مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: السيولة وتقلبات عوائد الأسهم دراسة في سوق عمان للأوراق المالية
اسم الكاتب: د. رانيا الزرير، رنيم غازي الدكي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/5064
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 22:37 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (39) العدد (6) 2017
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (39) No. (6) 2017

Liquidity and Stock Return Volatility
A Study on the Amman Stock Exchange

Dr. Rania Al-Zrair*
Raneem Ghazi Aldeki**

(Received 13 / 7 / 2017. Accepted 12 / 12 / 2017)

□ ABSTRACT □

This study sought to examine the liquidity measures of different kinds to see which measure represents a market liquidity better, on the grounds that there is no clear measure expresses the concept of liquidity, then study the impact of liquidity arrow on the monthly stock returns volatility in Amman Stock Exchange, during the period 1-1-2000 till 30-9-2014, and to discover what kind of relationship (positive or negative correlation. When using matrix correlation between liquidity measures, shows that the proportion of the volatility of the stock turnover rate is the best crossing measure of liquidity in the Amman Stock Exchange, and by using the method of Nonlinear regression analysis method GARCH (1,1) to process the data related to index ASE Finance, we found that the relationship between liquidity and volatility of stock returns was statistically significant, and positive. This volatility in stock returns must be taken into account as an important factor when trying to explain the reasons for fluctuations in Stock Return Volatility or when predicting.

Keywords: The measures of the stock of Liquidity, Volatility of stock returns, GARCH model, market index Amman Securities Exchange.

*Associate Professor- Department Of Banking And Insurance- Faculty Of Economic- Damascus University- Damascus- Syria.
**Postgraduate Student - Department Of Banking And Insurance-Faculty Of Economic- Damascus University - Damascus- Syria.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (39) العدد (6) 2017
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (39) No. (6) 2017

السيولة وتقلبات عوائد الأسهم
دراسة في سوق عمَّان للأوراق المالية

الدكتورة رانيا الزرير*
رنيم غازي الدكي**

(تاريخ الإيداع 13 / 7 / 2017. قُبِل للنشر في 12 / 12 / 2017)

□ ملخّص □

سعت هذه الدراسة إلى البحث في مقاييس السيولة بأنواعها المختلفة، لمعرفة أي مقياس يمثل سيولة السوق بشكل أفضل،لاسيما أنه لا يوجد مقياس واضح يعبر عن مفهوم السيولة، ومن ثم دراسة أثر سيولة السهم على تقلبات عوائد الأسهم الشهرية في سوق عمَّان للأوراق المالية، خلال الفترة1-1-2000 ولغاية 30-9-2014، وإلى معرفة نوع تلك العلاقة (طردية أم عكسية)، ولدى استخدام أسلوب مصفوفة الارتباط بين مقاييس السيولة تبين أن نسبة تقلب معدل دوران الأسهم هي أفضل مقياس معبر عن السيولة في سوق عمَّان للأوراق المالية، وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار غير الخطي GARCH(1,1)، تبين أن العلاقة بين سيولة السهم وتقلبات عوائد الأسهم مهمة إحصائياً وطردية، ولذا فلابد من أخذ سيولة السهم بعين الاعتبار كونها عاملاً مهماً عند محاولة تفسير أسباب تقلبات عوائد الأسهم في السوق أو عند محاولة التنبؤ بها.

الكلمات المفتاحية:مقاييس سيولة السهم، تقلبات عوائد الأسهم، نموذج GARCH،مؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية.

* أستاذ مساعد- قسم مصارف وتأمين – كلية الاقتصاد- جامعة دمشق- دمشق – سورية .
** طالبة دكتوراه- قسم مصارف وتأمين – كلية الاقتصاد- جامعة دمشق – دمشق – سورية.

مقدمة:

يهتم كل مستثمر في سوق الأوراق المالية بمعرفة المعلومات الخاصة التي يمتلكها باقي المستثمرين، وذلك بهدف تحقيق الأرباح، وهناك طرائق عديدة لمعرفة المعلومات التي تمتلكها أطراف السوق، وتعد سيولة السهم من المؤشرات المهمة بالنسبة للمستثمر العادي والمحلل الفني على حد سواء، فالدراسات المتعلقة بسيولة السهم تتمتع بأهمية خاصة في الأسواق المالية، حيث إن الأسهم الأكثر تقلباً في أسعارهاهي الأسهم الأكثر خطراً من حيث الاقتناء من وجهة نظر ذلك المستثمر،كما أن المستثمرين يواجهون خطر السيولة بشكل رئيسي عندما يقومون بنقل ملكية الأوراق المالية التي بحوزتهم(عند بيعها).

من هنا تسعى هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين سيولة السهم والتذبذب الشرطي لعوائدمؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية[1]، وذلك باستخدام نموذج GARCHمن أجل قياس التقلبات المالية للوصول إلى نموذج يمكن استخدامه في التنبؤ بالتقلبات، وبالتالي اقتراح الحلول الممكنة لها، وتقييم أداء المؤشرات.

مشكلة البحث

انطلاقاً من كون سيولة السهم مفهوماً متعدد الجوانب، وعدم وجود مقياس واضح يعبر عن مفهوم السيولة، ولمعرفة فيما إذا كانت سيولة السهم تؤثر على تقلبات عوائد الأسهم الشهرية في سوق عمَّان للأوراق المالية، ليتم أخذها بعين الاعتبار كعامل مهم عند محاولة تفسير أسباب تقلبات عوائد الأسهم للسوق أو عند التنبؤ بها،ستحاول الدراسة الإجابة على السؤالين التاليين:

أ- ما هو مقياس السيولة الأنسب لسوق عمان للأوراق المالية؟

ب- هل هناك علاقة بين سيولة الأسهم والتذبذب الشرطي للعوائد؟.

أهمية البحث وأهدافه:

يمكن توضيح مدى أهمية هذه الدراسة من خلال النقاط التالية:

1) اختيار المقياس الأمثل الذي يعبر عن سيولة الأسهم في سوق عمَّان للأوراق المالية؛لأن مفهوم السيولة متعدد الجوانب ولا يوجد مقياس محدد يعبر عن سيولة السهم.

2) دراسة تقلبات عوائد أسهم بورصة عمَّان للأوراق المالية، ومعرفة ما إذا كانت سيولة السهم من العوامل المؤثرة على تقلبات عوائد الأسهم، لكي يجري أخذها بعين الاهتمام عند تفسير أسباب التقلبات التي تحدث بالسوق وعند التنبؤ بها.

3) إن هذه الدراسة التي تجري في سوق عمَّان للأوراق المالية الذي يعدَّ من الأسواق الناشئة مهمة للسببين الآتيين:

-للأسواق الناشئة ارتباط ضعيف مع الأسواق المتقدمة؛ لذا فإن الأسواق الناشئة تمثل مصدراً منفصلاً للبيانات، وهذا يقلل من التحيزات في اختيار البيانات.

-تدفق المعلومات في الأسواق الناشئة ليس مساوياً لتدفق المعلومات في الأسواق المتقدمة، وهناك اختلافات بين الاثنين؛إذ ثبت أن لتدفق المعلومات تأثيرات مهمة على العلاقة بين سيولة السهم وسعر السهم.

---

[1]التذبذب الشرطي للعوائد: عبارة عن تقدير لتقلبات عوائد اليوم التالي المشروطة التي يمكن أن تتغير خلال اليوم في حال ورود معلومات جديدة إلى السوق، ويمكن قياسها باستخدام نماذج ,ARCHGARCH، حيث تعدَّ هذه النماذج أفضل من نماذج الانحدار البسيط؛ لأنها تُعنى بتأثير عنصر الزمن.

وبناءً عليه يتجلى هدف الدراسة في محورين رئيسين:

1) اختيار مقياس السيولة الأنسب الممثل لسيولة سوق عمَّان للأوراق المالية.

2) اختبار العلاقة بين سيولة السهم وتذبذبات عوائد مؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية.

فرضيات البحث:

يسعى البحث لاختبار الفرضية التالية:

توجد علاقة بين سيولة السهم والتذبذب الشرطي لعوائد مؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية.

الدراسات السابقة:

من الدراسات التي تناولت العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية دراسة الدكي (2015)[2]سعت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سيولة السهم على كل من التوزيع الاحتمالي لعوائد السهم ومخاطره النظامية في سوق دمشق للأوراق المالية، جرى استخدام أسعار الإغلاق الشهرية للأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة بين2011-1-1 و 2014-12-31، وتبين أن مقياس احتمالية التداول Possibility of Trading هو المقياس الأكثر ملاءمة للتعبير عن سيولة السهم، وجرى التوصل أيضاً باستخدام أسلوب التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية Panel إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وطردية بين سيولة السهم مُقَاسةً باحتمالية التداول والمخاطر النظامية المُقَاسة بمعامل بيتا β، كذلك أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وعكسية بين سيولة السهم مُقَاسةً باحتمالية التداول والتوزيع الاحتمالي لعوائد الأسهم مُقَاسةً باحتمالية جاكو بيرا Jarque-bera، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية وطردية بين سيولة السهم مُقَاسةً باحتمالية التداول والتوزيع الاحتمالي لعوائد الأسهم مُقَاسةً بمعامل الالتواء Skewness ومعامل التفلطحKurtosis، لذلك تعدَّ السيولة من المقاييس الهامة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تفسير المخاطر الكلية والمنتظمة، والتذبذب الحاصل بعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وفي إطار دراسة العلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وحجم التداول في سوق عمَّان للأوراق المالية ما قام به الباحثون(2013) .Ananzeh et al ورمضان(1985)، حيث تم التوصل إلى نتائج متعارضة، ففي دراسة (2013) .Ananzeh et al[3] التي جرى فيها استخدام أسعار الإغلاق اليومية للأسهم المدرجة في سوق عمَّان للأوراق المالية خلال الفترة بين2002-2012 تبين أن حجم التداول يؤثر بمقدار معين على تقلبات عوائد الأسهم،وليس له أثرٌ كبيرٌ في الحد من استمرارية تقلبات عوائد تلك الأسهم، في حين تم التوصل في دراسة رمضان(1985)[4] التي جرت في سوق عمَّان للأوراق المالية خلال الفترة 1983-1980إلى أن العلاقة بين شدة تداول الأسهم ودرجة مخاطر اقتنائها غير مهمة إحصائياً، وفي المجال نفسه قامت دراستان تناولتا جانب سيولة السهم وعلاقته بتقلبات عوائد الأسهم وتبين أن للسيولة دوراً مهماً في التأثير على تقلبات عوائد الأسهم إلا أن النتائج

[2]الدكي، رنيم. العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2015، 12.

[3]Ananzeh, et al. Relationship Between Market Volatility and Trading Volume: Evidence from Amman Stock Exchange. International Journal of Business and Social Science, Vol. 4, N°.1, 2013, 188-198.

[4]رمضان، زياد.العلاقة بين شدة تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق عمَّان المالية ومخاطراقتنائها. مجلة دراسات للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الثاني عشر، العدد الخامس، 1985، 177-187.

كانت متعاكسة من حيث نوعية العلاقة، ففي دراسة Andrikopoulos (2007)[5]كانت العلاقة إيجابية التي جرت في سوق الأسهم اليونانية خلال الفترة 1999-2005 في حين كانت العلاقة سلبية في دراسة Jiang(1995) التي جرت في سوق الأسهم الكندية خلال الفترة 1990-1991[6].

ومما تم ذكره بخصوص أثر الحدود السعرية على تذبذبات أسعار الأسهم، ما قام به الباحث Wany(1994)[7]من خلال دراسة أثر الحد الأعلى والحد الأدنى الذي يجب أن تتحرك أسعار الأسهم ضمن حدوده في سوق تايوان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 1990-1993، حيث تم التوصل إلى أن الحدود العليا والدنيا لتحركات أسعار الأسهم تؤثر على التذبذب، من خلال منع التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم، وتقليل التذبذب في أسعار الأسهم.

ومن جانب آخر قام الباحثان Pereira and Zhang (2010)[8]بدراسة العلاقة بين تقلبات السيولة وعوائد الأسهم، من خلال تقديم أدلة تجريبية (نموذج) لإثبات أن عوائد الأسهم تنخفض مع زيادة تقلبات السيولة في سوقي NYSE, AMEX خلال الفترة الزمنية1963-2005، وتم التوصل من خلال النموذج أن علاوة السيولة تنخفض مع زيادة تقلبات السيولة، أي إن عوائد الأسهم تنخفض مع زيادة تقلبات السيولة، وذلك يعود لطبيعة المستثمرين المتحفظين للمخاطر.

وبعد استعراض الدراسات تبين أن معظم الدراسات استخدمت نموذج التباين الشرطي GARCH(1,1) لدراسة تقلبات عوائد الأسهم ماعدا دراسة رمضان(1985) التي استخدمت معامل الاختلاف بوصفه مقياساً للمخاطر،وفي دراسة الدكي (2015) استخدمأسلوب التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية DataPanel نتيجة وجود عدة متغيرات لعدة شركات وعدة فترات زمنية (أشهر)، أما في دراستنا جرى تطبيق نموذجGARCH(1,1)نتيجة تطبيق الدراسة على المؤشر وليس على الشركات فإمكانية تطبيق DataPanel مع نموذج GARCH(1,1) غير ممكنة، مما يبرر استخدام الباحث في هذه الدراسة لنموذج التباين الشرطي GARCH(1,1)فهو من النماذج الحديثة الاستخدام وسهلة التطبيق، وسيتم الحديث عنه بالتفصيل لاحقاً.

وما يميز هذا البحث الذي جرى تطبيقه على سوق عمَّان للأوراق المالية عن الدراسات الأخرى كدراسة الدكي (2015) بأن الدراسة السابقة تناولت أثر سيولة السهم على كل من التوزيع الاحتمالي لعوائد السهم ومخاطره النظامية في سوق دمشق للأوراق المالية، في حين دراستنا تناولت دراسة أثر سيولة السهم على تقلبات عوائد الأسهم في سوق عمَّان للأوراق المالية، وفي دراسةAndrikopoulos (2007)التي درست العلاقة بين سيولة السهم وتقلبات عوائد الأسهم في سوق الأسهم اليونانية اكتفت الدراسة باختيار أربعة مقاييس، دون توضيح سبب الاختيار، ودون اختيار المقياس الأنسب لطبيعة السوق، وكذلك الأمر بالنسبة لدراسة Ananzehet al.(2013) التي اقتصرت على حجم التداول فقط، في حين أن دراستنا قامت بدراسة السيولة باختيار المقياس المناسب لطبيعة السوق، وكما نعلم بأن السيولة ذات مفهوم واسع، لا تقتصر على حجم التداول، ولا يمكن اعتماده كمقياس يعبر عن سيولة السوق.

---

[5]**Andrikopoulos, V.** ***Liquidity and Stock Price Volatility: Evidence from the Greek Stock Market.*** **Master thesis, University of Piraeus MSc in Banking and Finance Department of Banking and Financial Management, 2007, 70.**

[6]**Jiang, L.** ***Essays on Stock Market Volatility*****. PHD, Concordia University, CANADA, 1995, 90.**

[7]***Wany, S. Daily Price Limit and Market Volatility: An Empirical Examination of the Taiwan Security Market (CHINA),*** **PHD, University of Houston, CHINA, 1994, 40.**

[8]**Pereira, J. and Zhang, H.** ***Stock Returns and the Volatility of Liquidity*****. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 45, N^{o}. 4, 2010, 1077-1110.**

منهجية البحث:

سوف تعتمد هذه الدراسة على اختيار أفضل مقياس لسيولة السهم من خلال تشكيل مصفوفة ارتباط المعبرة عن الارتباط المزدوج بين مقاييس السيولة واختيار مقياس السيولة الذي له معامل الارتباط الأكبر ومن ثم دراسة السلسلة الزمنية بالنسبة للعلاقة بين سيولة الأسهم وتقلبات عوائد الأسهم، واستخدام نموذج GARCH(1,1)، الذي يقيس العلاقة بين سيولة السهم والتذبذب الشرطي للعوائد.

وفق المعادلة التالية:

$$Vit = \alpha + \beta\ VRT_{it} + \varepsilon it$$

حيث:

VRT_{it}: مقياس سيولة السهم المعبر عنه بنسبة تقلب معدل دوران الأسهم.

Vit: تقلب عوائد أسهم مؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية.

يعدَّ نموذج GARCH تعميم لنموذج ARCH الذي يعد نموذج للانحدار غير الخطي، وهو نموذج ارتباط ذاتي مشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء، يستخدم للتنبؤ باتجاه المتغيرات الاقتصادية والمالية التي لديها سلاسل زمنية.

معادلة الوسط والتباين الشرطي لنموذج(1,1) GARCH لها الشكل التالي:[9]

معادلة الوسط:

في معادلة الوسط المتغير التابع دالة في المتغيرات المستقلة وحد الخطأ.

$$R_t = a_0 + a_1 RX_t + \mu_t (1)$$

معادلة التباين الشرطي:

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \mu_{t-1}^2 + \beta_1 h_{t-1} (2)$$

- α_0 الثابت
- مربع البواقي من معادلة الوسط μ_{t-1}^2 مكون ARCH
- قيمة التباين التي جرى توقعها لليوم السابقh_{t-1}مكون GARCH.

حدود البحث الزمنية والمكانية:

جرى حساب العوائد الشهرية بين تاريخي 1-1-2000 و30-9-2014، وذلك من الموقع الإلكتروني للسوق، وقد تم اختيار هذه الفترة بالتحديد؛ لأنه جرى البدء بعمل مؤشر الأسهم الحرة منذ عام2000[10].

محددات البحث:

أغفلت الدراسة الأرباح الموزعة لدى احتساب العائد على الأسهم؛لأن إضافة نصيب السهم من الأرباح يسبب عائداً مرتفعاً جداً نسبة الى بقية أشهر السنة، وبالتالي يؤثر على نتائج الدراسة.

مجتمع وعينة البحث:

شمل مجتمع الدراسة عوائد المؤشر الشهرية، وذلك منذ افتتاح سوق عمَّان للأوراق المالية، والبدء في احتساب المؤشر منذ عام 2000، أما عينة الدراسة فتشمل (177) مشاهدة شهرية خلال (3636) يوم تداول.

---

[9] **Hentschel, L. All in the family nesting symmetric and asymmetric GARCH models. Journal of Finance Economics, 1995, vol. 1, N°.1, 71-104.**

[10] **الموقع الإلكتروني لسوق عمَّان للأوراق المالية: www.ase.com.jo/ar**

متغيرات البحث:

تعبر متغيرات الدراسة عن:

المتغير المستقل: سيولة السهم التي جرى قياسها في هذه الدراسة باستخدام ستة مقاييس وهي: معدل الدوران المعدل بعدد الأيام التي لم يحدث فيها تداول(LM)، مرونة التداول(CET)، نسبة العائد على دوران الأسهم(ROT)، نسبة تقلب معدل الدوران(VRT)، احتمالية التداول(POT)، مؤشر السيولة المعبر عن الوسطي المرجح للأوزان النسبية لكل من دوران الأسهم وعدد الصفقات(LIQ).

ومن ثم جرى اختيار أفضل مقياس لسيولة السهم من خلال تشكيل مصفوفة ارتباط المعبرة عن الارتباط المزدوج بين مقاييس السيولة واختيار مقياس السيولة الذي له معامل الارتباط الأكبر وذلك وفق دراسة(Lam and Tam, 2011).

المتغير التابع: تقلبات عوائد الأسهم المقاسة بنموذج التباين الشرطيGARCH.

2. الإطار النظري للبحث:

لمحة موجزة عن سوق عمَّان للأوراق المالية:

تعد بورصة عمَّان للأوراق المالية من البورصات الناشئة،وقد أنشئت البورصة عام 1978، ومر المؤشر العام لسوق عمَّان المال يوهو أداة الإفصاح عن أداء السوق بتغيرات عدة، من خلال طريقة حساب ذلك المؤشر، حيث بدأ سوق عمَّان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، بالإضافة إلى ذلك جرى احتساب رقم قياسي لكل من القطاعات العاملة بالسوق[11].

وفي مطلع عام 1992 بدأ السوق باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية، يتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة، إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته،وبما أن مؤشر القطاع يعكس حالة ذلك القطاع، ومؤشر السوق يعكس حالة تلك السوق، وهو ممثل من قبل عينة من مختلف القطاعات، فيجب أن يكون أي تغير في مؤشر السوق مرده للتغيرات الحاصلة في مؤشرات القطاع[12].

المفاهيم الأساسية لمتغيرات البحث:

تعريف سيولة الورقة المالية

تعد السيولة أحد الأهداف المهمة من وجهة نظر المستثمرين،وتعني كلمة « السيولة » في سوق الأسهم القدرة على شراء أو بيع كمية كبيرة من الأوراق بسرعة، وبتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على الأسعار، وعلى هذا النحو، فالسيولة مفهوم متعدد الأبعاد، بما في ذلك تكاليف التداول وأثر الأسعار وحجم التداول، ومع ذلك فإن معظم التدابير الحالية تبرهن على قدرة محدودة للتعبير عن مفهوم السيولة(Benic and Franic, 2008)[13].

وتعبر السيولة عن قدرة الأسواق المالية على استيعاب التقلبات المؤقتة في العرض والطلب، دون وجود اضطرابات لا مبرر لها في الأسعار، فزيادة سيولة الورقة المالية يؤدي إلى ارتفاع الطلب عليها، مما يرفع أسعار الأوراق المالية،وعليه فالسيولة في السوق المالية تعد مؤشراً مهماً لحالة السوق.

---

[11]الفيومي، نضال. أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان.دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 2003،2، 322-333.

[12]www.ase.com.jo

[13]Benic, V. and Franic, I. Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets. Financial Theory and Practice, vol. 32, N^{o}. 4, 2008, 477-498.

مقاييس سيولة الورقة المالية

السيولة مفهوم متعدد الجوانب، وكل مقياس يعبر عن جانب معين من السيولة، ولا يوجد مقياس واحد للسيولة، يشمل جميع هذه الأبعاد لذلك يجري قياسها أحياناً بأكثر من طريقة، وفيما يلي قام الباحث باستعراض العديد من مقاييس السيولة:

الجدول رقم(1) ملخص حول مقاييس السيولة.[14]

اسم الباحث	المقياس	البيان	دلالته	سماته
Narayan and Zheng (2011)[15]	احتمالية التداول	1/(1+عدد الأيام التي لم يحصل بها تداول)	كلما ازداد هذا المقياس كلما ارتفعت سيولة السهم.	يجري استخدام هذا المقياس للتخلص من أثر الضوضاء في السوق.
Angelidis and Andrikopoulos 2010)[16](	نسبة العائد على دوران الأسهم	$\Psi_{i,t}=\ln\frac{\lvert r_{i,t}\rvert}{Turnover_{i,t}}$ $r_{i,t}$:العوائد بالقيمة المطلقة. $Turnover_{i,t}$: دوران الأسهم.	كلما ازداد هذا المقياس كلما انخفضت سيولة الورقة المالية.	يقيس العائد على قيمة دوران الأسهم لتقليل أثر القيم المتطرفة
Benic and Franic (2008)[17]	مقياس السيولة المرتبط بالزمن	عدد الصفقات N_t	كلما قل الفاصل الزمني كلما ارتفعت السيولة في السوق	يعد هذا المقياس غير قادر على مقارنة سيولة الأسهم التي تكون أسعارها مختلفة كثيراً فيما بينها.
Li, Sun and Wang (2011)[18]	Amihud	$ILLIQ_t=\frac{\lvert rt\rvert}{vt}$ حيث: rt : العوائد بالقيمة المطلقة. vt : قيمة التداول.	كلما ازداد هذا المقياس كلما انخفضت سيولة الورقة المالية.	يوجد فيه وجها قصور ؛الأول:أن هذا المقياس يستخدم قيمة التداول،حيث إن نسبة السيولة ترتفع عندما تزداد الأسعار الثاني: تكون نسبة السيولة مرتبطة بالقيمة السوقية
Jun, Marathean d Shawky (2003)[19]	نسبة تقلب معدل الدوران	نسبة تقلب معدل الدوران= معدل الدوران / الانحراف المعياري لعوائد سوق الأسهم	كلما ازداد هذا المقياس كلما ارتفعت سيولة الورقة المالية.	تكون الأسواق ذات السيولة العالية قادرة على التعامل مع أكبر حجم من التداول، دون وجود تقلبات كبيرة في الأسعار
Chai a, Faff b and	$LM_{i,t}$ معدل	$LM_{i,t}=[Nozv_{i,t}+$	كلما انخفض عدد حجوم التداول الصفرية، فإن هذا يؤدي	يعد مقياساً جديداً للسيولة،ويعبر عن السيولة بأبعادها المتعددة، بحيث جرى

[14]الدكي، رنيم. العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2015، 12.

[15]Narayan, P. and Zheng, X. The relationship between liquidity and returns on the Chinese stock market. Journal of Asian Economics, VOL.22, N°.1, 2011, 259-266.

[16]Angelidis, T. and Andrikopoulos, A. Idiosyncratic Risk, Returns and Liquidity in the London Stock Exchange: A spillover approach, International Review of Financial Analysis, Vol.19, N°. 1, 2010, 214-221.

[17]Benic, V. and Franic, I. Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets. Financial Theory and Practice, vol. 32, N°. 4, 2008, 477-498.

[18]Li, B.; Sun, Q.; and Wang, C. Liquidity, Liquidity Risk and Stock Returns: Evidence from Japan. European Financial Management, VOL.1, N°.1, 2011, 126-151.

[19]Jun, S.; Marathe, A.; and Shawky, H. Liquidity and stock returns in emerging equity Markets. Emerging Markets Review, VOL. 4, N°. 1, 2003, 1-24.

اسم الباحث	المقياس	البيان	دلالته	سماته
Gharghori (2003)[20]	الدوران المعدل بعدد الأيام التي لم يحدث فيها تداول	$\frac{1/(Turnover\ i.t)}{Deflator}] * \frac{21}{NOTDt}$ Deflator:رقم ثابت لمعامل الانكماش5000,000 $Nozv_{i,t}$:عدد حجوم التداول المساوية للصفر. Turnover i. t:معدل الدوران NOTDt: إجمالي عدد أيام التداول في السوق.	إلى زيادة في سيولة السهم، وعليه فكلما ازداد هذا المقياس كلما انخفضت سيولة الورقة المالية.	التركيز فيه بشكل خاص على سرعة التداول.
Datar (2000)[21]	مرونة التداول (CET)	التغير في حجم التداول% / التغير في السعر%.	عندما يكون حجم الصفقة كبيراً مع تغيرات معدومة في السعر فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في سيولة السهم.	يعد هذا المقياس من المقاييس سهلة الحساب بالإضافة إلى أنه ينطبق على كل من الأسواق الحديثة والتقليدية.

المصدر: إعداد الباحث بناءً على دراسة الدكي (2015).

مما سبق نجد أنه لا يوجد هناك توافق بالآراء بشأن أي مقياس سيولة هو الأفضل، حيث نلاحظ بأن كل مقياس يلتقط عنصراً معيناً من السيولة وسلوكية التداول.

لذلك يحاول الباحث بعد استعراض العديد من مقاييس السيولة، وكذلك مزايا ومساوئ كل مقياس أخذ المقاييس التي تغطي جوانب السيولة الأربعة بالإضافة لذلك جرى الاهتمام بطبيعة السوق الناشئة، التي تتصف بوجود العديد من تقلبات أسعار الأسهم، واختيار المقياس المناسب لها.

ومن المقاييس التي قام الباحث بإنتقائها:معدل الدوران المعدل بعدد الأيام التي لم يحدث فيها تداول $LM_{i,t}$الفورية والعمق والشدة)، مرونة التداول(CET) (المرونة)، نسبة العائد على دوران الأسهم (العمق)، نسبة تقلب معدل الدوران (Volatility Ratio Turnoverالفورية)، احتمالية التداولThe Possibility of Trading(الشدة).

وقد قام الباحث بتكوين مقياس للسيولة مكون من دوران الأسهم وعدد الصفقات، حيث إن المكونين يعبران عن مفهوم الفورية، وتجانس وحدات القياس، بالإضافة إلى سهولة الحصول على البيانات وذلك على غرار دراسة (البسيوني، 2010)[22].

وجرى احتساب الأوزان النسبية لهذين المتغيرين، بحيث تتناسب عكساً مع الانحراف المعياري لهما، ويكون مجموع الأوزان واحداً صحيحاً.

وفي هذا الإطار جرى استخدام المعادلتين الآتيتين للوصول إلى الأوزان النسبية للمتغيرين:[23]

[20]Chai a, D.; Faff b, R.; Gharghori, P. New Evidence on the Relation between Stock Liquidity and Measures of Trading Activity. International Review of Financial Analysis, vol. 19, N°.1, 2010, 181-192.
[21]Datar, K.Stock Market Liquidity: Measurement and Implications. working paper, 2000, 1-20.
[22]بسيوني، علياء. مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية.المجلد الثاني عشر، العدد الثاني، 2010، 7-30.

$$W_{Number\ Of\ Trades} / W_{Turnover} = S_{Turnover} / S_{Number\ Of\ Trades}$$

$$W_{Number\ Of\ Trades} + W_{Turnover} = 1$$

بعد إجراء بعض العمليات الرياضية نحصل على الأوزان النسبية لكل من المتغيرين، وبالتالي أصبح بإمكاننا الحصول بسهولة على قيمة مؤشر السيولة الشهري لمؤشر السوق من خلال المعادلة التالية:

$$Liquidity = W_{Number\ Of\ Trades} * Number\ Of\ Trades + W_{Turnover} * Turnover$$

وجرى وضع الإشارة الموجبة؛ لأن العلاقة طردية بين سيولة السهم وكل من عدد الصفقات ومعدل الدوران.

علاقة سيولة سوق الأوراق المالية بكفاءة السوق

تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية، وعاملاً مهماً مؤثراً على كفاءة السوق، فكفاءة السوق تتحسن بزيادة سيولة السوق، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية، ويمكن تحليل ذلك من خلال الآتي[24]:

عندما تتمتع السوق بكفاءة عالية، فإنه من المتوقع أن يكون حجم التداول فيها واسعاً، وبكلفة منخفضة، مع وجود نسبة محدودة من المخاطر ،فضلاً عن أن الأرباح غير الاعتيادية تنعدم فيها، وتبقى الأرباح الاعتيادية، ومن ثم لا يستطيع المتعاملون القلائل التأثير في قوى السوق، وبعمل ذلك على زيادة حجم التداول في الأوراق المالية، التي تصاحبها زيادة في درجة سيولة السوق، وبعكس ذلك في حالة وجود كلفة مرتفعة للمتعاملين في السوق، التي تنطوي على وجود مخاطر كبيرة، مع عدم المعرفة التامة بمتغيرات السوق، بسبب قلة المعلومات الخاصة بها،سينعكس ذلك بصعوبة تداول الأوراق المالية في السوق، الأمر الذي يعني محدودية حجم التداول، وانخفاض درجة السيولة التي توفرها السوق في الاقتصاد.

تعريف التقلبات

تنشأ مخاطر السوق نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية ، أو عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالإشاعات والمقامرة والبيع والشراء الصوري، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية، والتقلبات هي الحالة التي تبتعد فيها أسعار الأوراق المالية عن وضع توازن معين يتحقق في ضوء البيانات الأساسية للاقتصاد والسوق،نقطة توازن الاقتصاد ككل تعكسها سوق الأوراق المالية سواء في صورة ارتفاع أسعار الأوراق المالية أو هبوطها، أما عندما تبتعد السوق عن وضع التوازن في صورة مفاجئة وشديدة وغير متوقعة هو ما يطلق علية الفقاعة والتي تحدث نتيجة مؤشرات خادعة أو وقتية[25].

النموذج المقترح لقياس واختبار التقلبات في سوق عمّان للأوراق المالية:

نموذج الانحدار الذاتي العامل لتباين الشرط يغيرالثابت

(Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity model)

(GARCH) [26]:

اكتشفه Bollerslev عام 1986 ويعتبر النموذج GARCH(p,q) أكثر تعقيداً في بيئة GARCH حيث يتم إدخال التباين المبطئ المكون (GARCH) لفترات متعددة، وإدخال مكون (ARCH) لفترات متعددة. يتكون هذا

---

[23] الدكي، رنيم. العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2015، 12.

[24] العاني، عماد. اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي).بيت الحكمة، بغداد، 2002، 50.

[25] أبو الذهب، مدحت. دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر. رسالة ماجستير، جامعة الزقازيق، مصر، 2009، 100.

[26] Hentschel, L. All in the family nesting symmetric and asymmetric GARCH models. Journal of Finance Economics, 1995, vol. 1, N°.1, 71-104.

النموذج عندما تكون P و/أو q أكبر من الواحد. حيث نصل إلى نموذج يجمع بين الانحدار الذاتي للتباين المبطئ من الرتبةp والوسط المتحرك لمربع الخطأ المبطئ من الرتبة p والوسط المتحرك لمربع الخطأ المبطئ من الرتبة q. حيث يعتبر النموذج أعم ويتناسب مع تغير التباين مع الزمن.

وتكون معادلة التباين على الشكل التالي:

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \, \sigma_{t-j}^2 + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i \, \epsilon_{t-i}^2$$

حيث أن ωهو الثابت و σ_{t-j}^2هي قيمة التباين التي تم توقعها في اليوم السابق مكون منGARCH ويعبر ϵ_{t-i}^2عن مربع البواقي من معادلة الوسط المكون من ARCH

ويمكن إدراج متغيرات مفسرة في معادلة التباين:

$$\sigma_t^2 = \omega + \sum_{j=1}^{q} \beta_j \, \sigma_{t-j}^2 + \sum_{j=1}^{q} \alpha_i \, \epsilon_{t-i}^2 + Z_t \pi$$

ويعتبر النموذج GARCH(1,1) الشكل المبسط لنموذج الانحدار الذاتي الشرطي غير ثابت التباين حيث يدل الرقم 1 الذي يأتي في الترتيب الأول داخل القوس إلى الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى للتباين المبطئ σ_{t-j}^2 مكون GARH، أما الرقم 1 التالي فيشير إلى الوسط المتحرك من الرتبة الأولى لمربع الخطأ المبطئ ϵ_{t-i}^2 أو مكونARCH. وبالتالي فإن نموذج ARCH يعتبر حالة خاصة من نموذج GARCH وهو GARCH(0,1) حيث لا يوجد انحدار ذاتي من الدرجة الأولى للتباين المبطئ مكون GARCH. ويتم أيضاً اختيار النموذج الأفضل بناء على المعيار (AIC) اعتماداً على القيمة الأصغر.

وقد قام الباحث بالاقتصار على نموذجGARCH(1,1) بالتحديد؛ لأن جميع الدراسات السابقة استخدمت هذا النموذج عند دراسة التقلبات،لاسيما إذا كانت البيانات شهرية، وهذا هو حال دراستنا حيث قام الباحث باستخدام البيانات الشهرية،وبشكل عام، يعد النموذج من الدرجة GARCH(1,1) كافياً للوقوف على عنقودية التذبذب في البيانات، ومن النادر تقدير أو حتى استخدام أي درجة أعلى من ذلك في الأدبيات الأكاديمية لعلم التمويل، مع التنبيه إلى نموذج يتصف بخاصية التماثل، حيث إن التباين المشروط يزداد نتيجة أي معلومات ترد أو صدمة تحدث بغض النظر عن إشارتها، وذلك نتيجة اهتمامه بمربع هذه الإشارة،وبالتالي فإن نوع أو إشارة الصدمة لا يؤثر على تحديد نوع أو حجم التأثير المرتقب في قيمة التباين المشروط.

3. التحليل الإحصائي:

الدراسة الوصفية

قبل البدء باختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة،كان لابد من اختيار مقياس السيولة المناسب أكثر لدراسة علاقته بتقلبات عوائد أسهم مؤشر بورصة سوق عمَّان للأوراق المالية، وفي دراستنا قمنا باختيار ستة مقاييس لسيولة الأسهم، وجرى التوصل إلى أن مقياستقلب معدل الدوران هو أفضل مقياس لسيولة الأسهم في سوقعمَّان للأوراق المالية، حيث بلغت قيمة أكبر معامل ارتباط (0.802501) وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط المزدوج بين مقاييس السيولة،

وهي أكبر قيمة جرى الحصول عليها،مقارنة بمقاييس سيولة الأسهم الأخرى التي جرى استخدامها وذلك وفق دراسة (Lam and Tam, 2011) [27].

الجدول رقم(2) مصفوفة الارتباط بين مقاييس السيولة

Correlation t-Statistic Probability*	نسبة تقلب معدل الدوران (VRT)	نسبة العائد على دوران الأسهم (ROT)	احتمالية التداول (POT)	معدل الدوران المعدل بعدد الأيام التي لم يحدث فيها تداول (LM)	مؤشر السيولة (LIQ)	مرونة التداول (CET)
نسبة تقلب معدل الدوران (VRT)	1 - -					
نسبة العائد على دوران الأسهم (ROT)	0.167371 2.245795 0.0260	1 - -				
احتمالية التداول (POT)	0.055644 0.737239 0.4620	0.177893 2.391450 0.0178	1 - -			
معدل الدوران المعدل بعدد الأيام التي لم يحدث فيها تداول (LM)	0.699030 12.93161 0.0000	0.228369 3.103038 0.0022	0,104769 1.393636 0.1652	1 - -		
مؤشر السيولة (LIQ)	0.802501 17.79279 0.0000	0.363151 5.156032 0.0000	0.015475 0.204744 0.8380	0.635754 10.89561 0.0000	1 - -	
مرونة التداول (CET)	0.058203 0.771266 0.4416	0.006901 0.091297 0.9274	0.005664 0.074933 0.9404	0.012922 0.170960 0.8645	-0.012364 -0.163576 0.8703	1 - -

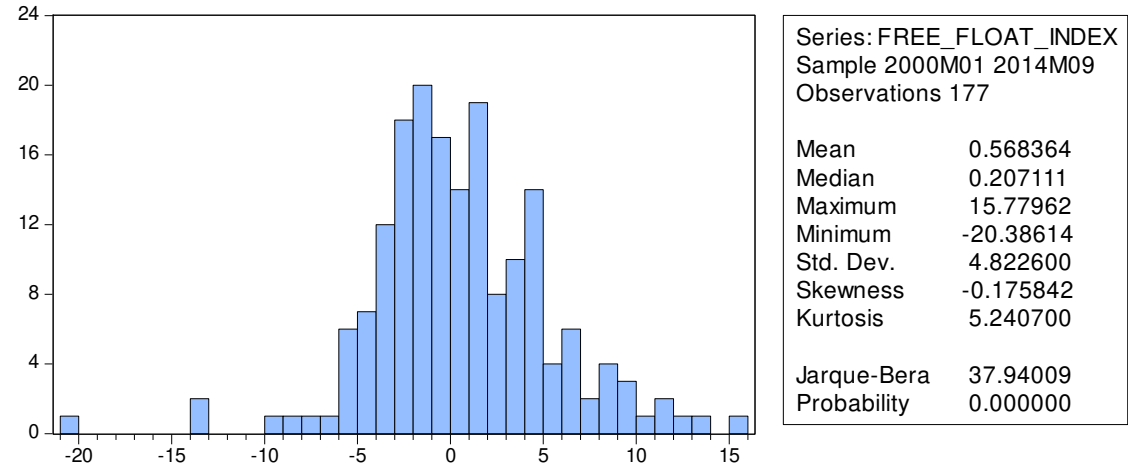
المصدر: إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews.

***الاحتمالية Probability عند مستوى دلالة 5%.**

وفيما يلي دراسة لخصائص المتغير التابع (تقلبات عوائد الأسهم) لمؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية:

خصائص التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر سوق عمَّان للأوراق المالية:

[27]Lam, K. and Tam, L. Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market, Journal of Banking & Finance, VOL 35, N°.1, 2011, 2217-2230.



الشكل رقم(1) المدرج التكراري للعوائد الشهرية لمؤشر بورصة عمّان للأوراق المالية.

شهدت بورصة عمّان للأوراق المالية ارتفاعاً طفيفاً في العوائد فقد بلغ وسطي Mean هذه القيم خلال الفترة المدروسة1-1-2010 ولغاية 30-9-2014 (0.568364) حيث وصلت أقل(Minimum)قيمة للعوائد (-20.38614)وأعلى(Maximum) قيمة لعوائد الأسهم الشهرية (15.77962) باحتمال(95%).

وأن توزيع العوائد غير طبيعي من خلال احتمالية الجارك بيرا Jarque-Bera، حيث بلغت قيمتها (0) وهي أقل من مستوى الدلالة المستخدم (5%).Skewness(-0.175842)نلاحظ أن الالتواء سالب والتوزيع التكراري للبيانات ملتوٍ نحو اليمين، وKurtosis (5.240700)، أي إن التوزيع التكراري للبيانات منبسط؛ لأن قيمته أكبر من (3)، حيث إن القيمالمعيارية الطبيعية للالتواء والتفلطح هي على التوالي: Skewness(0)، Kurtosis(3).

اختبار الارتباط الذاتي لعوائد الأسهم لمؤشر سوق عمّان للأوراق المالية:

نجد أيضاً أن هناكارتباطاًمتسلسلاًبينعوائد مؤشر سوق عمّان للأوراق المالية،بمعنىأنعوائد مؤشر سوق عمّانلا تتصفبالاستقلالية، وذلك لأن 0.05> Probability(Autocorrellation) [28].

اختبار استقرار Stationaryعوائد مؤشر سوق عمّان للأوراق المالية:

نرفض فرضية العدم التي تنص على أن العوائد غير مستقرة، ونقبل الفرضية البديلة بأن عوائد مؤشر سوق عمّان للأوراق المالية مستقرة عند المستوى الأول (Level1)، (المتوسط الحسابي ثابت والانحراف المعياري منتظم (ضمن النفق)، فعندما نقول أن العوائد مستقرة فإن المعلومات التاريخية لا تؤثر على قيمة العوائد اليوم)، حيث نجد أنه عند مستوى دلالة (5%): 0.108337<0.146000 (kpss)Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin[29].

بعد استعراض النتائج نجد أن عوائد مؤشر سوق عمّان للأوراق المالية غير عشوائية، لأنها لا تحقق جميع شروط العشوائية الطبيعية، فقد جرى التوصل إلى تحقيق شرط واحد منها فقط، وهو شرط الاستقرار، وهذا غير كافٍ فشروط الانحدار الخطي البسيط غير محققة؛لذا نقوم بإجراء الانحدار غير الخطي باستخدام الـ (ARMA).

معادلة الانحدار غير الخطي:

بما أن عوائد سوق عمّان للأوراق المالية لا تخضع للتوزيع الطبيعي، ومرتبطة ذاتياً، لذلك لابد من الانتقال الى بيئة الانحدار غير الخطي ARMA، وتبين لنا من خلال الاختبار أن البيئة المثلى هي (3,3) ARMA، لكن في ظل

[28] **ملحق رقم(1)**
[29] **ملحق رقم(2)**

هذه البيئة نجد أن بواقي المعادلة غير متجانسة، واحتمال تجانس هذه البواقي(0.0110) أقل من (5%)[30]، بالتالي لابد من الانتقال إلى بيئة أخرى وهي بيئة الـ ARCH، وتبين لنا أن البيئة المثلى هي ARCH(3,3)، فمن خلالها أصبحت البواقي متجانسة أكبر من(5%)ولا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي وتوزيعها طبيعي، بالتالي فهي تحقق شروط العشوائية.

بعد الحصول على البيئة المثلى نطبق نموذج GARCH(1,1) لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، ويمكن تلخيص النتائج على النحو الآتي[31]:

الجدول رقم(3) مخرجات علاقة الانحدار غير الخطي GARCH(1,1)بين متغيرات الدراسة.

Coefficient	60.08892
Z-statistic	2.362597
Prob	0.0181
R^2	0.161126
DW	2.034191

المصدر: إعداد الباحث بناءً على نتائج التحليل الإحصائي.

نلاحظ أن العلاقة بين المتغيرين معنوية حيث: prob =0.0181 ومعامل التحديد (القوة التفسيرية)

R^2 = 0.161126صغير، ما يعني أن حوالي 16%من تقلبات عوائد الأسهم الشهرية تفسرها سيولة السهم، في حين أن هناك84%من العوامل الأخرى المؤثرة علىتقلبات عوائد الأسهم لم يجرِ إدخالها في النموذج ويجب أخذها بعين الاعتبار، وكذلك نجد أن إشارة المعامل Coefficient موجبة، بالتالي فإنه يوجد علاقة مهمة إحصائياً، وطردية بين سيولة السهم وتقلبات عوائد المؤشر،ونلاحظ أن قيمة Durbin Watson تقترب من (2)، وبالتالي نؤكد أن المتغير التابع وهو تقلبات عوائد المؤشر الشهرية غير مرتبط ذاتياً وهو عشوائي.

وللتأكد من سلامة النموذج نقوم بإجراء اختبار (Diagnostic tests) فنجد أن البواقي متجانسة أكبر من(5%)، بالتالي فإن النموذج سليم إحصائياً[32]، بالإضافة إلى أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي وتوزيعها طبيعي، بالتالي فهي تحقق شروط العشوائية.

النتائج والمناقشة:

جرى التوصل إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات عوائد الأسهم وسيولة السهم؛ أي إن للسيولة دوراً مهماً في التأثير على تقلبات عوائد الأسهم لابد من الاهتمام به، وهذا ما يتوافق مع الدراسة التي قام بها (2007، Andrikopoulos)التي توصلت إلى النتائج نفسها، ولكن هذا بالمقابل يتعارض مع الواقع النظري الذي يقول كلما زادت سيولة السهم كلما انخفضت تقلبات عوائد الأسهم؛ أي إن العلاقة عكسية بين سيولة السهم وتقلبات عوائد السهم، وذلك وفق النتائج التي تم التوصل إليها في دراسة (Jiang, 1995) والتي أكدت أن العلاقة بين السيولة وتقلبات عوائد السهم عكسية.

[30]ملحق رقم(3)
[31]ملحق رقم(4)
[32]ملحق رقم (5)

الاستنتاجات والتوصيات:

بينت النتائج التي جرى الحصول عليها من هذا الاختبار أنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية وطردية بين سيولة السهم وتقلبات عوائد مؤشر السوق، وهذا ما يتعارض مع الواقع النظري ويمكن إرجاع هذا إلى طبيعة السوق من حيث تركيز معظم المستثمرين على الاستثمار طويل الأجل،وعد متوفر صناع السوق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب سيولة السهم، بالإضافة إلى عد مكفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية،وبالتالي عجزهم عن إعطاء المشورة للمستثمرين.

وفي هذا المجال فإن **الباحث يوصي** بما يلي:

1-العمل على إجراء دراسات تتناول العوامل الأخرى، التي قد تؤثر على مخاطر الأسهم في سوق عمَّان للأوراق المالية، كسلوك التداول،وربحية السهم العادي، والقيمة السوقية وغيرها من العوامل، فالباحث اقتصر بدراسة عنصر واحد وهو سيولة السهم كونه من العوامل المهمة المؤثرة على تقلبات عوائد السوق.

2- ينبغي على الشركات القيام بتوزيعات الأرباح بشكل دوري ومستمر بهدف تشجيع المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية وبالتالي زيادة سيولة السوق المالي.

2- توصي الدراسة بإدخال نظام صناع السوق، لأن من مهام صانع السوق الرئيسة توفير أكبر عدد ممكن من الأسهم، ليتاح التداول عليها في السوق من خلال دورهم الرئيسي في تحديد الأسعار وتوفير النصح والمشورة للمتعاملين فيه ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء، لكي تزداد السيولة في السوق، وبالتالي يصبح السوق أكثر كفاءة، باعتبار أن السيولة من أهم العوامل المسببة لعدم كفاءة السوق.

3- العمل على زيادة شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني ،وتوفير الوعي الاستثماري مما يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

4- العمل على تخفيض بدلات التداول، بهدف تنشيط حركة التداول من خلال زيادة أوامر البيع والشراء في سوق عمَّان للأوراق المالية، مما يساعد على انتظام الأسعار واستقرارها وبالتالي انخفاض التقلبات الحادة في الأسعار وهذا يؤدي بدوره إلى تحقيق سمة عمق السوق والتي تعد من أهم خصائص السوق الجيد والكفء.

المراجع:

1- قائمة المصادر باللغة العربية:

1) الدكي، رنيم. العلاقة بين سيولة السهم والتوزيع الاحتمالي لعوائده ومخاطره النظامية دراسة تحليلية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2015، 12.

2) العاني، عماد. اندماج الأسواق المالية الدولية (أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي). بيت الحكمة، بغداد، 2002، 50.

3) الفيومي، نضال.أثر خصائص الأسواق الناشئة على اختبارات الكفاءة: دراسة تطبيقية على بورصة عمان. دراسات العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 2،2003، 322-333.

4) أبو الذهب، مدحت. دور صناع السوق في الحد من تقلبات سوق الأوراق المالية في مصر. رسالة ماجستير، جامعة الزقازيق، مصر، 2009، 100.

5) بسيوني، علياء.مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات المصرفية مع التطبيق على بعض الدول العربية ذات الاقتصاديات المتنوعة. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد الثاني عشر، العدد الثاني،2010، 7-30.

6) رمضان، زياد.العلاقة بين شدة تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق عمَّان المالية ومخاطر اقتنائها. مجلة دراسات للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الثاني عشر، العدد الخامس، 1985، 177-187.

2- قائمة المصادر باللغة الأجنبية:

1) ANANZEH, I.; JDAITAWI, Q.; Al-JAYOUSI, A. Relationship between Market Volatility and Trading Volume: Evidence from Amman Stock Exchange. International Journal of Business and Social Science, Vol. 4, N°.1, 2013, 188-198.

2) ANDRIKOPOULOS, V. Liquidity and Stock Price Volatility: Evidence from the Greek Stock Market. Master thesis, University of Piraeus MSc in Banking and Finance Department of Banking and Financial Management, 2007, 70.

3) ANGELIDIS, T. and ANDRIKOPOULOS, A. Idiosyncratic Risk, Returns and Liquidity in the London Stock Exchange: A Spillover Approach, International Review of Financial Analysis, Vol.19, N°. 1, 2010, 214-221.

4) BENIC, V. and FRANIC, I. Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets. Financial Theory and Practice, vol. 32, N°. 4, 2008, 477-498.

5) CHAI A, D.; FAFF B, R.; GHARGHORI, P. New Evidence on the Relation between Stock Liquidity and Measures of Trading Activity. International Review of Financial Analysis, vol. 19, N°.1, 2010, 181-192.

6) DATAR, K. Stock Market Liquidity: Measurement and Implications. Working Paper, 2000, 1-20.

7) HENTSCHEL, L. All in the Family Nesting Symmetric and Asymmetric GARCH Models. Journal of Finance Economics, 1995, Vol. 1, N°.1, 71-104.

8) JIANG, L. Essays on Stock Market Volatility. PHD, Concordia University, CANADA, 1995, 90.

9) JUN, S.; MARATHE, A.; and SHAWKY, H. Liquidity and Stock Returns in Emerging Equity Markets. Emerging Markets Review, Vol. 4, N°. 1, 2003, 1-24.

10) LI, B.; SUN, Q.; WANG, C. Liquidity, Liquidity Risk and Stock Returns: Evidence from Japan. European Financial Management, Vol.1, No.1, 2011, 126-151.

11) LAM, K. and TAM, L. Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong Stock Market, Journal of Banking & Finance, Vol 35, N°.1, 2011, 2217-2230.

12) NARAYAN, P. and ZHENG, X. The Relationship between Liquidity and Returns on the Chinese Stock Market. Journal of Asian Economics, Vol.22, No.1, 2011, 259-266.

13) PEREIRA, J. and ZHANG, H. Stock Returns and the Volatility of Liquidity. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 45, N°. 4, 2010, 1077-1110.

14) WANY, S. Daily Price Limit and Market Volatility: An Empirical Examination of the Taiwan Security Market (CHINA), PHD, University of Houston, CHINA, 1994, 40.

3- المواقع الإلكترونية:

Amman Stock Exchange, 20 DEC. 2014.
< http://www.ase.com.jo/>