

العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية وعوائدها-دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي للفترة من (٢٠٠٣-٢٠١٥)

د.م. إسلام محمد محمود

د.م. محمد جمعة رحيم

Islam.beket@auc-edg.org

Mahamed.jumaa@auc-edg.org

كلية المعارف الجامعة / قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية المعارف الجامعة / قسم العلوم المالية والمصرفية

المستخلص: تناولت الدراسة العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية والعوائد في سوق عمان الدولي للفترة (٢٠٠٣-٢٠١٥)، حيث ان هناك مجموعة من العوامل والمتغيرات تؤثر في أسعار الأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان المالي وتؤثر هذه العوامل في آراء المستثمرين واتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في هذا السوق، ويعتبر تقييم الأسهم العادية أعقد وأصعب كثيراً من تقييم السندات أو الأسهم الممتازة، وذلك للغموض وعدم الاستقرار الذي يتميز بهما هذا النوع من الاستثمار، فهناك المشكلة التي تواجه المستثمر في تحديد سعر مناسب ومعقول لهذه الأسهم، وبينت الدراسة وجود تأثير دال احصائياً لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٥)، إضافة الى وجود نمو جيد في سعر سهم بنك الإسكان حيث ارتفع عام ٢٠٠٦ بقيمة (١,٩١) دينار وبنسبة نمو (٧٩%) تلاه نمو آخر عام ٢٠١٠ بقيمة (٣,٦٧) دينار وبنسبة نمو (٨٥%).

The relationship between market prices and returns

Applied Study on the Amman Financial Market for the period (2003-2015)

Abstract: The study examined the relationship between the prices of market shares and returns in the international market for the period 2003-2015. a number of factors and variables affect the prices of shares traded in the amman stock exchange. these factors affect the views of investors and investors' attitudes towards investing in this market. the valuation of ordinary shares is much more complex and difficult than evaluating bonds or preferred shares because of the uncertainty and instability of this type of investment. there is the problem facing the investor in determining a reasonable and reasonable price for these shares. the study showed a statistically significant effect of the share closed per share on the housing bank during the period 2003-2015, in addition to a good growth in the



share price of the housing bank, which rose by jd (1.91) in 2006 with a growth rate of (79%) followed by another growth in 2010 (jd 3.67) with a growth rate of (85%).

المقدمة:

يعد موضوع العوائد المالية من المواضيع المهمة عند الاستثمار في الأسواق المالية إذ لا يمكن تحقيق معدلات عائد عالية في الأسواق المالية الكفوة عن عائد السوق، وذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة مهما كانت الاستراتيجية المتبعة في اختيار أسهم المحفظة الاستثمارية، وبالرغم من أن هناك دراسات عديدة أجريت كانت تؤيد كفاءة تسعير الأسهم في الأسواق المالية في مستوياتها الثلاثة، إلا أن دراسات أخرى تشير إلى أنه يمكن تحقيق عائد أعلى من عائد السوق كما أن العلاقة تكون ذات دلالة إحصائية إذا ما تم إتباع استراتيجية اختيار معينة لأسهم المحفظة الاستثمارية، حيث تشير هذه الدراسات إلى وجود انتظام في عوائد الأسهم حيث أن بعض أنواع الأسهم تكون عوائدها أعلى من عوائد السوق، أو عوائد الأسهم في أوقات معينة من السنة أو الشهر أو الأسبوع تكون أعلى من الأوقات الأخرى، ومن الأمثلة على ذلك: أثر الأسهم المنخفضة، وأثر الأسهم التي نسبة أسعارها إلى عوائدها منخفضة، وأثر شهر كانون الثاني الذي يكون فيه عوائد الأسهم أعلى من عوائدها في بقية أشهر السنة.

وان هناك مجموعة من العوامل والمتغيرات التي تؤثر في أسعار الأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان المالي كأحد الأسواق المالية العربية وتؤثر هذه العوامل على أداء المستثمرين واتجاهات المستثمرين نحو الاستثمار في هذا السوق، وتقييم الأسهم العادية يعتبر أعقد وأصعب كثيراً من تقييم السندات أو الأسهم الممتازة، وذلك للغموض وعدم الاستقرار الذي يتميز بهما هذا النوع من الاستثمار، فهناك المشكلة التي تواجه المستثمر في تحديد سعر مناسب ومعقول لهذه الأسهم، وتعد هذه المسألة من المسائل المعقدة، لذلك فعلى المستثمر أن يقوم بإعداد توقعاته عن ما سوف تحققه الشركة من عوائد في المستقبل، وما سوف تقوم بتوزيعه من أرباح على المساهمين، وكذلك فإن المستثمر أو المحلل المالي يجب أن يحدد بنوع من الدقة مقدرة الشركة في الاستمرار بتحقيق الأرباح في المستقبل (جابر، ١٩٨٩، ٨٩).

وتعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق، ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية، وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، وكذلك يتم تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل ثم أوراق مالية طويلة

الأجل، وهناك تصنيف ثالث بديل للأوراق المالية، وذلك على أساس سوق المال الذي تتداول فيه تلك الأوراق، مثل أسواق النقد وأسواق رأس المال التي بدورها تنقسم إلى أسواق حاضرة وأسواق العقود المستقبلية (هندي، ١٩٩٧، ٧٨)، من هنا تسعى الدراسة للتعرف على تأثير سعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).

مشكلة الدراسة: تُعد أسعار الأسهم من أهم المؤشرات السوقية التي يحتاج المستثمر التعرف إليها عند اتخاذ قرار الاستثمار في شركة ما، حيث يعطي هذا المعدل فكرة جيدة عن معدل النمو في سعر السهم معدلاً بالتوزيعات التي تم توزيعها على السهم الواحد سواء كانت توزيعات نقدية أو توزيعات أسهم مجانية، حيث يمثل سعر السهم في السوق القيمة الحقيقية للاستثمارات أو لثروة الملاك القابلة للتحقق والذي يسعى كل مالك لتعظيمها من خلال زيادة سعر السهم السوقي، ولذلك يسعى البحث الى معرفة العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية وعوائدها.

أهمية الدراسة: تتبع أهمية الدراسة من الأمور التالية:

١. دراستها لأحد القطاعات الاقتصادية المهمة ويعد سعر اغلاق السهم مؤشر رئيسي على نجاح البنك.
٢. إجراء الدراسات الخاصة بتحديد الانتظام الحقيقي في عوائد الأسهم التي يتم تداولها في سوق عمان المالية.
٣. إن استخدام الأسس العلمية وفق المبادئ السليمة لإجراء تحليل لدراسة العلاقة بين سعر الاغلاق وسعر السهم.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

١. التعريف بالأسهم واسعارها وتقديم لمحة عن سوق عمان المالي.
٢. دراسة العلاقة بين سعر إغلاق السهم وعائد السهم لبنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).
٣. تقدم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات حول موضوع الدراسة.

فرضيات الدراسة: تفترض الدراسة فرضيتين:

١. **H₀**: لا يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0,05$) لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).
٢. **H₁**: يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0,05$) لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).

مجتمع الدراسة: سوق عمان المالي.

عينة الدراسة: بنك الإسكان الأردني.

منهجية الدراسة: تستخدم الدراسة المنهج الوصفي التحليلي في معالجة موضوع الدراسة حيث سيتم استخدام المنهج الوصفي في تغطية الجانب النظري بينما سيتم استخدام المنهج التحليلي في تغطية الجانب العملي من الدراسة وذلك باستخدام برنامج التحليل الاحصائي (SPSS).

وسائل جمع البيانات: تعتمد الدراسة على الكتب والمراجع والدوريات التي تناولت موضوع الدراسة، إضافة الى التقارير السنوية لبنك الاسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).

منهجية الدراسة: تناولت الدراسة المحاور الأتية:

المحور الأول: الدراسات السابقة.

المحور الثاني: نبذة عن سوق عمان المالي.

المحور الثالث: الاستثمار في الأسهم.

المحور الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

المحور الخامس: الجانب العملي للدراسة.

المحور السادس: الاستنتاجات والتوصيات.

المحور الأول: الدراسات السابقة

أولاً: الدراسات العربية.

١. دراسة (أبو الهيجاء، ٢٠٠٤)، بعنوان (سياسات توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم)، وهدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم السياسات التمويلية التي تعتمد عليها الشركات في توفير السيولة اللازمة لعمليات التوسع والنمو، وتبرز أهمية هذه الدراسة من أن الأرباح المحتجزة هي من أهم السياسات التمويلية في الشركات بحيث أنها يجب أن تستغل بشكل أفضل، فقد قام الباحث بدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي ثم أخذ شركة من قطاع المصارف، وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين القيمة السوقية للسهم والقيمة الدفترية للسهم.

٢. دراسة (الأغا، ٢٠٠٥)، بعنوان (أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار)، وسعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة التمويل على العائد على الاستثمار، حيث شملت عينة مكونة من (١٥) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق فلسطين المالي، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما توصلت لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

٣. دراسة (النويران، ٢٠٠٧)، بعنوان (أثر استخدام الرفع المالي في الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة على العائد على حقوق الملكية والمخاطر النظامية)، وتناولت هذه الدراسة موضوع دور الرفع المالي في تحسين العائد على حقوق الملكية وتقليل المخاطر النظامية، حيث شملت عينة الدراسة (٣٧) شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والمخاطر النظامية، إضافة الى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية والعائد على حقوق المساهمين في الشركات المساهمة العامة التي تناولتها الدراسة.

٤. دراسة (يوسف، ٢٠٠٨)، بعنوان (العوامل المؤثرة على ربحية السهم في سوق عمان المالي)، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على ربحية السهم، وكانت هذه العوامل هي العوامل الداخلية متمثلة في عدد عاملي الشركة، ورأس مال الشركة؛ والعوامل الخارجية متمثلة

في التضخم، وسعر الفائدة، وعجز أو فائض ميزان المدفوعات، والعجز في الموازنة، والنتائج المحلي الإجمالي، وتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة ما بين عامي (٢٠٠٣-٢٠٠٩) حيث شملت عينة الدراسة (٦٠) شركة من مختلف القطاعات وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم رأس المال وربحية السهم.

٥. دراسة (المحادين، ٢٠١٠)، بعنوان (أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان)، وهدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر المزيج التمويلي لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان في القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، حيث شملت هذه الدراسة على (٢٥) شركة خلال الفترة الواقعة بين عامي (٢٠٠٧-٢٠١٢)، وتوصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها، وجود أثر ذي دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد.

ثانياً: الدراسات الأجنبية.

١. دراسة (Kirby D. Payne, 1997)، حيث اهتمت بدراسة تكلفة رأس المال وأثارها المختلفة، وقد تناولت هذه الدراسة أثر تكلفة رأس المال على الصناعة الفندقية وقد أوضحت بان تكلفة التمويل الخارجي والتمثلة في الفوائد على القروض تتأثر بعدد كبير من العوامل مثل مدة القرض والتغير في سعر الفائدة والتقلبات التي تحدث على القيمة النقدية والضمان المقدم مقابل القرض وبالتالي يمكن وصف هذه المسائل بالمخاطر التي تصاحب التمويل الخارجي والتي يمكن تفاديها من خلال زيادة التدفقات النقدية المستقبلية.

٢. دراسة (Yale Braunstein, 2000)، والتي تناولت دراسة تكلفة رأس المال في قطاع المرافق والاتصالات بولاية كاليفورنيا، والتي درست العلاقة بين تكلفة رأس المال في المستثمر في الاتصالات المحلية الريفية والعائد المتوقع، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العائد على حقوق الملكية ازداد خلال فترة الدراسة من (١١,٨%) إلى (١٣,٤%) وان العائد على الاستثمار ازداد خلال فترة الدراسة من (٦,٨٤%) إلى (٩,١١%)، وعليه اقترحت هذه الدراسة إن العائد المطلوب على رأس المال المستثمر يجب أن يكون من (١٠) إلى (١٢,٢٥%) فيما يتعلق بمثل هذه الاستثمارات.

٣. دراسة (Shannon P Pratt, 2002)، وتناولت هذه الدراسة تكلفة رأس المال الدفترية، حيث أشارت هذه الدراسة إلى أن تكلفة رأس المال الدفترية تساعد المسؤولين الماليين في اغلب الشركات على التقدير الصحيح لمعدلات العائد المطلوبة ومعالجة العديد من القضايا المرتبطة بتكلفة رأس المال وكذلك تساعد على تقييم أعمال العاملين في جميع المستويات الإدارية وتمكينهم من اكتساب فهم أفضل لمفاهيم وإجراءات تكلفة رأس المال.
٤. دراسة (David Cummins and Richard D.phillips, 2003)، والتي تناولت عملية تقدير تكلفة رأس المال فيما يتعلق بمسؤولية المؤمنين على الملكية، وقد اهتمت هذه الدراسة بكيفية تقدير تكلفة رأس المال باستخدام كل من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونموذج آخر يسمى بنموذج فاما الفرنسي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تكلفة رأس المال المحتسبة عن طريق استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سوف تكون أقل من تلك المحسوبة باستخدام نموذج فاما الفرنسي.

المحور الثاني: نبذة عن سوق عمان المالي

تم تأسيس سوق عمان المالي في عام ١٩٧٦ كمؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية واستقلالها المالي والإداري، واستطاع سوق عمان المالي أن ينمو بخطوات ثابتة وسريعة منذ أن بأشر اعماله في عام ١٩٧٨، وذلك لمواجهة الطلب المتزايد على الأوراق المالية في الأردن، ويخضع سوق عمان المالي حالياً لتغيرات نوعية في العديد من المجالات التنظيمية والتقنية ليواكب ما وصل اليه من مكانة مرموقة بين الأسواق المالية الناشئة، ويعد انشاء سوق عمان المالي من الخطوات البارزة في مسار تطور القطاع المالي في الأردن، وذلك بهدف تحقيق استغلال أفضل للموارد المالية المتاحة من خلال تطوير سوق عميقة لرأس المال (مطر، ٢٠٠٩، ٧٦).

أولاً: أهداف سوق عمان الدولي، يمكن تلخيص أهداف سوق عمان المالي في محورين رئيسيين، يتمثل المحور الاول في تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي، أما المحور الثاني فهو تنظيم ومراقبة اصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته بما يضمن مصلحة البلاد المالية، كما يساهم في مستويات الدخل لشرائح المجتمع المختلفة، وبالتالي تحسين مستوى المعيشة بشكل عام وذلك من خلال تسهيل حشد رؤوس الأموال للوحدات الإنتاجية الكبيرة وتوزيع منافع الاستثمار على قاعدة كبيرة من المساهمين.

ثانياً: أقسام سوق عمان المالي، حيث يقسم سوق عمان الى (مطر، ٢٠٠٩، ١٩٦-١٩٨):

١. السوق الأولية، وهي السوق المتخصصة بالإصدارات الأولية الجديدة وتشمل هذه الإصدارات كل من اصدار الأسهم والسندات للشركات القائمة أو حديثة التأسيس اضافة الى الجهات الحكومية والمؤسسات العامة.

٢. السوق الثانوية، تنقسم السوق الثانوية الى أربعة أسواق فرعية وهي:

- السوق الموازية، يتيح السوق الموازية أمام الشركات حديثة التأسيس التداول في أسهمها بشكل منظم وعادل الى تحقيق هذه الشركات شروط الادراج في السوق النظامية، ويمكن اعتبار السوق الموازية على انه سوق تحضيرية وتمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للاندماج في اللوائح النظامية.
- السوق النظامية، هي السوق التي يتم التداول فيها بأسهم الشركات المدرجة على القوائم النظامية.

- سوق السندات، السندات المتداولة في سوق عمان المالي تشمل سندات التنمية واسناد القروض.
- تحويلات خارج القاعة، تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الاولى حتى الثالثة والتحويلات الإرثية وتحويلات الملكية اضافة الى تحويلات الشركات المدرجة.

ثالثاً: الأوراق المالية المتداولة في السوق، تُعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق، ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق فيمكن تصنيفها من حيث ماهيتها الى أوراق مالية تمثل ملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، كذلك يتم تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ الاستحقاق الى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل ثم أوراق مالية طويلة الأجل، وهناك تصنيف ثالث بديل للأوراق المالية وذلك على أساس سوق المال الذي تتداول فيه تلك الأوراق مثل أسواق النقد وأسواق رأس المال التي بدورها تنقسم الى أسواق حاضرة وأسواق العقود المستقبلية (مطر، ٢٠٠٩، ٢٠٥).

المحور الثالث: الاستثمار في الأسهم

يحاول هذا المحور الإجابة على تساؤلات عديدة، مثلاً لماذا الاستثمار بالأسهم فهل الأسهم مربحة؟ وما مقدار عوائدها؟ وهل تتمكن الأسهم من الحماية ضد التضخم أو انخفاض القوى الشرائية للنقود؟

أولاً: الأرباح من الأسهم، حيث تتحقق الأرباح على السهم بوسيلتين هي الأرباح الجارية التي توزعها الشركات على حملة الأسهم والأرباح الرأسمالية التي تتجم عن ارتفاع أسعارها في السوق، والتوزيعات الجارية التي يعبر عنها كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم أو ك مبلغ محدد يخصص لكل سهم، ومن الطبيعي أن يكون الاستثمار بالأسهم مربحاً، وإلا لم تظهر ولم تتطور الأسواق المالية في العالم بالأساس، فبورصة نيويورك مثلاً حقق المستثمرون عوائد سنوية تفوق الـ(٢٠%) سنوياً على استثماراتهم خلال فترة سبع سنوات من ١٩٨٢ لغاية الانهيار الكبير في أكتوبر ١٩٨٧، ولكنه يجب ألا يفهم أن الأسواق المالية جميعها تحقق نفس الأرباح، لأنه خلال الفترة التي كانت فيها بورصة نيويورك وجميع بورصات الدول الصناعية تحقق القفزات المتوالية في الأسعار، فإن الأسواق المالية في الدول العربية كانت تمر بأسوأ محنة لها، حيث تكبد المستثمرين العرب الخسائر في محافظهم الاستثمارية، لذلك فإن الاستثمار في الأسهم هو ليس بالأمر السهل واليسير، بل أنه يتطلب جهوداً كبيرة من الدراسة والتحليل والمتابعة (جابر، ١٩٨٩، ٥٥)، (صيام، ١٩٩٧).

ثانياً: أسس الاستثمار بالأسهم، إذ يتأسس القرار الاستثماري على عدة اعتبارات لكل منها ابعاده الخاصة، وهذه الأسس هي متضاربة في بعض الأحيان ويبقى على المستثمر أن يوفق بين جميع هذه العوامل التي يبني عليها القرار الاستثماري، وهذه الأسس هي (جابر، ١٩٨٩، ٦٠):

١. العائد، حيث يتضمن العائد من الاستثمار بالأسهم أو المكافأة على الاستثمار بالأسهم تتضمن الأرباح الجارية والمكاسب الرأسمالية (أو الخسارة)، وهذا العائد هو مقابل ما يطلق عليه بالتنفصيل الزمني، فالأفراد يفضلون الحاضر على المستقبل فالحاضر أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر احتمالي والعائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه بالعادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية المدة.

٢. المخاطر، يحاول المستثمر بذل جميع الجهود للتقليل من احتمالات التعرض للمخاطر إلا أن هناك على ما يبدو تعارضاً بين زيادة المكافأة والتقليل من المخاطر فزيادة العوائد تحمل معها زيادة المخاطر، لذلك وجب على المستثمر أن يحاول إبقاء مقدار المخاطر مناسباً مع العوائد المحتملة،

ومع هذا فإن جرى المستثمر وراء استثمارات تنطوي على مخاطر جسيمة ليس من شأنه أن يولد له أرباحاً وعوائد عالية فالأسهم التي تحمل عوائد مماثلة ليست جميعها تحمل نفس معدلات الخطورة. ٣. عامل الوقت، وهو من الأمور الهامة في الاستثمار، فعندما يقوم الفرد بشراء الأسهم فإنه بالعادة يحدد الزمن الذي يحتفظ فيه بهذه الأسهم وفقاً لأهداف الاستثمار، سواء كان ذلك قصير الأجل، أو متوسط الأجل أو طويل الأجل، ويقوم المستثمر بانتقاء فترة زمنية مناسبة أو تتناسب مع العائد ومع المخاطر وهذا يتوقف على طبيعة السهم.

ثالثاً: المهام الاقتصادية لأسواق الأسهم، لأسواق الأسهم وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من المستثمرين لكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين الأفراد والمؤسسات المختلفة التي تقوم بالادخار وبين المشروعات المنتجة في الاقتصاد، وهي على الشكل التالي (جابر، ١٩٨٩، ٦١):

١. زيادة كمية المصادر المالية المتاحة، إن قيام أي فرد بالاكتتاب بأسهم شركة جديدة يعني أن هذا الفرد بتصرفه هذا قام بإضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق، ومتى ما قام الفرد بتقييد أمواله بالسوق المالية فإنه لا يتمكن من التراجع عن هذا التصرف إلا عن طريق إقناع مستثمر آخر بالحلول محله في هذا الاستثمار وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى الإضافة إلى هذا السوق.
٢. تقنين وتوجيه مدخرات الأفراد، حيث يفضل الأفراد بطبيعتهم الاستثمار بأسهم الشركات الناجحة والتي ينتظر أن تحقق أرباحاً ملائمة وبذلك فإن هذا النوع من الشركات يتمكن دائماً من الحصول على أموال إضافية للتوسع في نشاطه، وبأسعار أقل من الشركات العادية، ومن هنا فإن الآلية التي يعمل بها السعر في البورصة تساعد على توجيه الأموال نحو الشركات الناجحة، والتي تقدم فوائد متعددة للاقتصاد.
٣. عدالة تحديد أسعار الأسهم، حيث يحدد سعر السهم في السوق بطريقة المزاد العلني، فهو لا يحدد عن طريق الوسطاء أو تجار الأسهم أو المفاوضات على أرضية البورصة، فعملية المزاد هي التي تحدد السعر النهائي للسهم، بالتالي فهي تعكس صورة أقرب إلى الدقة رأي المجتمع الاستثماري بعدالة هذا السعر ضمن تلك الظروف السوقية والواقعية السائدة في الوقت الذي صاحب إتمام العملية.

المحور الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

يعبر مؤشر السوق عن القيمة الرقمية التي تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها، ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المال، أو لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة. حيث يستخدم لكل سوق مؤشراً وعدداً من المؤشرات لتقييمه، كما يمثل مؤشر السوق (Market index) قيمة رقمية مطلقة (Absolute) بصورة متوسطة (Average) أو أرقام قياسية (Indices) تصلح لعمليات المقارنة (Comparing)، والملاحظة (Watching) والتتبع (Following) والقياس (Measuring)، للتغيرات الزمنية أو السلاسل الزمنية (Time series) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين (مقطع مستعرض Cross Section) والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة (الحنوي وآخرون، ٢٠٠٣، ١٦).

لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصنّاع القرار على حد سواء فضلاً عن الباحثين، وتقوم عملية تكوين المؤشر على أساس العينة الممثلة للمجتمع، سواء كانت العينة مسحوبة من المنشآت المشاركة في السوق، أو من المنشآت المشاركة في القطاع، لذلك نجد أن مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا (الحنوي وآخرون، ٢٠٠٣، ١٧):

١. حالة سوق الأسهم بأجمعها، مثل مؤشر (داوجونز) متوسط الصناعة (DJIA)، ومؤشر (S & P500) ستاندر آندبور ومؤشر بورصة القاهرة والإسكندرية (Case50) ومؤشر سوق عمان وغيرها.
٢. حالة سوق الأسهم لصناعة (قطاع) معين، مثل مؤشر دوجونز لصناعة النقل (DJT) ومؤشر ستاندر آندبور لصناعة المنافع العامة (S&P Public Utilities).

٣. حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة، مثل مؤشر ناسداك (NASDAQ) الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا المتقدمة (مايكروسوفت، أنتل، ... الخ).
٤. حالة سوق الأسهم لإقليم معين، وهي مؤشرات مركبة لاقتصادات ترتبط بنموذج تكامل اقتصادي معين.

ومؤشرات حالة السوق تعتمد على العينة الممثلة للسوق بشكل كفاء، بحيث أنها قادرة على عكس حالة السوق بأجمعه، ولكن في المقابل على مستخدمي هذه المؤشرات الوعي بطبيعة التكوين من حيث العينة والترجيح بشكل رئيس، كما أن وجود مؤشرات للسوق يحقق مجموعة من المزايا يمكن إجمالها بما يلي: (الحناوي وآخرون، ٢٠٠٣، ١٧).

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، لذلك يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يمكن للمراجعين في السوق تحديد مشاكل السوق والتي تؤدي لانحراف الأسعار، وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقص- فسوق يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

أولاً: أساليب بناء مؤشرات السوق، يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات للسوق أو قطاعات معينة داخل السوق، ومن أهم هذه الأساليب (حنفي، ٢٠٠٣، ١١-١٣)، و(الحنوي وآخرون، ٢٠٠٣، ١٩):

١. المؤشرات المبنية على أساس القيمة (Value-Weighted Index).
٢. المؤشرات المبنية على أساس السعر (Price-Weighted Index).
٣. المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي (Relative-Price Index).
٤. المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية (Equally-Weighted Index).

وفيما يلي سوف نتعرض لأهم المؤشرات العالمية في هذا الشأن وطرق بناء المؤشرات وفقاً لكل نوع من الأنواع السابقة:

١. **المؤشرات المبنية على أساس القيمة**، يوجد مؤشرين من أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة، هما مؤشر (كولس)، ومؤشر (ستاندر آند بور)، وفيما يلي نلقي نظرة سريعة على كل منهما:

- **مؤشر كولس (Cowles Index)**، قدم "الفريد كولس" في عام ١٩٤٩ مؤشر (Cowles) والذي استخدم فيه بيانات من عام ١٨٧١ لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناءً على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعد الأسلوب الذي استخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد اتجاه السوق بشكل إجمالي (حنفي، ٢٠٠٣، ١٣).

- **مؤشر ستاندر آند بور (S & P Index)**، يعتبر مؤشر (كولس) أساس مؤشر (ستاندر آند بور) الأكثر شهرة واستخداماً الآن، والمعروف باسم (S & P 500) فقد بدأ تكوين هذا المؤشر في ٤ مارس ١٩٥٧، وفي ذلك الوقت فإن الأسهم التي يتكون منها المؤشر تعادل نسبة (٩٠%) من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، ويتكون مؤشر (ستاندر آند بور) من ٥٠٠ سهم تتضمن (٤٢٥) من الشركات الصناعية، ٢٥ من (Railroad Utility) و ٥٠ شركة من الخدمات العامة.

ومن الأمثلة الأخرى على المؤشرات التي يُستخدم فيها أساس القيمة:

- ✓ المؤشر المركب لبورصة نيويورك (American Stock Exchange Composite Index).
- ✓ مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية (ناسداك).
- ✓ مؤشر الفايننشال تايمز (FT-SE 100).
- ✓ مؤشر بورصة طوكيو (TSE) "Tokyo Stock Exchange".
- ✓ مؤشر (Wilshire 5000) وهو مؤشر مركب من مؤشرات (AMEX, NASDAQ, NESE).
- ٢. المؤشرات المبنية على أساس السعر، ومن أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر داو جونز (Dow - Jones)، يعتبر مؤشر داو جونز أحد أقدم المؤشرات، فقد قام تشارلز داو - والذي كان يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في أمريكا وهي صحيفة وول ستريت (Wall Street Journal) في ١٦ فبراير ١٨٨٥ بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر داو جونز لأول مرة وكان يتضمن ١٢ سهماً (١٠ أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية "Rail"، وسهمين من أسهم الشركات الصناعية) والتي كانت تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطاً في بورصة نيويورك، وبعد مرور ٤ سنوات تضمن مؤشر داو جونز ٢٠ سهماً (١٨ من أسهم السكك الحديدية، ٢ من أسهم الشركات الصناعية) ثم ظهر بعد ذلك مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Industrial Average) في ٢٦ مايو ١٨٩٦.
- ٣. المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية، تقوم فكرة هذا المؤشر على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلاً) على سعر السهم أمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر*

خطوات بناء المؤشر:

- نحسب السعر النسبي لكل سهم = سعر السهم في الفترة الأحدث / سعر السهم في الفترة الأقدم
- نحسب الوسط الهندسي للأسعار = $1 / (س١ \times س٢ \times س٣ \dots س٤)$ ن
- احسب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي للأسعار \times الأساس.

* أساس المؤشر هو قيمة المؤشر عند تكوينه، ويتم تحديدها عادة من قبل الخبراء القائمين على بناء المؤشر، وعادة ما تعادل هذه القيمة ١٠٠ أو مضاعفاتها.

٤. المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، حيث يقوم هذا المؤشر على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر. وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي يعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.

خطوات حساب المؤشر، وتتمثل بالخطوات الآتية: (الحنوي وآخرون، ٢٠٠٣، ٢٠-٢١):

- تحديد وزن نسبي يساوي واحد للسهم (أو الأسهم) صاحبة أقل سعر.
- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الآتية: الوزن النسبي = قيمة السهم صاحب أقل سعر / سعر السهم
- حساب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقية.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية أن الأوزان النسبية للأسهم التي يتكون منها المؤشر تظل كما هي ثابتة لا تتغير إلا في ظل الحالات الآتية:

- حالة قيام أحد المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها.
- زيادة أو تخفيض عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، نتيجة للعديد من العوامل منها على سبيل المثال:

✓ اندماج بعض الشركات عدم مقابلة أحد الأسهم للمعايير الموضوعية لبقاء السهم داخل المؤشر، كأن لا يشهد سهم معين تعاملاً عليه لفترة زمنية معينة...الخ.

ثانياً: المؤشرات السوقية والأرقام القياسية.

يفيد المؤشر في التعرف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، ويعتبر متوسط (داو جونز) للصناعة من أكثر المتوسطات شيوعاً من بين اثني عشر شائعة ومعروفة على مستوى العالم، ويعتبر (داو جونز) من الناحية الفنية متوسط وليس رقم قياسي (The DJIA is an average, not an index) وبذلك يعطي المتوسط السوقية لسعر السهم سواء كان مرجحاً أو غير مرجح لسعر السهم المعبر عن

مجموعة من الأسهم. بالمقابل نجد أن الرقم القياسي عبارة عن سلسلة مجردة من الأرقام القياسية، وتعد الأرقام القياسية مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى، وبذلك نجد الرقم القياسي السوقي للسهم عبارة عن أرقام مجردة تستخدم للمقارنة بين مختلف لأرقام القياسية سواء داخل نفس المجموعة أو أرقام قياسية أخرى، والرقم القياسي (Index) عبارة عن معدل أو نسبة مستخلصة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات والقيم (وتتكون المجموعة من (١٠٠، ١٠، أو ١) بهدف أن تُعد بمثابة سنة الأساس The base year، والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية (محمد، ٢٠١٦، ٣٤-٣٥).

ويوجد اختلاف في إعداد المؤشرات والمؤشر الجيد هو الذي يبتعد عن التحيز لذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل ونظراً لعدم تجانس وحدات أي مجتمع - لذلك فإذا لم يكن المؤشر يعبر عن مختلف وحدات هذا المجتمع فإنه لا قيمة له، لذلك يتطلب الأمر توافر عدد من الخصائص عند تصميم أي مؤشر أو دليل للأسهم أهمها حجم العينة (Sample Size) حيث يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع موضع الدراسة - وكلما كان حجم العينة كبيراً كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله (محمد، ٢٠١٦، ٣٦).

ثالثاً: استخدامات المؤشرات، هنالك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات حالة السوق للمهتمين والمتعاملين في البورصات ومن أهم هذه الاستخدامات (حيدر، ٢٠٠٢):

١. يساعد في تلخيص حركة النشاط الاقتصادي عبر صورة كمية يسهل استخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الاقتصادي ممكناً نسبياً من خلال تغيرات مؤشرات السوق.
٢. أن الأساس النظري لقيام السوق المالية هو مقارنة وتبادل الأصول المالية، لذلك فعندما يعكس مؤشر حالة السوق تغيرات محفظة أسهم السوق، وكأنه يقدم نموذجاً لمدراء المحافظ الاستثمارية، أو حاملي الأوراق الفرديين أو المؤسسات المالية الوسيطة لمبادلة أصولهم ببعض وفق نموذج العائد الذي يعكسه مؤشر السوق بعائد المستثمر (طبيعي أو معنوي) لمستوى مخاطر معينة، وهو ما ينجم عن التعرف على النجاح النسبي وال فشل النسبي في القرارات الاستثمارية.
٣. مع ضرورة الإشارة إلى أن التنوع (Diversification) يعد منهجاً استثمارياً لتقليل المخاطر، لذلك وببساطة يمكن استخدام المؤشر في مقارنة محفظتين أحدهما تمثل عائداً بمتوسط مخاطرة مقداره



($\beta=1$) وكما يعكس مؤشر السوق، وأخرى بعائد ومخاطر مقارنة بما يعكسها مؤشر محفظة المستثمر.

٤. التعرف على الاتجاهات السائدة في سوق رأس المال والتي تعكس في أحد جوانبها المهمة اتجاهات النشاط الاقتصادي.

ولاحظنا أن معرفة اتجاه السوق يمكن من اتخاذ القرار الاستثماري (شراء أو بيعاً) في الوقت المناسب، فمثلاً عندما تكون حركة مؤشر السوق متزايدة فإنه سوقاً تصاعدياً (Bull market)، بينما توضح الحركة التناقصية لمؤشر السوق بأنه سوقاً تنازلياً (Bear market) ووفق هذين الاتجاهين اللذان يعكسهما مؤشر السوق يُتخذ القرار.

المحور الخامس: الجانب العملي للدراسة

أولاً: بنك الإسكان للتجارة والتمويل ، تأسس بنك الإسكان للتجارة والتمويل عام ١٩٧٣ كشركة مساهمة عامة محدودة أردنية، وقد بدأ البنك عمله كبنك متخصص في مجال التمويل الإسكاني برأسمال قدره نصف مليون دينار، وبعد مرور ٢٤ عاماً على تأسيسه بدأت مرحلة عمل جديدة في مسيرة البنك عندما تحول إلى بنك تجاري شامل عام ١٩٩٧، وقد تمت زيادة رأسماله أكثر من مرة خلال الأعوام الماضية كان اخرها في عام ٢٠٠٩ حيث أصبح ٢٥٢ مليون دينار أردني (أي ما يعادل ٣٥٥ مليون دولار)، وقد حرصت الإدارات المتعاقبة للبنك على تعزيز قاعدة رأسماله من خلال تعزيز احتياطاته المختلفة إلى أن أصبح مجموع حقوق الملكية (١٠٥٧) مليون دينار (أي ما يعادل ١,٥ مليار دولار) كما هو الوضع في نهاية عام ٢٠١٣، ويعد بنك الإسكان مؤسسة مصرفية قوية لها سجل وتاريخ عريق ولديه إدارة كفؤة ومتميزة وذات رؤية واضحة واستراتيجيات عمل سليمة، وهذا ما أجمعت عليه مؤسسات التقييم العالمية خلال السنوات الماضية، حيث حصل البنك على تصنيفات ائتمانية متقدمة من عدة مؤسسات مثل (Moody's) و (Fitch) و (Standard & Poor's) و (Capital Intelligence) إضافة إلى حصول البنك عام ٢٠٠٧ على جائزة مجلة (Euro money) وجائزة "أفضل بنك أردني" من مجلة (The Banker) خلال الأعوام ٢٠٠٣ و ٢٠١١ و ٢٠١٣، وعلى الصعيد المحلي فقد حظي البنك بمجموعة من شهادات التقدير والجوائز المتميزة كان أبرزها : (التقارير السنوية لبنك الإسكان، سنوات مختلفة)، (نشرة سوق عمان المالي، ١٩٩٣).

- حصل البنك على وسام الكوكب الأردني من الدرجة الأولى في عيده الخامس عشر عام ١٩٨٩.
- فاز البنك بجائزة الملك عبد الله الثاني للتميز، وهي أرفع جائزة على المستوى الوطني عام ٢٠٠٠.
- فاز البنك بجائزة التميز للأداء النوعي على المستوى الوطني من سمو الأمير فيصل بن الحسين عام ٢٠٠٦.
- فاز البنك بجائزة التميز في مؤتمر الأردن الإلكتروني عام ٢٠٠٢.

أما على الصعيد الإقليمي والعالمي فقد تمكن البنك من نيل العديد من الجوائز والتقديرية المتميزة كان أبرزها:

- أول بنك في الأردن والمنطقة العربية يحصل على شهادة أعلى درجات التوافق الكلي المتكامل مع معايير التدقيق الداخلي الدولية وذلك من قبل جمعية المدققين الداخليين الأمريكية (IIA) عام ٢٠٠٩.

- حصل البنك على جائزة النجمة الدولية / الفئة البلاتينية والفئة الذهبية من مؤسسة المبادرات الإدارية (Business Initiative Directions, BID) وذلك تقديراً لدوره المتميز في إتباع معايير الجودة الشاملة، وتلبية احتياجات العملاء وتوقعاتهم، والإدارة الفعالة للموارد البشرية عام ٢٠٠٥.
- أول بنك في الأردن والعالم العربي ينال شهادة نظام الجودة الدولية (ISO 9001) عام ٢٠٠٢.
- نال البنك جائزة الجودة العربية عام ٢٠٠١.

واستطاع البنك خلال مسيرته الحافلة بالعبء أن يحتل مركزاً متقدماً في القطاع المصرفي الأردني، حيث يعتبر بنك الإسكان للتجارة والتمويل البنك الأول في الأردن بالمؤشرات التالية كما هو الوضع في نهاية عام ٢٠١٣ (التقارير السنوية لبنك الإسكان، ٢٠١٤):

- البنك الأول بمعيار عدد الفروع (١١٩ فرع بحصة سوقية ١٤,٥%).
- البنك الأول بمعيار عدد أجهزة الصراف الآلي (١٩٩ جهاز بحصة سوقية تجاوزت ١٥%).
- البنك الأول بمعيار عدد بطاقات الفيزا الائتمانية، وبحصة سوقية بلغت ١٦%.
- البنك الأول بمعيار أرصدة حسابات التوفير بالعملة المحلية (١,١ مليار دينار بحصة سوقية ٤١,٤%).
- يتعامل البنك مع شبكة واسعة من البنوك المراسلة والتي يزيد عددها عن ٤٠٠ مراسلاً موزعين على أكثر من ٧٠ دولة حول العالم.

مبادرات ريادية:

- البنك الأول الذي طبق نظام جوائز حسابات التوفير (عام ١٩٧٧).
- أول بنك في الأردن والعالم العربي يؤسس فرعاً للأطفال (عام ١٩٩٣).

ثانياً: سعر إغلاق سهم بنك الإسكان، نلاحظ في الجدول رقم (١) لاحقاً أن متوسط سعر سهم بنك الإسكان بلغ (٧,١٠) دينار حيث نلاحظ وجود نمو جيد لسعر السهم خلال السنوات الأولى من الدراسة بشكل كبير، فقد بلغ سعر السهم (١,٦٢) في نهاية عام ٢٠٠٣ وارتفع عام ٢٠٠٤ بقيمة (٠,٧٤) دينار وبنسبة نمو (٤٦%) وفي عام ٢٠٠٥ ارتفع سعر السهم بقيمة (٠,٠٦) دينار فقط وبنسبة (٣%)، أما خلال السنوات الثلاث اللاحقة نلاحظ وجود نمو جيد في سعر سهم بنك الإسكان حيث ارتفع عام ٢٠٠٦ بقيمة (١,٩١)

دينار وبنسبة نمو (٧٩%) تلاه نمو آخر عام ٢٠٠٧ بقيمة (٣,٦٧) دينار وبنسبة نمو (٨٥%)، أما في عام ٢٠٠٨ فقد ارتفع سعر سهم بنك الاسكان لأكثر من الضعف بقيمة (١١,٩٩) دينار وبنسبة نمو (١٥٠%) فقد بلغ سعر السهم (١٩,٩٩) دينار في نهاية عام ٢٠٠٨.

ومنذ عام ٢٠٠٩ وحتى نهاية الفترة كان هناك تذبذباً واضحاً في سعر سهم بنك الاسكان وقد كان عام ٢٠٠٩ الأكثر هبوطاً في سعر السهم حيث انخفض بمقدار (١٣,٤٤) دينار بنسبة (٦٧%) حيث بلغ سعر السهم (٦,٥٥) دينار بعد أن بلغ (١٩,٩٩) دينار في نهاية عام ٢٠٠٨ ، أما في نهاية عامي ٢٠١٠ و ٢٠١١ فقد عاد سعر السهم للنمو من جديد بنسب (١٠%) و(١٦%) ثم ما لبث أن عاد للهبوط مرة أخرى عام ٢٠١٢ بقيمة (١,١٨) دينار بنسبة (١٤%) ثم عاد للنمو بنسبة (١٣%) ليصل سعر السهم (٨,١٠) دينار في نهاية عام ٢٠١٣ ، وفي عام ٢٠١٤ انخفض قليلاً بنسبة (١%) فقط ثم عاد للنمو بنسبة (٣%) ليبلغ سعر سهم بنك الاسكان في نهاية فترة الدراسة (٨,٢٥) دينار.

ثالثاً: عائد السهم الواحد لبنك الاسكان.

كما نلاحظ في الجدول رقم (١) أن متوسط عائد سهم بنك الاسكان بلغ (٠,٣٣) دينار حيث نلاحظ وجود نمو جيد لعائد السهم خاصة في عام ٢٠٠٨، فقد بلغ عائد السهم (٠,١٢) في عام ٢٠٠٣ وارتفع عام ٢٠٠٤ بنسبة (٨٣%) ليصل إلى (٠,٢٢) دينار وفي عام ٢٠٠٥ بقي عائد السهم كما هو بقيمة (٠,٢٢) دينار، وفي عام ٢٠٠٦ ارتفع عائد السهم بنسبة (٣%) تلاه نمو آخر عام ٢٠٠٧ بنسبة (٣٦%) حيث بلغ (٠,٣١) دينار، أما في عام ٢٠٠٨ فقد ارتفع عائد سهم بنك الاسكان لأكثر من الضعف بنسبة نمو (١٣٤%) حيث بلغ عائد السهم (٠,٧٢) دينار وهذا يعتبر أعلى عائد لسهم بنك الاسكان خلال فترة الدراسة كاملة.

وفي عام ٢٠٠٩ انخفض عائد السهم بشكل واضح بنسبة (٤٩%) حيث بلغ (٠,٣٧) دينار، ومنذ عام ٢٠٠٩ نلاحظ وجود تذبذب في عائد سهم بنك الاسكان حيث امتد هذا التذبذب حتى نهاية الفترة، وفي عام ٢٠١٠ عاد عائد السهم للنمو من جديد بنسبة (١٧%).

أما في عامي ٢٠١١ و ٢٠١٢ فقد انخفض عائد السهم من جديد بنسب (١٢%) و(٣٨%) حيث بلغ (٠,٢٤) دينار ثم ما لبث أن عاد للنمو مرة أخرى عام ٢٠١٣ بنسبة (٣٢%) تلاه نمو آخر عام ٢٠١٤ بنسبة

(١١%) واستمر النمو عام ٢٠١٥ بنسبة (٦%) ليبلغ عائد سهم بنك الاسكان في نهاية فترة الدراسة (٠,٣٧) دينار.

جدول (١): بعض مؤشرات بنك الإسكان للمدة (٢٠١٥-٢٠٠٣)

السنة	سعر إغلاق السهم	مقدار التغير السنوي	نسبة التغير السنوي	عائد السهم الواحد	مقدار التغير السنوي	نسبة التغير السنوي
٢٠٠٣	1.62			0.12		
٢٠٠٤	2.36	0.74	46%	0.22	0.10	83%
٢٠٠٥	2.42	0.06	3%	0.22	0.00	0%
٢٠٠٦	4.33	1.91	79%	0.23	0.01	3%
٢٠٠٧	8.00	3.67	85%	0.31	0.08	36%
٢٠٠٨	19.99	11.99	150%	0.72	0.41	134%
٢٠٠٩	6.55	-13.44	-67%	0.37	-0.35	-49%
٢٠١٠	7.21	0.66	10%	0.43	0.06	17%
٢٠١١	8.33	1.12	16%	0.38	-0.05	-12%
٢٠١٢	7.15	-1.18	-14%	0.24	-0.14	-38%
٢٠١٣	8.10	0.95	13%	0.31	0.08	32%
٢٠١٤	8.00	-0.1	-1%	0.35	0.04	11%
٢٠١٥	8.25	0.25	3%	0.37	0.02	6%
المتوسط	7.10			0.33		

المصدر:

١. التقارير السنوية لبنك الاسكان الأردني خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٦).
٢. نشرة سوق عمان المالي، سنوات مختلفة.

رابعاً: اختبار فرضيات الدراسة.

H_0 : لا يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0,05)$ لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).

H_1 : يوجد أثر ذات دلالة احصائية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0,05)$ لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).

جدول رقم (٢): نتائج تحليل الانحدار البسيط

المتغير المستقل	معامل الارتباط	القيمة التفسيرية	معامل الانحدار	قيمة (ت)	الدلالة الاحصائية
سعر إغلاق السهم	٠,٨٤٢	٧٠,٨%	٧,٦٩٨	٦,٦١١	*٠,٠٠٠

* التأثير ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0,05)$.

تظهر نتائج تحليل الانحدار البسيط وجود تأثير دال احصائياً عند مستوى دلالة $(\alpha \leq 0,05)$ لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣)، حيث كانت قيمة (ت) المحسوبة (٦,٦١١) والدلالة الاحصائية لها (٠,٠٠٠) وهي اعلى من قيمة (ت) الجدولية والبالغة (١,٩٦)، كما وتظهر نتائج الانحدار بأن سعر إغلاق السهم يفسر (٧٠,٨%) من تباين عائد السهم الواحد.

المحور السادس: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

- بينت الدراسة وجود تأثير دال احصائياً لسعر إغلاق السهم على عائد السهم الواحد في بنك الإسكان خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠٠٣).
- بينت نتائج الدراسة وجود نمو جيد في سعر سهم بنك الاسكان حيث ارتفع عام ٢٠٠٦ بقيمة (١,٩١) دينار وبنسبة نمو (٧٩%) تلاه نمو آخر عام ٢٠٠٧ بقيمة (٣,٦٧) دينار وبنسبة نمو (٨٥%).

ثانياً: التوصيات:

- العمل على إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث المتعلقة بموضوع الأسهم.
- العمل على دراسة معمقة لأسعار الأسهم وأسعار الاغلاق لبنك الاسكان نظراً لما يشكله البنك من أهمية ونموذج للبنوك التجارية الأردنية.

المراجع

١. التقارير السنوية لبنك الاسكان في المدة (٢٠٠٠-٢٠١٦).
٢. الزبيدي، حمزة، (٢٠٠١). أساسيات الإدارة المالية، عمان: مؤسسة الوراق.
٣. الهواري، سعيد، (١٩٨٥)، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، ج١، مصر: دار الجليل للطباعة.
٤. جابر، محمد، (١٩٨٩)، الاستثمار بالأوراق المالية: مدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، دائرة المكتبات والوثائق الوطنية.
٥. صيام، أحمد زكريا، (١٩٩٧)، مبادئ الاستثمار، ط١، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.
٦. عبيد، عاطف محمد، (١٩٨٤)، مصادر تمويل المشروعات، القاهرة: دار النهضة العربية.
٧. قانون الشركات الأردني رقم (١) الصادر في ١ كانون الثاني لسنة ١٩٨٩، الجريدة الرسمية العدد ٣٥٩٧، من مديرية المطابع العسكرية.
٨. محمد، عبد الحميد ربيع، (٢٠١٦)، العلاقة بين الاستثمار الكلي غير المباشر ومفردات الاقتصاد الكلي الرئيسية بالتطبيق على مصر، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر.
٩. مطر، محمد، (٢٠٠٩)، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة.
١٠. نشرة سوق عمان المالي، (١٩٩٣)، هيئة الأوراق المالية، منشأة المعارف.
١١. هنيدي، منير إبراهيم، (١٩٩٧)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال.