تأثير سالب	-0.000896	لا يوجد تأثير	.00016	D4

المصدر: الباحثة.

من خلال الجدول رقم (4-13)، نلاحظ أن تأثير الزمن على العائد بدا واضحا في أكثر من فترة لأكثر من قطاع، وقد أكدت نتائج الدراسات السابقة التي تناولت موضوع تسائير الزمن على العائد ذات النتيجة التي توصلنا إليها ، فجميع الدراسات أكدت وجود تأثير للزمن على العائد، وفي حين أن الدراسات السابقة بينت أن اتجاه العائد يكون سالبا في آخر يوم تداول أو بمعنى آخر يكون اتجاه العائد سالبا في نهاية المدة، فلم تتأكد هذه النتيجة في التحليل لبيانات هذه الدراسة لجميع القطاعات، فكما نلاحظ اختلف التأثير من حيث وجوده واتجاهه تبعا للقطاع والفترة ، ففي قطاع البنوك ظهر تأثير نهاية الساعة الأولى من التداول (D2)، ولكن اتجاهه موجب في حين أنه لم يظهر أي تأثير للزمن على العائد في نهاية الساعة الثانية من التداول (D4).

كما اختلف الأمر بالنسبة لقطاع الصناعة، فقط ثبت وجود تأثير للزمن على العائد واتجاهه سالبا في كلا نهايتي الفترتين الأولى (D2)، والثانية (D4) وهذه النتيجة تدعم نتائج

الدراسات السابقة ، هذا بالإضافة إلى أن التأثير في هذه الدراسة ظهر أيضا النصف الأول من الساعة الثانية للتداول (D3).

أما نتائج تحليل قطاع الخدمات فقد أثبتت أن تأثير الزمن على العائد في نهايتي ساعتي التداول كان موجبا، على عكس اتجاه تأثير الزمن على العائد في نهاية ساعتي التداول لقطاع الصناعة.

3-5 التوصيات:

حيث أن أهمية هذه الدراسة تكمن في محاولة إيجاد قاعدة مالية تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فإن نتائج هذه الدراسة تساعد في تحقيق ذلك، فبعد أن ثبت تأثير العائد بالزمن في القطاعات الثلاثة المستخدمة في عينة الدراسة، وحيث أن اتجاه العلاقة اختلف تبعا للفترة والقطاع، فإنه بالإمكان تقديم عدة توصيات للمستثمرين نلخصها كالآتي:

أولاً: في قطاع البنوك، في النصف الأول للساعة الأولى يمكن للمستثمرين دخول السوق مشترين لأن العائد في هذه الفترة يكون قليل في حين أنه وفي النصف الثاني من الساعة الأولى فإنه يفضل دخولهم بائعين لأن العائد يكون عال.

ثانياً: في قطاع الصناعة، في النصف الأول للساعة الأولى قرار البيع سيكون هو الأفضل في حين أنه وفي النصف الثاني للساعة الأولى والنصف الثاني للساعة الثانية سيكون قرار الشراء هو الأفضل.

ثالثاً: قطاع الخدمات، في هذا القطاع أظهرت النتائج أن قرار البيع سيكون مجدداً في النصف الثاني من الساعة الأولى، والنصف الثاني من الساعة الثانية، في حين لم تظهر النتائج أية علاقة بين العائد والزمن في باقي الفترات بالنسبة لقطاع الخدمات.

المراجع

المراجع العربية:

1. حسين، عصام، " أسواق الأوراق المالية: البورصة" الطبعة الأولى، دار أسامة، عمان- الأردن، 2008.
2. الصيرفي، محمد، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
3. جمعية البنوك في الأردن، التقرير السنوي التاسع والعشرين، 2007.
4. مجيد، ضياء، " البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر، 2005.
5. زغلول، إسماعيل" تقييم أداء المحفظة الاستثمارية للمؤسسة العامة للضمان الاجتماعي في الأردن" أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، 2003.
6. معروف، هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
7. خربوش، حسني علي؛ ارشيد، عبد المعطي رضا؛ جودة، محفوظ؛ العتيبي، محمود الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1996.
8. رمضان، زياد، " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، عمان، الأردن، دار وائل للنشر، ط1، 1998.
9. هيئة الأوراق المالية ، التقرير السنوي 1999
10. هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي 2000
11. هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي 2001
12. هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي 2005

13. هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي 2006
14. هيئة الأوراق المالية، قانون الأوراق المالية رقم (23)، 1997.
15. هيئة الأوراق المالية، قانون الأوراق المالية رقم (76)، 2002.
16. بورصة عمان، (2004)، دليل استخدام نظام التداول الإلكتروني، عمان، الأردن.
17. قصراوي، قصي، "أثر تطور سوق عمان المالي على النمو الاقتصادي في الأردن" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، 2008.
18. العبد، منى، "تقييم السيولة باستخدام البيانات ذات التكرار العالي حالة الأسهم المدرجة في بورصة عمان" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، 2006.
19. غزاوي، نسرين، "أثر النظام الإلكتروني على تذبذب أسعار الأسهم وسيولة السوق في سوق عمان المالي" رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، 2006.

المواقع الإلكترونية:

1. <http://www.eurojournals.com/finance>
2. <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/700114.doc> .
3. www.sharqalawsat.com
4. www.arabicactuary.com

1. AL-Rjoub,Samer,"The Daily Return Pattern In The Amman Stock Exchange And The Weekend Effect",Journal of Economic Corporation,No.25,V1,2004,PP 99-114.
2. Ariel,Robert, 1987," The Monthly Effect in Stock Returns" Journal of Financial Economics ,No18, pp. 161-174.
3. Arumugam S., 1997 : 'Day-of-the-Week Effects in Stock Returns : An Empirical Evidence from Indian Equity Market', Mimeo, UTI Institute of Capital Markets.
4. Aymy D.and Peterson David R. "Turn-of-the-Month Mean Return Shifts Implicit in Index Call Option Prices." journal of finance and strategic Decisions 8,3.1995.
5. Aylward, A. and Glen, J., "Primary Securities Markets: Cross Country Findings" IFC Discussion Paper, No.39, World bank, Washington D.C, 1999.
6. Bollerslev, T.1986 "conditional Heteroskedastic elasticity"journal and econometrics,vol.31,307-322.
7. Chang, e. c., Pingar, J.M., and R., Ravichandran, 1998, US "Day-of-the-Week Effects and Asymmetric Responses to Macroeconomic News", Journal of Banking and Finance 22, 513-534.
8. Choudhry T., 2000 : 'Day of the Week Effect in Emerging Asian Stock Markets" : Evidence from the GARCH Model', Applied Financial Economics, 10, 235 – 242.
9. Chaudhury S. K., 1991 : 'Seasonality in Share Returns : Preliminary Evidence on Day-of-the-Week Effect', Chartered Accountant (India), 40, November, 107 – 109.

10. Chan SH, Leung WK, Wang K ,2005 "Changes in REIT Structure and Stock Performance: Evidence From the Monday Stock Anomaly". Real Estate Econ 33:89–120
11. Cross, F, 1973 "The Behavior of Stock Price on Friday and Mondays, financial analysts, journal, november/december, 67-69.
12. Dimitris. K., Aristeidis .S., 2008, "The Day of the Week Effect Patterns on Stock Market Return and Volatility: Evidence for the Athens Stock Exchange" International Research Journal of Finance and Economics ,ISSN 1450-2887 Issue 15 (2008), © EuroJournals Publishing, Inc. 2008.
13. Engle, R. 2001, " The Use of ARCH/GARCH Models in Applied Econometrics", Vol. 15, No.4, 175-168.
14. Fernando Ic. pathirawasam. 2006, "An Empirical Study on Day of the Week Effect" annual research symposium.
15. French, K.R., 1980, "Stock Returns and the Weekend Effect" Journal of Financial Economics 8, 55-70.
16. Friday H, Higgins E ,2000 "The day of the week effect in real estate investment trusts". J eal Estate Portf Manag 6:273–282.
17. Gujarati, D. N., (2003), Basic Econometrics. (4th, ed.). New York, McGraw Hill.
18. Gibbons M. and P. Hess, 1981 : 'Day of the Week Effects and Asset Returns', Journal of Business, 54, 579 – 596.
19. Goswami R. and R. Angshuman, 2000 : 'Day of the Week Effect on the Bombay Stock Exchange', ICFAI Journal of Applied Finance, 6, 31 – 46.
20. H. Berument and H. Kiymaz, 2001, " The Day of the Week Effect on Stock Market Volatility" Journal Of Economics and finance • Volume 25 • Number 2 • Summer 2001.

21. Lakonishok, Josef and Seymour Smidt, "Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective," Review of Financial Studies 1, 1988, pp. 403-425.
22. Lee, C.M.C. and B. Swaminathan, 2000, "Price Momentum and Trading Volume" Journal of Finance 55, 2017-2069.
23. P.S. Ross, "Monetary and Capital Markets", IRWIN, New York, 2000.
24. Rose, P., (2001), Money And Capital Markets. (8th, ed.), New York, McGraw Hill.
25. Raylene M. 2006 "Market Microstructure and Day of the Week Return Patterns" thesis for the degree of doctor of philosophy in finance, financial information system, university of Canterbury.
26. Tahsin and mattin 2006 "International Monetary Fund" wp/06/187.
27. Keim, Donald, "Size-Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence," Journal of Financial Economics 12, 1983, pp. 13-32.
28. P.N.D. Fernando and C. Pathirawasam "An Empirical Study on Day of the Week Effect; Evidence from Colombo Stock Exchange." Annual Research Symposium 2006 - Faculty of Graduate Studies, University of Kelaniya.
29. Veera Lenkkeri & Wessel Marquering & Ben Strunkmann-Meister, 2006, "The Friday Effect in European Securitized Real Estate Index Returns", J Real Estate Finan Econ (2006) 33: 31-50, DOI 10.1007/s11146-006-8273-6.
30. Wetson, J. Fred, Besley, Scott, and Brigham, F. Eugene, "Essential of Managerial Finance", Eleventh Edition, the Dryden press, 1996.

الملاحق

ملحق رقم (1)

أسماء ورموز الشركات المستخدمة في العينة

رمز الشركة	اسم الشركة
	قطاع البنوك
JOIB	البنك الإسلامي
JOKB	البنك الأردني الكويتي
JOJX	بنك الأردن
INDV	بنك الإنماء الصناعي
THBK	بنك الإسكان للتجارة والتمويل
UBSI	بنك الإتحاد
CABK	بنك القاهرة
ARBK	البنك العربي
	قطاع الخدمات
JNTH	التجمعات الاستثمارية
JTEL	الاتصالات الأردنية
UINV	الإتحاد للاستثمار
ALFA	الأردنية للاستثمار والنقل السياحي
ULDC	تطوير الأراضي
WIRE	الوطنية للكوابل
JOED	الكهرباء الأردنية
REDV	تطوير العقارات
UAK	المستثمرون العرب المتحدون
REAL	شرق عربي للاستثمارات
	قطاع الصناعة
JOPH	الفوسفات
JOCM	الإسمنت
MECE	مجمع الشرق الأوسط

Abstract

Relationship Between Return Of Stocks Listed In Amman Stock Exchange And Trading Hours

This study analyzes the relationship between trading hours and stock return for 22 traded shares listed in ASE and cover the time period from (1/1/2005-30/12/2006), covers three sub markets, manufacturing section, banking, and services market. The importance of this study related to that the studies investigates this relationship for months or weeks, this study differ by that using hourly data. There are two trading hours daily in ASE, they have been splitted into four time intervals: first half of the first hour (10:00-10:30), second half of the first hour (10:30-11:00), and the first half of the second hour (11:00-11:30), and the second half of the second hour (11:30-12:00).

The thesis uses the Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) model, to test the time effect on the stock return.

Empirical result using GARCH model shows that the time effect on the stock return, do exist in the three markets. the huge number of data and the difficulty of dealing with it was one of the most limitations for this study.

Finally our recommendations was summarized as follow:

- 1- In Banking Market at the first half of the first hour, the investors can buy stocks and sell them at the second half of the first hour.

- 2- In the manufacturing Market at the first half of the first hour, the investors can sell stocks and buy them at the second half of the first hour and at the second hour.
- 3- In the services Market at the second half of the first hour, and the second half of the second hour the investors can sell stocks, while the analysis result shows no relation between stock return and trading ours in the first half of the first hour, and first half of the second hour.

Keywords: ASE, Trading Hours, GARCH model

© Arabic Digital Library - Yarmouk University