

التغير والاستقرار في سلوك الاسهم العادية خلال الفواصل الزمنية "دراسة تطبيقية لعينة من المصارف في بورصة عمان"

د. شهاب الدين حمد
جامعة بغداد- كلية الادارة والاقتصاد
قسم ادارة الاعمال

ملخص:

ان معرفة سلوك الاسهم العادية خلال الفواصل الزمنية المختلفة (الفصلية والسنوية)، يعد الخطوة الرئيسية في اختيار وإدارة مكونات محافظ استثمار الاسهم العادية، بما ينسجم مع ميول واتجاهات المستثمر نحو العائد والمخاطرة، وهذه محاولة لفهم سلوك الاسهم في بورصة عمان، لاستكشاف مدى التغير او الاستقرار في سلوكها، لغرض توظيفها من قبل مدراء المحافظ في تحديد الاستثمارات الدقيقة والمربحة التي تلبي طموحات المستثمر العربي في اختيار وإدارة محافظة استثمارية .

Abstract:

Knowing the conduct of the common stocks during the different intervals of time (quarterly and yearly) is an important step in choosing and administrating the portfolio of common stocks which be in accordance with the tendency of the investor toward risk and revenues. This is an attempt to understand the behavior of this common stocks in Amman stock Exchange to discover the extent of change in its behavior for employing them by the managers in identifying the accurate and benefited investments , which meet the ambitions of Arab investor.

المقدمة

تعتبر Beta السهم المقياس الدقيق لمخاطر الاستثمار في الاسهم العادية، وهي معروفة بصورة جيدة للباحثين والاكاديميين، واستعمالها بشكل كبير لدراسة اداء سوق الاسهم، وعندما يتم التنبؤ بـ (Beta) السهم التي تعبر عن سلوك السهم، وكيفية رد فعل السهم لظروف السوق المختلفة، عند ذلك سيكون المستثمرين قادرين على تحديد الاستثمارات الدقيقة والمربحة، وتقتصر التطورات الحديثة في نظرية بناء المحافظ الاستثمارية، ان الخطوة الاولى الرئيسية والمهمة هي اختيار الاسهم المناسبة التي تحدد درجة مخاطره وعائد محفظة الاستثمار، وبالطبع فان المخاطر الكلية للاسهم تتكون من جزئين المخاطر غير النظامية والمخاطر النظامية، ان المخاطر غير النظامية تتعلق بالسياسات التشغيلية والتمويلية والتغيرات في ادارة الشركات، وهذا النوع من المخاطر يمكن ازالة تأثيره او تخفيضه في محفظة الاستثمار عن طريق تنويع مكونات المحفظة، بينما ترتبط المخاطر النظامية بالسوق ككل مثل التضخم المالي او الانظمة الضريبية الحكومية الجديدة، لذا تعد (Beta) السهم مقياس للمخاطر النظامية، وهي ترتبط بصورة وثيقة بالتغيرات في السوق. لهذا السبب ان التقدير الدقيق لـ (β_i) السهم الذي يعبر عن سلوك السهم مهم جدا لفهم العلاقة بين العائد والمخاطرة، والسماح للمستثمرين بصنع القرارات الاستثمارية السليمة منطلقين في ذلك الى ان للسهم سلوك مختلف تبعا لقيمة (β_i) السهم اذ يمكن تصنيف السهم تبعا لذلك الى اسهم ذات سلوك (دفاعي، هجومي، معتدل).

بناءً على ما تقدم يقوم هذا البحث بتحليل سلوك الاسهم العادية في بورصة عمان وخاصة في القطاع المصرفي للمدة من 2004 - 2006 لفهم السلوك العام للسهم، وامكانية التنبؤ به في المدى القصير والمعبر عنه (β_i) السهم الفصلية وطويل الامد والمعبر عنه (β_i) السهم السنوية، لاستكشاف وفهم مدى التغير او الاستقرار في سلوكه خلال الفواصل الزمنية (فصلية، سنوية) التي يعتمد عليها المستثمر في بناء وادارة محافظ الاستثمار في الاسهم العادية، على اساس انها الخطوة الرئيسية والمهمة في قرار الاستثمار.

استنادا الى ما تقدم يتضمن البحث الفقرات الرئيسية الاتية:

اولا: منهجية البحث.

ثانيا: الجانب النظري.

ثالثا: الجانب التطبيقي.

رابعا: الاستنتاجات والتوصيات.

أولاً : منهجية البحث**١-١ مشكلة البحث:**

اختلف الباحثون في مجال دراسة الاسواق المالية العالمية في تفسير سلوك الاسهم العادية على الاحتفاظ بسلوك معين، ومدى التغير او الاستقرار فيه خلال مدة زمنية باعتبار، ان سلوك السهم يعد نقطة مفصلية ومهمة عند المستثمر في اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم وكذلك في ادارة محفظة الاستثمار، هذه محاولة لفهم سلوك الاسهم في بورصة عمان لاستكشاف مدى التغير او الاستقرار في سلوكها خلال الفواصل الزمنية، لتأثير ذلك في عائد ومخاطرة محفظة المستثمر.

٢-١ اهمية البحث:

تنطلق اهمية البحث من فهم سلوك الاسهم العادية ومدى التغير والاستقرار في سلوكها خلال الفواصل الزمنية، وتوظيف ذلك في بناء محافظ الاستثمار في الاوراق المالية، بما يتناسب مع ميول واتجاهات المستثمر نحو العائد والمخاطرة.

٣-١ اهداف البحث:

يهدف البحث الى:

- تحليل هل ان والى أي مدى، وبأي شكل يكون تحليل سلوك الاسهم الفصلية والسنوية، قابل للاعتماد عليه في قرار الاستثمار في الاوراق المالية.
- معرفة سلوك الاسهم العادية خلال الفواصل الزمنية المختلفة، باعتبارها نقطة الانطلاق في ادارة محافظ الاستثمار في الاوراق المالية.
- الاستفادة من سلوك الاسهم للتعرف على افضلها، من حيث العائد والمخاطرة حسب توجهات المستثمر.

٤-١ فرضية البحث:

يستند البحث على فرضية اساسية مفادها (يتصف سلوك الاسهم العادية للقطاع المصرفي في سوق عمان بالتغير خلال الفواصل الزمنية الفصلية، والاستقرار خلال الفواصل الزمنية السنوية) وتشق منها الفرضيات الآتية:

- ١-٤-١ الفرضية الفرعية الاولى (يستقر سلوك الاسهم العادية خلال الفاصلة الزمنية السنوية).
- ٢-٤-١ الفرضية الفرعية الثانية (يتغير سلوك الاسهم العادية خلال الفاصلة الزمنية الفصلية).

٥-١ مجتمع وعينة البحث:

تم اختيار القطاع المصرفي لتحليل سلوك اسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان، وتكونت عينة البحث من (٨) مصارف تم ترشيحها بصورة عشوائية لتكوين محفظة القطاع، وهي البنك العربي وبنك الأردن وبنك القاهرة عمان وبنك الاستثمار العربي الاردني الكويتي والبنك الاسكان للتجارة والتمويل والبنك التجاري الاردني والبنك الاردني الكويتي والبنك الاسلامي الاردني للتمويل والاستثمار، اضافة الى ان العينة تحتوي على مصارف تعمل على الاساس التجاري، واخرى على اساس الشريعة الاسلامية. علما ان القطاع المصرفي يتكون من (١٨) مصرف مختلفة النشاط، تشكل عينة البحث نسبة ٤٥% من مجموع المصارف العاملة في القطاع

٦-١ مدة البحث:

يتم تحليل سلوك اسهم المصارف المدرجة في بورصة عمان ابتداء من النصف الثاني من عام ٢٠٠٤ الى نهاية عام ٢٠٠٦ للعينة المرشحة بصورة عشوائية.

٧-١ الانموذج العلمي للبحث:

تم الاعتماد على انموذج (Sharpe) المسمى انموذج (Beta) (Elton & Gruber, 1981,106) للتعرف على سلوك الاسهم العادية وفق المعادلة التالية:

$$R_{it} = a_i + B_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث

R_{it} = معدل عائد الورقة المالية (i).

a_i = حد القطع وهو احد مكونات معدل عائد الورقة المالية (i).

R_{mt} = معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

B_i = يقيس التغير في معدل عائد الورقة المالية (i) نتيجة التغير في معدل عائد محفظة السوق.

e_{it} = حد الخطأ للورقة المالية (i).

ولاستخراج كل من a_i , β_i , e_i , نستخدم الانحدار الخطي البسيط باعتبار معدل عائد الورقة المالية (i) المتغير المعتمد ومعدل عائد محفظة السوق المتغير المستقل ولتنفيذ ذلك يتطلب ما يلي:

- ١- معدل عائد السهم = (اعلى سعر نفذ - ادنى سعر نفذ) / (ادنى سعر نفذ)
 - ٢- معدل عائد محفظة السوق = (مجموع معدل عائد الاسهم خلال الشهر) / (عدد المصارف التي تم تداول اسهمها في الشهر)
- تم الاعتماد على النشرات الشهرية والاسبوعية التي تصدرها بورصة عمان على الاقرص الليزرية CD في الحصول على البيانات المطلوبة.

ثانيا : الجانب النظري

٢-١ سلوك السهم:

يتحدد سلوك السهم استنادا الى التغير في اتجاه اسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية، وهذا ناتج عن التغير في العلاقة بين العرض والطلب على الاوراق المالية. ان التغير في تلك العلاقة مهما كان سببها يمكن الوقوف عليها طال الزمن ام قصر، وذلك من خلال ما يجري في السوق نفسه (هندي، ٤٢٣، ١٩٩٥). ان قوى العرض والطلب تحكمها متغيرات عديدة تؤثر في اتجاهات سلوك السوق بعضها منطقي يعكس بيئة الشركات الاقتصادية والقطاعية، والبعض الاخر غير منطقي يتمثل في التغيرات الفجائية مثل الاشاعات والاراء والامزجة، وان السوق يستقبل كل هذه المتغيرات ويعكسها على تحركات اسعار الاسهم، ويرى (Hawawini, 1980) وجود علاقة قوية بين المخاطرة النظامية للسهم وعائده وعائد محفظة السوق، وبالتالي يتحدد سلوك السهم على اساس هذه العلاقة، فالتقلب الكبير في عائد السهم يعكس سلوك السهم الهجومي، والتقلب المتوسط في عائد السهم يعكس سلوك السهم المعتدل، واما التقلب القليل فيعكس سلوك السهم الدفاعي.

٢-٢ سلوك المستثمر:

تعد المخاطرة إحدى المحددات المهمة التي يتوقف عليها قرار الاستثمار، وإن المستثمر يهدف إلى تفادي المخاطرة (Stevenson, Weston & Copeland, 1986, 388). كما أن الإقدام على الاستثمارات يكون عندما تكون مخاطرتها محسوبة على الرغم من تجنبهم للمخاطرة (الميداني ٣٦٨، ١٩٩٩) (حنفي وقرياقص، ٤٢٧، ١٩٨٧). أن المخاطرة من وجهة نظر المستثمر التقلبات المحتملة في العوائد (Brigham and Ehadardt, 2002, 916) لذا فإن قبول المخاطرة من قبل المستثمر يتم تحديده استناداً إلى العلاقة بين المنفعة الحدية للمال والعائد (Fisher, Jordan, 1996, 594).

إن تجنب المخاطرة يكون بدرجات مختلفة، إذ هناك درجات عالية وأخرى منخفضة، وهذا يفسر سلوك المستثمر تجاه المخاطرة، فالمستثمر المغامر تعكس سلوكه درجة المخاطرة العالية، والمستثمر المعتدل تعكسه درجة المخاطرة المتوسطة، والمستثمر المدافع تعكسه درجة المخاطرة الواطئة.

٢-٣ العلاقة بين سلوك السهم وسلوك المستثمر

توضح النظرة الفاحصة لما ذكر سابقاً فيما يخص سلوك السهم وسلوك المستثمر، أن هناك تأثير متبادل للعوامل المؤثرة في تحديد سلوك السهم وسلوك المستثمر، ولا يمكن فصلهما عن بعض، فإذا كانت عوامل بيئة الشركات الاقتصادية والقطاعية والقيم الحقيقية لأسعار الأسهم وقوى العرض والطلب تنعكس على سلوك السهم بفعل تأثيرها، نجد أن المستثمر يغير في سلوكه استجابة لها لذلك يقوم بعمليات البيع والشراء أو الاحتفاظ، كما أن هناك تأثير لسلوك المستثمر على سلوك السهم، فنظرية الإشاعات التجارية Noise Trading تؤكد هذه الحقيقة أن المستثمرين الذين تكون استثماراتهم قصيرة الأمد يؤثران على أسعار الأسهم أكثر من المستثمرين الذين تكون استثماراتهم طويلة الأمد، كما أن أسعار المضاربة تؤثر على سلوك الأسعار، مما يجعل أسعار الأسهم تتفاعل مع بعض الأخبار (Shiller et.al. 1999, 200). ويبدو من المعقول أيضاً أن التغير في رغبات المستثمرين يساعد في ارتفاع مستوى الخطر (Kahnemamd & Riepe, 1998, 20).

بهذا التفسير نجد أن العامل المشترك المؤثر في سلوك السهم، و سلوك المستثمر هو درجة المخاطرة، التي بدورها تمكن من تصنيف سلوك السهم إلى هجومي أو دفاعي أو معتدل

٢-٤ التنبؤ بسلوك السهم

يؤكد (Hawawini, 1980). إلى وجود علاقة قوية بين المخاطرة النظامية للسهم وعائده وعائد محفظة السوق ونتيجة لذلك فإن فهم سلوك السهم والتنبؤ به سوف يعكس الأداء المتوقع له مقارنة بأداء السوق من حيث العائد والمخاطرة، بالإضافة إلى التعرف على القيمة الحقيقية للسهم، ومدى قربها أو بعدها عن القيمة السوقية، إذ أن القيمتين تتأثران بالسياسات التشغيلية والتمويلية للشركة، ويؤكد (Reilly, 1979, 345). أن اختيار الأسهم تبعاً لسلوكها المتوقع، يعد الخطوة الأولى والمهمة في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم، وتختلف الأسهم في سلوكها استجابة لاتجاهات سلوك السوق إلى أسهم ذات صبغة دفاعية، وأخرى ذات صبغة هجومية أو معتدلة.

يمكن قياس سلوك السهم والتنبؤ به بالاعتماد على المخاطرة النظامية وتسمى بمخاطر السوق، التي تشير إلى حساسية عوائد الأوراق المالية لعوامل السوق (Argon, 1989, 182) وبالتالي فهي تقيس ردود فعل أسعار الأسهم نتيجة التغيرات في الظروف الاقتصادية (Weston & Copeland, 1986, 433).

توضح مخاطرة السوق التغير في عائد السهم بالنسبة إلى عائد محفظة السوق (Brigham & Gapanski, 1988, 140) ويتم قياس هذه العلاقة بمعامل بيتا (Beta coefficient). كما في المعادلة التالية (Copland & Weston, 1979, 1661)

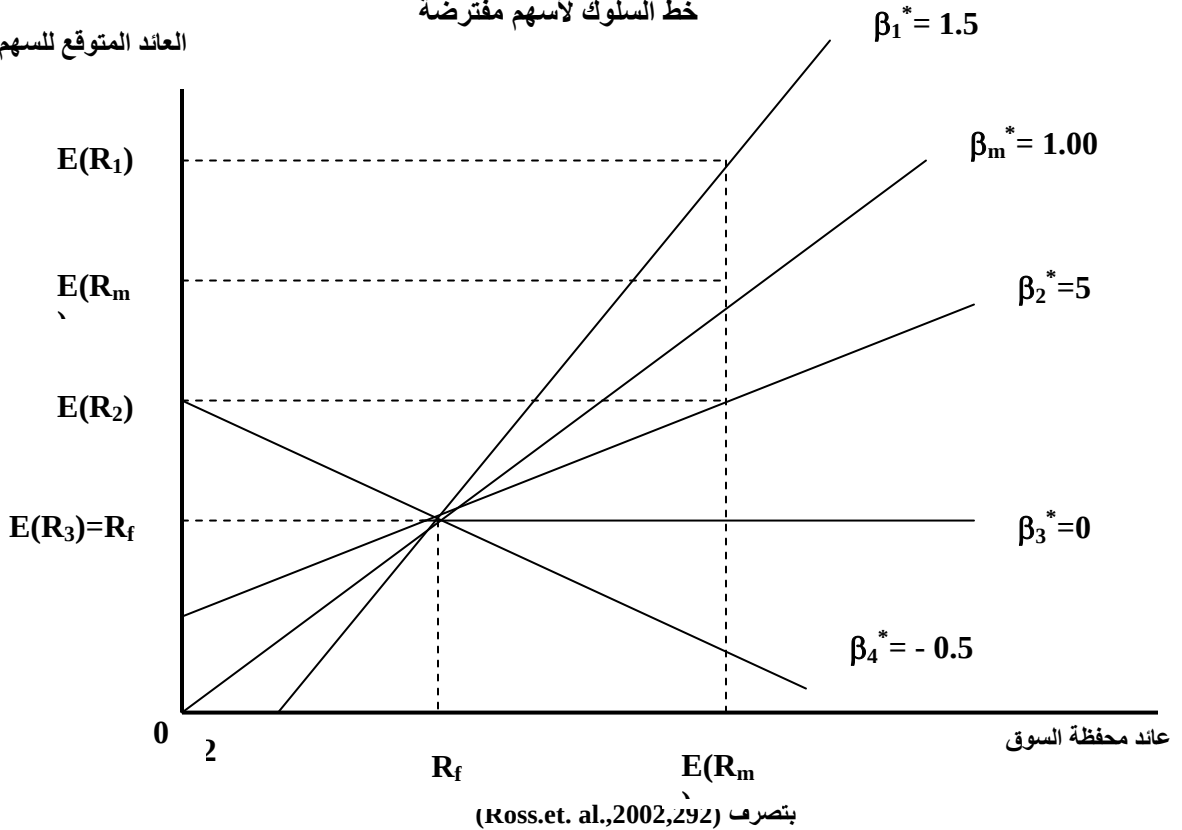
اذ أن β_i = معامل بيتا السهم (i)
 $Cov(R_i R_m)$ = التباين المشترك لعائد السهم (i) مع عائد محفظة السوق (m).
 $Var(R_m)$ = تباين عوائد محفظة السوق.

تعد البيتة (β_i) مقياسا لخطر الاستثمار في الورقة المالية (السهم) فإذا كانت بيتة السهم اكبر من الواحد الصحيح $(\beta > 1)$ ، فهذا يعني ان السهم يتصرف سلوكه بالصبغة الهجومية اذ ان التقلب في عوائده اكبر من التقلب في عوائد محفظة السوق، اما اذا كانت بيتة السهم اقل من الواحد الصحيح $(\beta < 1)$ ، فهذا يدل ان السهم ذو سلوك دفاعي اذ ان التقلب في عوائده يكون اقل من التقلب في عوائد محفظة السوق اما اذا كانت بيتة السهم مساوية للواحد الصحيح $(\beta = 1)$ ، فان السهم في هذه الحالة يتصرف بالسلوك المعتدل، اذ ان التقلب في عوائده يكون مساويا للتقلب في عائد محفظة السوق (Sharpe, 1978, 106) أي ان نتائج الاداء تكون مستقرة ومتسقة بينهما. يشير ميل الخط (slope) تقديرا احصائيا لقيمة مقياس بيتة (β) السهم وعليه اذا كان ميل الخط كبير كانت قيمة معامل بيتة السهم كبيرة، وتدل على ان الاستثمار في الورقة المالية ذات خطر عالي، اما اذا كان ميل الخط صغيرا كانت معامل بيتة السهم صغيرة، وتدل على ان خطر الاستثمار في الورقة المالية بحدده الأدنى، والشكل (١) يوضح تلك العلاقة

الشكل (١)

خط السلوك لأسهم مفترضة

العائد المتوقع للسهم



يظهر الشكل اعلاه سلوك خمسة انواع من الاسهم، واحد منها ذو سلوك يحمل الصبغة الهجومية، وثلاثة اسهم ذات صبغة دفاعية بدرجات مختلفة.والخامس ذو سلوك معتدل

نظرة فاحصة لطبيعة العلاقة بين أداء السهم المتوقع وأداء السوق والمعبر عنها بـ (Beta) السهم التي تشير إلى سلوك السهم الجدول (١) يلخص تلك العلاقة (Curley&Bear, 1979,470).

جدول (١)
العلاقة بين عائد السهم وعائد السوق

توقعات عائد السهم					
نتيجة السوق	مغامر	معتدل	مدافع		
	$\beta^* > 1$	$\beta^* = 1$	$1 > \beta^* > 0$	$\beta^* = 0$	$\beta^* < 0$
$R_m = E(R_m)$	$E(R_j) > R_m$	$E(R_j) = R_m$	$R_f < E(R_j) < R_m$	$E(R_j) = R_f$	$E(R_j) < R_f$
$R_m = 0$	$E(R_j) < R_m$	$E(R_j) = 0$	$E(R_j) > 0$	$E(R_j) = R_f$	$E(R_j) > R_f$

(Curley&Bear, 1979,470)

تشير النتائج أن السهم ذو السلوك المغامر الذي تكون فيه البيتا أكبر من الواحد الصحيح ($\beta > 1$)، أن أدائه يكون أفضل من أداء محفظة السوق، لأن متوسط عائده أكبر من معدل عائد محفظة السوق، وعندما يكون معدل عائد محفظة السوق مساوياً إلى الصفر، فإنه يعطي معدل عائد أقل من معدل عائد محفظة السوق أي أن معدل العائد سلبي.

أما السهم ذو السلوك المعتدل الذي تكون فيه البيتا مساوية إلى الواحد الصحيح ($\beta = 1$) . أن أداء السهم يتماثل مع أداء محفظة السوق .

عند الانتقال لمعرفة توقعات أداء السهم ذو السلوك المدافع يوجد لدينا ثلاث حالات، عندما تكون بيتا السهم أكبر من الصفر ($\beta > 0$)، فإن أداء السهم يعطي معدل عائد أكبر من معدل عائد السهم عديم المخاطرة، وأقل من معدل عائد محفظة السوق، وعندما تكون بيتا السهم تساوي صفر ($\beta = 0$)، فإن أداء السهم يكون بمعدل عائد يساوي معدل عائد السهم عديم المخاطرة R_f ، وهذه نتيجة منطقية وغير متناقضة لأنه عندما تكون بيتا السهم تساوي صفرًا تعني ضمناً أن كل المخاطرة تكون غير نظامية، يمكن إزالتها عن طريق التنويع، ولكن عندما تكون بيتا السهم سالبة ($\beta < 0$)، فهي تعني أن أداء السهم يتحرك بشكل معاكس لأداء السوق، وبالتالي فإنه يعطي معدل عائد أقل من معدل عائد السهم عديم المخاطرة، وأن ضم هذا السهم إلى محفظة الاستثمار يخفض المخاطرة الكلية أكثر من السهم عديم المخاطرة، وبإمكاننا أن نرى تلك النتيجة في حالة أن معدل عائد السوق يساوي صفر، فالسهم ذو البيتا السالبة يعطي معدل عائد موجب أكبر من معدل عائد السهم عديم المخاطرة .

تدعم الحالات السابقة الانطباع بوجود علاقة قوية بين المخاطرة النظامية للسهم وعائده وعائد محفظة السوق، وأن فهم سلوك السهم المتوقع والتنبيه به متمثل ببيتا السهم لها الأثر الكبير على عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية، وأن المستثمر اعتماداً على قيمة وتفضيلاته يعطي لها أهمية كبيرة في قرار الاستثمار.

ثالثاً: الجانب التطبيقي

تتكون محفظة القطاع من (٨) اسهم اخذت بشكل عشوائي، لدراسة سلوكها خلال الفواصل الزمنية، للتوصل الى مدى التغير او الاستقرار فيه ، اذ تم تقسيم الفواصل الزمنية الى فاصلتين، الاولى اعتمدت المدة الزمنية السنوية التي امتدت من النصف الثاني لعام ٢٠٠٤ الى نهاية عام ٢٠٠٦، وبذلك تكون مدة الدراسة لهذه الفاصلة سنتان ونصف، اما الفاصلة الزمنية الثانية اعتمدت الفصول السنوية لنفس المدة، وبذلك تكون مدة الدراسة عشرة فصول ، بناءً على ذلك سيتم التطرق أولاً الى الفاصلة الزمنية السنوية، وثانياً الفاصلة الزمنية الفصلية لمتابعة خط سير سلوك الأسهم، ومقارنة التغير او الاستقرار فيه خلال الفواصل الزمنية .

٣-١ تحليل سلوك السهم خلال الفاصلة الزمنية السنوية:

للتعرف على طبيعة سلوك السهم خلال الفاصلة الزمنية السنوية وفهم ذلك السلوك المعبر عنه بمعامل (Beta) السهم، وكذلك التعرف على نسبة الصفة الغالبة في سلوك السهم (دفاعي، معتدل، هجومي) للمدة من ٢٠٠٤-٢٠٠٦ الجدولان (٢) و(٣) يظهران تلك النتائج

جدول(٢)

سلوك السهم معبر عنها بمعامل Beta السهم خلال الفاصلة الزمنية السنوية من ٢٠٠٤-٢٠٠٦

ت	اسم البنك	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	المتوسط
١	البنك العربي	(0.1978)	١.٥٩٤١١	٠.8132٠	٠.7362٠
٢	بنك الاردن	(0.1750)	0.93490	٠.9940٠	٠.5846٠
٣	بنك القاهرة عمان	0.27830	١.٠٦٢٠١	٠.9255٠	٠.7553٠
٤	بنك الاستثمار العربي الاردني	2.01192	(0.0559)	٠.1512٠	٠.7024٠
٥	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	٠.١١٤٧٠	١.٠١٩١١	٢.2360٢	١.1233١
٦	البنك التجاري الاردني	1.65681	٠.٩٣٤٣٠	٠.4523٠	١.01447١
٧	البنك الاردني الكويتي	0.04890	١.٣٤٦١	١.2958١	٠.8969٠
٨	البنك الاسلامي الاردني للتمويل والاستثمار	0.13610	١.٢٢٦٣١	١.8623١	١.0749١
	متوسط القطاع	0.48410	١.٠٠٧٦١	١.0913١	٠.8610٠

جدول (٣)

الصفة الغالبة في سلوك الاسهم (دفاعي، معتدل، هجومي)

خلال الفاصله الزمنية السنوية ٢٠٠٤-٢٠٠٦

السنوات	دفاعي		معتدل		هجومي		المجموع	
	العدد	%	العدد	%	العدد	%	العدد	%
٢٠٠٤	٦	٧٥	-	-	٢	٢٥	٨	١٠٠
٢٠٠٥	٣	٣٨	-	-	٥	٦٢	٨	١٠٠
٢٠٠٦	٥	٦٣	-	-	٣	٣٧	٨	١٠٠

يبدو في النصف الثاني لعام ٢٠٠٤ ان سلوك الاسهم المكونة لمحفظه القطاع ذات صبغة دفاعية، وبيتا القطاع تعبر عن ذلك، اذ بلغت قيمة متوسط بيتا القطاع (٠.٤٨٤١) كما يلاحظ ان نسبة ٧٥% من مكونات اسهم محفظة القطاع ذات صبغة دفاعية، وان نسبة ٢٥% من اسهم المحفظة ذات صبغة هجومية. نستنتج من ذلك ان هناك استقرار بين اغلب سلوك الاسهم المكونة لمحفظه القطاع مع الصفة الدفاعية الغالبة للقطاع.

اما في عام ٢٠٠٥ تظهر الصبغة الهجومية لسلوك اسهم القطاع، اذ بلغ متوسط بيتا القطاع بمقدار (١.٠٠٧٦)، وتشكلت محفظة القطاع بنسبة ٣٨% لاسهم ذات سلوك دفاعي، وبنسبة ٦٢% لاسهم ذات سلوك هجومي، وبذلك يتضح ان الصفة الغالبة لسلوك اسهم القطاع ذات صبغة هجومية.

في عام ٢٠٠٦ تظهر الصفة الدفاعية هي الغالبة، اذ بلغت نسبة ٦٣% من اسهم محفظة القطاع ذات سلوك دفاعي، ونسبة ٣٧% ذات سلوك هجومي. بنظرة فاحصة لسلوك اسهم محفظة القطاع خلال مدة الدراسة، يلاحظ التغير في الصفة الغالبة لسلوك الاسهم المكونة لمحفظه القطاع من الدفاعية الى الهجومية وبالعكس. هذا يؤكد حساسية عوائد الاسهم الى التغيرات في الظروف الاقتصادية، ولكن يلاحظ ايضا ان متوسط بيتا القطاع للمدة من ٢٠٠٤-٢٠٠٦ كان بمقدار (٠.٨٦١٠)، وهذا يؤكد الصفة الدفاعية هي الغالبة. لذلك يستنتج امكانية استقرار سلوك الاسهم خلال مدة من الزمن قد تتغير لاحقا، وهذه الحالة توصلت اليها معظم الدراسات الاجنبية التي اهتمت بدراسة سلوك الاسهم خلال الفواصل الزمنية.

لدعم هذا الانطباع بصورة واضحة نعود الى الجدول (٢) لمتابعة سلوك الاسهم المكونة لمحفظه القطاع خلال المدة البالغة سنتين ونصف، يتضح ان سلوك سهم البنك العربي خلال النصف الاخير من عام ٢٠٠٤ يحمل الصفة الدفاعية، اذ بلغت بيتا السهم (٠.١٩٨٧-). لكن هذه الصفة تغيرت الى الصفة الهجومية خلال عام ٢٠٠٥ اذ بلغت بيتا السهم (١.٥٩٤١) لتعود مرة اخرى الى الصفة الدفاعية خلال عام ٢٠٠٦ اذ بلغت بيتا السهم (٠.٨١٣٢)، كما يظهر ان متوسط بيتا سهم البنك العربي بمقدار (٠.٧٣٦٢) خلال نفس المدة، هذا يدل على ان سلوكه ذو صبغة دفاعية، وهي الصفة الغالبة وبالعودة الى متوسط بيتا القطاع خلال نفس العام كانت بمقدار (٠.٤٨٤١)، وهي تؤكد الصفة الدفاعية اذ يبدو من ذلك استقرار في سلوك سهم البنك مع الصفة الغالبة لسلوك اسهم القطاع اما في عام ٢٠٠٥ كان سلوك السهم ذو صبغة هجومية، اذ بلغت بيتا السهم (١.٥٩٩١) التي تؤكد تلك الصفة، وبالمقارنة مع متوسط بيتا القطاع البالغة (١.٠٧٦) تظهر الصفة الهجومية هي الغالبة، اذ يتأكد لنا مرة اخرى الاستقرار بين سلوك سهم البنك العربي مع الصفة الغالبة لسلوك اسهم القطاع، ان ذلك يؤكد مدى حساسية عائد السهم الى التغير في عائد محفظة السوق تبعا للظروف الاقتصادية السائدة.

أما في عام ٢٠٠٦ فقد عادت الصفة الدفاعية الى سلوك السهم، إذ بلغت بيتا السهم (٠.٨١٣٢)، وعند المقارنة مع الصفة الغالبة لسلوك اسهم القطاع خلال نفس المدة، إذ كانت بنسبة ٦٣% من اسهم محفظة القطاع ذات سلوك دفاعي. هنا يتأكد لدينا ان هناك امكانية لاستقرار سلوك السهم خلال المدة الزمنية. وتظهر ايضا نفس الصفات على سلوك سهم بنك القاهرة عمان خلال نفس المدة.

أما سلوك سهم بنك الاردن، فيلاحظ انه احتفظ بالصفة الدفاعية خلال المدة إذ بلغت بيتا السهم (٠.١٧٥٠)، (٠.٩٣٤٩)، (٠.٩٩٤٠) للاعوام ٢٠٠٤-٢٠٠٥-٢٠٠٦، على التوالي على الرغم من تغير الصفة الغالبة لسلوك اسهم القطاع، إذ شكلت الصفة الدفاعية نسبة ٧٥% خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٤ والصفة الهجومية نسبة ٦٢% خلال عام ٢٠٠٥، والصفة الدفاعية نسبة ٦٣% في عام ٢٠٠٦. ان هذا يؤكد امكانية استمرار احتفاظ السهم بخاصية معينة قد تتغير لاحقا.

ظهر سلوك سهم بنك الاستثمار العربي الاردني والبنك التجاري الاردني ذو صبغة هجومية خلال النصف الاخير من عام ٢٠٠٤، إذ بلغت بيتا السهم (٢.٠١١٩)، (١.٦٥٦٧) على التوالي، ثم تعود تستقر الى الصفة الدفاعية خلال عامي ٢٠٠٥، ٢٠٠٦. هذا يؤكد النتيجة السابقة بامكانية استمرار الاحتفاظ بخاصية معينة قد تتغير لاحقا.

أما سهم بنك الاسكان للتجارة والتمويل، فكان ذو صبغة دفاعية في سلوكه خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٤، إذ بلغت بيتا السهم (٠.١١٤٧) ثم يعود يستمر في الصفة الهجومية في سلوكه خلال عامي ٢٠٠٥، ٢٠٠٦، إذ بلغت بيتا السهم (١.٠١٩١)، (٢.٢٣٦٠) على التوالي. هذا يؤكد امكانية استمرار احتفاظ السهم بخاصية معينة قد تتغير لاحقا، إذ تشكل الصفة الهجومية نسبة ٦٧% خلال نفس المدة.

بإمكاننا ان نرى نفس النتيجة لسلوك سهم البنك الاردني الكويتي والبنك الاسلامي الاردني للتمويل والاستثمار، ان نسبة ٦٧% في سلوكهما ذات صبغة هجومية، وهما بذلك اشتركا بنفس خصائص سلوك سهم بنك الاسكان للتجارة والتمويل. تتأكد هنا امكانية استمرار احتفاظ السهم بسلوك معين خلال مدة من الزمن لتوضيح الصورة في طبيعة سلوك اسهم عينة البحث خلال الفاصلة السنوية الشكل (٢) يظهر التغير او الاستقرار من صفة لأخرى.

شكل (٢)

طبيعة سلوك الأسهم خلال الفاصلة السنوية ٢٠٠٤-٢٠٠٦

ت	اسم البنك	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	المتوسط
١	البنك العربي	x	o	x	x
٢	بنك الأردن	x	x	x	x
٣	بنك القاهرة عمان	x	o	x	x
٤	بنك الاستثمار العربي الأردني	o	x	x	x
٥	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	x	o	o	o
٦	البنك التجاري الأردني	o	x	x	x
٧	البنك الأردني الكويتي	x	o	o	o
٨	البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار	x	o	o	o

العلامة x تعني السهم ذو السلوك المدافع

العلامة o السهم ذو السلوك الهجومي

ان العرض السابق لسلوك اسهم محفظة القطاع يثبت صحة الفرضية الفرعية الاولى على ان سلوك الاسهم العادية مستقرة خلال الفاصلة الزمنية السنوية.

٢-٣ تحليل سلوك السهم خلال الفاصلة الزمنية الفصلية

لغرض متابعة سلوك السهم على اساس فصول السنة الذي يركز على المدة الزمنية القصيرة ولتسهيل متابعة خط سير سلوك السهم الشكل (٣) الذي يوضح سلوك الاسهم خلال الفاصلة الزمنية الفصلية.

شكل (٣)

حركة سلوك الاسهم خلال الفاصلة الزمنية الفصلية من ٢٠٠٤ - ٢٠٠٦

ت	اسم البنك	٢٠٠٤		٢٠٠٥				٢٠٠٦			
		الفصول		المتوسط		الفصول				المتوسط	
		٣	٤	١	٢	٣	٤	١	٢	٣	٤
١	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	X	0	X	0	X	0	0	0	0	0
٢	البنك الاردني الكويتي	X	X	X	0	X	0	0	0	X	0
٣	البنك الاسلامي الاردني للتمويل والاستثمار	X	X	X	X	X	0	X	0	0	0
٤	البنك العربي	X	X	X	X	0	0	0	X	X	0
٥	بنك القاهرة عمان	X	X	0	0	0	0	X	X	X	X
٦	بنك الاستثمار العربي الاردني	0	0	0	X	0	X	0	0	X	X
٧	البنك التجاري الاردني	X	0	0	0	0	X	0	X	0	X
٨	بنك الاردن	X	X	X	X	0	0	X	0	0	X

العلامة x تعني السهم ذو السلوك المدافع
العلامة 0 تعني السهم ذو السلوك الهجومي

ظهر ان سلوك سهم بنك الاسكان خلال الفصلين الثالث والرابع من عام ٢٠٠٤ ذو صفة دفاعية، والمعبّر عنها بالعلاقة (x)، هي الغالبة على سلوك السهم في الفصل الثالث تغيرت الى الصفة الهجومية، والمعبّر عنها بالعلاقة (٠) خلال الربع الاخير من السنة، وبالمقارنة مع متوسط بيتا السهم لنفس المدة، يلاحظ ان الصفة الدفاعية هي الغالبة على سلوك السهم، وبالعودة الى سلوك السهم خلال النصف الثاني من عام ٢٠٠٤، يظهر ان هناك استقرار في سلوك السهم اذ يحمل الصفة الدفاعية. اما في عام ٢٠٠٥ فظهر سلوك السهم خلال الربع الاول يحمل الصفة الهجومية، ثم تحول الى الصفة الدفاعية في الربع الثاني والثالث، ليعود مرة اخرى الى الصفة الهجومية خلال الربع الرابع من نفس العام. هذه النتيجة تؤكد الى ان سلوك السهم يتغير من صفة الى اخرى خلال المدة قصيرة الامد. ان متوسط بيتا السهم خلال نفس العام كانت تحمل الصفة الهجومية، وعند المقارنة مع سلوكه خلال عام ٢٠٠٥ يظهر استقرار سلوك السهم على الصفة الهجومية. اما في عام ٢٠٠٦ فظهر سلوك السهم خلال الفصول الاربعة بالصفة الهجومية، وعند مقارنة متوسط بيتا السهم الفصلية مع بيتا السهم السنوية، نلاحظ استقرار سلوك السهم على الصفة الغالبة الهجومية، على الرغم من تغير سلوك السهم خلال الفصول العشرة. هذا يؤكد امكانية استمرار احتفاظ السهم بسلوك معين قد يتغير لاحقا، وليس في هذا تناقض مع عدم استقرار بيتا السهم في الامد القصير.

أما البنك الأردني الكويتي، فكان هناك استقرار في سلوك السهم ذو الصفة الدفاعية خلال الفصلين الثالث والرابع من عام ٢٠٠٤، وعند مقارنة متوسط بيتا السهم للفصلين مع متوسط بيتا السهم خلال النصف الثاني من نفس العام يظهر استقرار الصفة الدفاعية خلال المدة الربع سنوية والسنوية. هذا يؤكد امكانية استقرار سلوك السهم خلال مدة زمنية معينة، وبالعودة الى عام ٢٠٠٥ نلاحظ ان سلوك السهم ظهر مدافعا في الربع الاول، ومهاجما في الربع الثاني ليعود مدافعا في الربع الثالث، ثم مهاجما في الربع الاخير. هذا يؤكد امكانية التغير في سلوك السهم في الامد القصير، اما متوسط بيتا السهم خلال الفصول الاربعة اظهرت السلوك الهجومي، وعند مقارنة متوسط بيتا السهم السنوية لنفس العام، يظهر استقرار الصفة الهجومية في سلوك السهم خلال الفاصلتين. اما في عام ٢٠٠٦ ظهر السلوك المتغير خلال الفصول الاربعة، وعند المقارنة مع متوسط بيتا السهم الفصلية مع متوسط بيتا السهم السنوية، نلاحظ استقرار الصفة الهجومية في سلوك السهم. هذا يؤكد امكانية استقرار سلوك السهم خلال مدة معينة، كما ظهر عدم استقرار بيتا السهم في الامد القصير، وهذا ما توصلت اليه معظم الدراسات الاجنبية.

ظهر سلوك سهم البنك الاسلامي الاردني للتمويل والاستثمار، استقرار الصفة الدفاعية خلال الربع الثالث والرابع من عام ٢٠٠٤، وبمقارنة متوسط بيتا خلال الفصلين مع متوسط بيتا السهم السنوية، يلاحظ استقرار السلوك خلال نفس المدة. اما في عام ٢٠٠٥ تغير سلوك ما بين الدفاعي والهجومي، ولكن ظهر متوسط بيتا السهم الصفة الهجومية في سلوكه، وعند المقارنة مع متوسط بيتا السهم السنوية يلاحظ استقرار الصفة الهجومية. اما في عام ٢٠٠٦ يلاحظ استقرار السلوك الهجومي خلال الفصول الاربعة، وظهر متوسط بيتا السهم ذات الصفة الهجومية، عند المقارنة مع متوسط بيتا السهم السنوية يظهر استقرار الصفة الهجومية في سلوك السهم.

أما سلوك سهم البنك العربي وبنك القاهرة عمان خلال الفصلين الثالث والرابع من عام ٢٠٠٤، فكان يحمل الصفة الدفاعية، وبالمقارنة مع متوسط بيتا السهم مع متوسط بيتا السهم السنوية تظهر الصفة الدفاعية، ولكن خلال عام ٢٠٠٥ ظهر تذبذب في سلوك السهم خلال الفصول الاربعة. اذ ان متوسط بيتا السهم اظهرت السلوك الهجومي، وبالمقارنة مع متوسط بيتا السهم السنوية يظهر استقرار سلوك السهم، وينسحب نفس الكلام على سلوك السهمين خلال فصول عام ٢٠٠٦ وب نفس النتيجة.

بين متوسط بيتا سهمي بنك الاستثمار العربي والبنك التجاري الاردني، السلوك الهجومي لها على الرغم من تغير سلوكهما خلال الربع الثالث والرابع من عام ٢٠٠٤، وعند المقارنة مع متوسط بيتا السهم السنوية يلاحظ استقرار السلوك لكلا السهمين.

أما في عام ٢٠٠٥ ظهر أن متوسط بيتا السهمين يشير إلى السلوك الهجومي، وعند المقارنة مع متوسط بيتا السهمين السنوي يظهر استقرار سلوك السهمين على الرغم من تباين سلوكهما خلال الفصول الأربعة، وظهرت نفس النتيجة خلال عام ٢٠٠٦ أن الصفة الدفاعية هي الغالبة في سلوك السهم الفصلي والسنوي.

أخيراً ظهر سلوك سهم بنك الأردن استقرار الصفة الدفاعية خلال الفصلين الثالث والرابع من عام ٢٠٠٤، وبمقارنة متوسط بيتا السهم مع متوسط بيتا السهم السنوي يتبين استقرار السلوك الدفاعي. أما في عام ٢٠٠٥ تغير سلوك السهم خلال الأربعة فصول، وكذلك الحال خلال عام ٢٠٠٦ وبملاحظة متوسط بيتا السهم لعامي ٢٠٠٥، ٢٠٠٦، ومقارنتهما مع متوسط بيتا السهم السنوي لنفس المدة يلاحظ استقرار السلوك الدفاعي خلال الفصلتين.

يلاحظ من التحليل السابق إمكانية استقرار سلوك السهم خلال الفاصلة السنوية، وهذا يؤكد مرة أخرى صحة الفرضية الفرعية الأولى. يستنتج أيضاً من خلال تحليل الفاصلة الزمنية الفصلية، التي تعبر عن سلوك السهم في الأمد القصير، تغير سلوكه من صفة إلى أخرى. أن ذلك يثبت صحة الفرضية الفرعية الثانية على أن سلوك الأسهم العادية يتغير خلال الفاصلة الزمنية الفصلية. بناء على ما تقدم يتضح أن سلوك الأسهم العادية تتصف بالتغير أحياناً والاستقرار أحياناً أخرى خلال الفواصل الزمنية وهذا يثبت صحة الفرضية الأساسية التي تدعمها نتائج الدراسات التجريبية المطبقة في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

رابعاً: الاستنتاجات والتوصيات

٤-١ الاستنتاجات

- يتسم سلوك الأسهم العادية في الفاصلة الزمنية السنوية، بحالة الاستقرار خلال مدة زمنية.
- كشف تحليل الفاصلة الزمنية الفصلية تغير سلوك السهم العادي، وهذه نتيجة تنسجم مع ما توصلت إليه بعض الدراسات الأجنبية.
- يتحرك أداء السهم ذو السلوك المدافع (البيتا السالبة) بشكل معاكس لأداء محفظة السوق
- الاستقرار في سلوك السهم، يمكن من فهم فاعلية أداء السهم اتجاه التغيرات في أداء محفظة السوق.
- صفة التغير في سلوك السهم العادي، تعد مساحة مناسبة لتعظيم المكاسب الرأسمالية في الأمد القصير، من خلال توقيت عمليات بيع وشراء الأسهم.
- سلوك الأسهم العادية للقطاع المصرفي في بورصة عمان، عرضه إلى التغير أو الاستقرار خلال الفواصل الزمنية الفصلية والسنوية.

٢-٤ التوصيات

- العمل على توظيف صفة التغير أو الاستقرار في سلوك الاسهم العادية، لبناء محافظ استثمارية تتسجم مع توجهات المستثمر نحو قبول المخاطرة والعائد المتوقع.
- أهمية بناء وإدارة المحافظ الاستثمارية على أساس تحليل سلوك الاسهم العادية، في المؤسسات المالية، مثل شركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي.
- ضرورة فهم سلوك الاسهم العادية يمكن مدير المحافظ الاستثمارية من مراجعة مكونات المحفظة، وتحديد الاسهم التي يمكن بيعها والتي يمكن شراؤها.
- إجراء دراسات في الاسواق المالية العربية، لفهم سلوك الاسهم العادية خلال الفواصل الزمنية، ومقارنتها مع بعض ومع الاسواق المالية العالمية.

المراجع

١. المصادر العربية :

- ١ - هندي، ١٩٩٥، منير ابراهيم، الاوراق المالية واسواق راس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية ١٩٩٥.
 - ٢ - الميداني ١٩٩٩، د. محمد ايمن عزت/ الادارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، ١٩٩٩.
 - ٣ - حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية، ١٩٨٧، الادارة المالية الجزء الثاني، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية.
٢. المصادر الاجنبية:

- 1- Aragon, George A., 1989 "financial Management", Boston Allyn and Bacon co.
- 2- Brigham, Eugene f. & Michael c. Ehrhardt, 2002 "financial Management" : Theory & Practice, 10th ed., Australia, Thomson, learning
- 3- Brigham, fugene F., and Gapenski, Louis c., 1988 " financial management, Theory and practice", 5th . ed., N.J. : The Dryden Press co.
- 4- Copeland, Thomas E., and Weston , fred J., 1979 "financial theory and corporate policy", N.Y. Addison – Wesly Publishing co.
- 5- Curley, Anthony J. and Bear, Robert M., 1979 "Investment , Analysis and Management. " New York :Harper and Row, Publishers.
- 6- Elton, Edwin & Grouber, Martin J. 1981 "Modern Portfolio Theory & investment Analysis. N.Y. :John Wiley and sons, inc.
- 7- Fischer, Donald E. and Jordan, Ronald J. , 1996 "security Analysis and Portfolio Management" . 6th . ed., New Delhi : Prentice-Hall of India Private limited.
- 8- "Intertemporal Cross- Hawawini , Gabriel A., 1980 Dependence in Securities Daily Returns and shor-Run Intervaling Effect on systematic Risk" , Journal of financial and Quantitative Analysis, Vol. XV. No.1.
- 9- , "Aspects of Investor Kahneman D. Riepe M.,W., 1998 psychology" Princeton University.

- 10- Reilly, frank K. 1979 "Investment Analysis and portfolio Management" Orlando the Drydon press co.
- 11- Ross, Stephen A., wester Fieled , Randolph W., Jaff, Jeffrey F. 2002 "Corporate finance", 6th ed. New York, NY, Mc Graw-Hill co., Inc.
- 12- Sharpe, William F., 1978 "Investments" N.J. :prentice – Hall, inc
- 13- Shiller R.,J., 1999, Human Behavior and the Efficiency of the financial system. New york, John Wiley & Sons.
- 14- Stevenson, Richard A., 1980 "fundamentals of finance" New York: Mc Graw-Hill, inc.
- 15- Weston, Fred J., Copeland, Thomas E., 1986 "Managerial finance", 8th . ed., Chicago : The Dryden Press co.