

Factors Affecting The Market Value of Shares of Traditional Banks listed on The Damascus Securities Exchange

Essa Mohammed Housen^{*} 

(Received 20 / 10 / 2025. Accepted 4 / 5 / 2026)

□ ABSTRACT □

This research aims to test the impact of the internal and external factors on the market value of the shares of traditional banks listed in the Damascus Securities Exchange during the period from (2011-2021) . The sample included (11) traditional bank listed in the mentioned market. The internal factors were expressed through (share profitability, bank size, and trading size). External factors (inflation, gross domestic product growth rate, and political stability) as independent variables, while the market value of shares was the dependent variable and measured through the prices of divine close.

To achieve the goal, the ARDL model methodology was used to test joint integration by relying on quarterly data of the type Panel, after conducting the unit root tests to ensure the stability of the time chains of the study variables. The research results showed a significant effect for all studied variables. While the effect was significant and inverse for trading volume, it was significant and positive for the remaining variables in the long run. In the short term, a significant inverse effect was found for earnings per share, and a significant and positive effect for trading volume and political stability. No effect was observed for the remaining variables on the market value of the studied bank shares.

Keywords: the market value of shares, internal factors, external factors, private traditional banks, ARDL model methodology

Copyright  :Latakia University journal (formerly tishreen) -Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

^{*} Master's degree in Financial and Banking Sciences - Department of Financial and Banking Sciences - Faculty of Economics - Latakia University(formerly tishreen) , Syria.

essahousen19@latakia-univ.edu.sy

العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية



عيسى محمد حسين*

(تاريخ الإيداع 20 / 10 / 2025. قُبِلَ للنشر في 4 / 5 / 2026)

□ ملخص □

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر بعض العوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (2011-2021). واشتملت العينة على (11) مصرفاً تقليدياً مدرجاً في السوق المذكورة. تم التعبير عن العوامل الداخلية من خلال (ربحية السهم، حجم المصرف، وحجم التداول). والعوامل الخارجية (التضخم، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والاستقرار السياسي) كمتغيرات مستقلة، في حين كانت القيمة السوقية للأسهم هي المتغير التابع وتم قياسها من خلال أسعار الإغلاق الربعية.

ولتحقيق الهدف تم استخدام منهجية نموذج **ARDL** لاختبار التكامل المشترك بالاعتماد على بيانات ربعية من نوع **Panel**، وذلك بعد إجراء اختبارات جذر الوحدة للتأكد من استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة. وقد أظهرت نتائج البحث وجود أثر معنوي لكل المتغيرات المدروسة، فبينما كان الأثر معنوي وعكسي لحجم التداول، كان معنوي وطردني لبقية المتغيرات وذلك في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فتبين وجود أثر معنوي عكسي لربحية السهم، وأثر معنوي وطردني لحجم التداول والاستقرار السياسي، في حين لم يلحظ وجود أثر لبقية المتغيرات في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة.

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية للأسهم، العوامل الداخلية، العوامل الخارجية المصارف التقليدية الخاصة، منهجية نموذج **ARDL**.



حقوق النشر : مجلة جامعة اللاذقية (تشرين سابقاً) - سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب

الترخيص CC BY-NC-SA 04

* - باحث حاصل على الماجستير باختصاص العلوم المالية والمصرفية - قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الاقتصاد - جامعة

اللاذقية (تشرين سابقاً) - سورية. essahousen19@latakia-univ.edu.sy

1- المقدمة:

تشكل القيمة السوقية للأسهم أحد أبرز المؤشرات الدالة على أداء الشركات المدرجة في الأسواق المالية، لما تعكسه من تصورات المستثمرين تجاه الربحية المستقبلية والمخاطر المرتبطة بالسهم. وتبرز أهمية دراسة محددات هذه القيمة، خاصة في قطاع المصارف التقليدية، نظراً لدوره الحيوي في تحريك عجلة الاقتصاد وتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة. وقد أظهرت الأدبيات الاقتصادية أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بمجموعة من العوامل منها الداخلية (المرتبطة بالأداء المالي والتشغيلي للمصرف)، مثل ربحية السهم، العائد على حقوق الملكية، وحجم التداول، ومنها خارجية، تتصل بالبيئة الاقتصادية الكلية كالتضخم، وسعر الصرف، والنمو الاقتصادي.

في السياق السوري، وتحديداً في ظل الظروف الاقتصادية والسياسية الاستثنائية التي مرت بها البلاد خلال الفترة (2011-2021)، بات من الضروري إعادة تقييم العلاقة بين هذه المحددات وأداء الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وخاصة في قطاع المصارف التقليدية الذي حافظ على حضوره في السوق رغم التحديات.

بناءً عليه، يهدف هذا البحث إلى تحليل العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، من خلال إطار قياسي يعكس طبيعة هذه العلاقة واتجاهها، سعياً للوصول إلى مؤشرات تساهم في دعم قرارات المستثمرين وصنّاع السياسات في السوق المالية السورية.

2- الدراسات السابقة:

عالجت العديد من الدراسات السابقة موضوع العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المصارف بطرائق إحصائية وقياسية متعددة. نذكر منها

2-1- الدراسات العربية:

دراسة ماهر في عام 2024[3] والتي هدفت إلى اختبار أثر مؤشرات الأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم عينة من المصارف العراقية للفترة بين (2010-2021). وتكونت العينة من سبعة مصارف تجارية عراقية. استخدمت الدراسة مؤشرات الأداء المالي كمتغيرات مستقلة من خلال: (مؤشر صافي الربح، معدل العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأسهم)، بينما كانت القيمة السوقية للسهم هي المتغير التابع. لتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام متجه الانحدار الذاتي VAR لتحديد فترات الإبطاء المثلى، واختبار بيدروني للكشف عن وجود التكامل المشترك بين المتغيرات، كما استخدمت منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع PMG/ARDL، باستخدام Eviews 12. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي وعكسي لمؤشر صافي الربح، بينما بقيت المتغيرات كان لها أثر معنوي وطرد في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير، فقد كانت جميع المتغيرات غير معنوية، باستثناء العائد على حقوق الملكية فقد كان له أثر معنوي وعكسي.

أما دراسة الطائي والشكرجي في عام 2022[6] فقد هدفت إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للأسهم لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2019)، وذلك لتقييم مدى إمكانية استخدام مؤشرات الربحية كإنذار مبكر في حال تعرض المصارف للمخاطر المالية. وتكونت العينة من عشرة مصارف تجارية عراقية مدرجة في السوق المذكورة. اعتمدت الدراسة الربحية كمتغير مستقل مقاساً من

خلال: العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، صافي هامش الربح التشغيلي NOPM، ربحية السهم EPS، هامش صافي الربح NPM، استغلال منفعة الموجودات AU، ومضاعف حق الملكية EM، بينما كان المتغير التابع هو القيمة السوقية للمصارف المدروسة مقاساً من خلال القيمة الكلية للأسهم المتداولة (عدد الأسهم * سعر السهم). لتحقيق الهدف تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد باستخدام 'Spss var 26، Eviews10. وتوصلت الدراسة إلى أن كل من العائد على حقوق الملكية وهامش صافي الربح لا يؤثران معنوياً في القيمة السوقية للمصارف، بينما كان كل من العائد على الأصول، استغلال منفعة الموجودات، صافي هامش الربح التشغيلي، ربحية السهم ومضاعف حق الملكية لهم أثراً معنوياً في القيمة السوقية للمصارف عينة الدراسة، وكان التأثير الأقوى للمتغيرات بالترتيب الذي وردت فيه بدءاً من العائد على الأصول وانتهاءً بمضاعف حق الملكية. بينما دراسة **كنجو والحلي المطبقة في سوريا 2021** [36] فهدفت إلى التعرف على العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة بين (2015-2019). وتكونت العينة من ثلاثة مصارف إسلامية عاملة في سورية وهي: (بنك سورية الدولي الإسلامي- بنك البركة- بنك الشام). اعتمدت الدراسة على المتغيرات المستقلة التالية: معدل العائد على حقوق المساهمين، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، القيمة الدفترية، معدل المديونية، ربحية السهم، ومعدل دوران السهم، بينما كان المتغير التابع هو القيمة السوقية للأسهم معبراً عنه بمتوسط سعر الإغلاق السنوي. لتحقيق الهدف تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط وباستخدام برنامج SPSS. وتوصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر معنوي لكل من ربحية السهم، القيمة الدفترية، معدل المديونية، ومعدل دوران السهم، في القيمة السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي وبنك البركة، بينما كان هناك أثر معنوي لكل من العائد على حقوق المساهمين، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في القيمة السوقية لأسهم البنوك السابقة، أما فيما يخص بنك الشام الإسلامي فتبين أنه لا يوجد أثر معنوي لكل من العائد على حقوق المساهمين، القيمة الدفترية، ومعدل دوران السهم، في القيمة السوقية لأسهمه، بينما يوجد أثر معنوي لكل من ربحية السهم، ومعدل المديونية، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، في القيمة السوقية لأسهمه. وكذلك هدفت دراسة **خلف وآخرون في عام 2021** [35] إلى تحليل أثر الربحية في القيمة السوقية لسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي للفترة من عام 2010 إلى عام 2019. اعتمدت الربحية كمتغير مستقل مقاسة من خلال العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، بينما كان المتغير التابع هو القيمة السوقية للسهم مقاساً من خلال متوسط سعر إغلاق السهم السنوي. لتحقيق الهدف تم استخدام نموذج الانحدار البسيط وباستخدام برنامج SPSS 16. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي للربحية مقاسة بالعائد على الأصول وعلى حقوق الملكية في القيمة السوقية لسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي.

2-2- الدراسات الأجنبية:

دراسة **Aleena et al.** في عام 2025 [20]. هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على عوائد أسهم المصارف في الهند للفترة (2013-2023)، مع التركيز على الفرق بين المصارف الخاصة والعامّة. تكونت العينة من عشرة مصارف عامة وخاصة مدرجة في بورصة الهند. استخدمت الدراسة كل من: (سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، وسعر الفائدة) كمتغيرات مستقلة، وتمت إضافة COVID19، كمتغير وهمي يساوي (1) في 2020 و 2021، و (0) لباقي السنوات، فيما كان المتغير التابع هو العوائد الربعية لأسهم المصارف. لتحقيق

الهدف تم استخدام منهجية بانالاساكنة، وتم إجراء اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات العشوائية والثابتة، واختبار Breusch and Pagan Im للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات العشوائية والمربعات الصغرى العادية، وتبين أن OLS الأنسب للدراسة¹. وتوصلت الدراسة أن كل من COVID19، التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الفائدة لهم أثر معنوي وطرد في عوائد أسهم المصارف المدروسة. بينما كان لسعر الصرف أثر معنوي وعكسي. كما بينت الدراسة أن المصارف العامة أكثر حساسية للتغيرات الاقتصادية من المصارف الخاصة. بينما دراسة Darami et al., في عام 2022 [30] هدفت إلى تحليل العوامل التي تؤثر في أسعار أسهم المصارف التجارية المدرجة في بورصة ماليزيا بين عامي (2011-2020). اعتمدت الدراسة على البيانات السنوية الواردة في التقارير السنوية للمصارف عينة الدراسة. وقد تكونت العينة من تسعة مصارف تجارية مدرجة في البورصة المذكورة. استخدمت الدراسة كل من ربحية السهم، نسبة توزيع الأرباح، عائد الأرباح، نسبة السعر إلى الربح وحجم المصرف كمتغيرات مستقلة، بينما كان سعر السهم السوقي هو المتغير التابع. ولتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد باستخدام برنامج Eviews. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي وطرد بين كل من ربحية السهم، نسبة توزيع الأرباح، عائد الأرباح، وحجم المصرف وسعر السهم. بينما كان لنسبة السعر إلى الربح أثر معنوي وعكسي. وبينت الدراسة إلى أن كل من عائد الربح، وربحية السهم، ونسبة السعر إلى الربح هي أكثر العوامل التي تساهم في تحديد سعر سهم المصارف المدروسة [2].

في حين دراسة Masdah et al., في عام 2022 [30] هدفت إلى تحليل أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية في أسعار أسهم القطاع المصرفي في إندونيسيا للفترة الممتدة من الربع الثاني 2005 إلى الربع الرابع 2019. استخدمت الدراسة أسعار الفائدة، إجمالي المعروض النقدي، التضخم، وأسعار الصرف كمتغيرات مستقلة، بينما كان المتغير التابع هو أسعار أسهم القطاع المصرفي. كما تم تضمين العائد على الأصول ROA كمتغير ضابط. ولتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام نموذج VAR المقيد المعروف باسم نموذج تصحيح الخطأ المتجه (VECM) من أجل تحديد العلاقة قصيرة المدى بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، واستخدمت اختبار التكامل المشترك لتحديد العلاقة طويلة الأجل. وتوصلت الدراسة إلى أن كل من المعروض النقدي، التضخم، والعائد على الأصول لهم تأثير معنوي وطرد في أسعار أسهم القطاع المصرفي خلال الفترة المدروسة على الأجل الطويل، بينما كان لسعر الفائدة، سعر الصرف أثر عكسي غير أنه غير معنوي في أسعار أسهم المصارف عينة الدراسة في الأجل الطويل. كما بينت الدراسة وجود أثر معنوي وطرد في الأجل القصير لكل من المعروض النقدي، والتضخم في أسعار أسهم القطاع المصرفي خلال الفترة المدروسة، في حين كان الأثر عكسي غير معنوي لسعر الفائدة، وطرد غير معنوي للعائد على الأصول وسعر الصرف في أسعار أسهم المصارف المدروسة.

3-التعقيب على الدراسات:

بعض عرض الدراسات السابقة نلاحظ أنها اختلفت من حيث الهدف، حيث هدفت بعضها إلى دراسة أثر المحددات الداخلية في القيمة السوقية للأسهم كدراسة الحلبي وكنجو في عام 2021، ودراسة ماهر في عام 2024، ودراسة Darami et al في عام 2022. وأخرى هدفت إلى دراسة أثر المحددات الخارجية كدراسة Aleena et al في عام

¹ - لم تذكر الدراسة البرنامج الإحصائي المستخدم.

2025. فضلاً عن دراسة تناولت أثر كلا النوعين من المحددات الداخلية والخارجية وهي دراسة Masdah et al., في عام 2022. أما فيما يتعلق بالبيئة المدروسة فقد اختلفت، حيث طبقت دراسات في العراق مثل دراسة ماهر في عام 2024، ودراسة الطائي والشكرجي في عام 2022. وأخرى في سورية وهي دراسة الحلبي وكنجو في عام 2021، ودراسة الخلف وآخرون في عام 2021. ودراسة في الهند وهي Aleena et al., في عام 2025. وكذلك في ماليزيا وهي دراسة Darami et al., في عام 2022. وأخيرة في إندونيسيا وهي دراسة Masdah et al., في عام 2022. كما وافقت الدراسات السابقة في العينة المدروسة فمعظم الدراسات طبقت على مصارف تقليدية باستثناء دراسة الحلبي وكنجو في 2021، ودراسة خلف وآخرون في عام 2021. فقد طبقت دراستها على المصارف الإسلامية. ويشار إلى اختلاف آخر يتعلق بالأساليب الإحصائية المطبقة، حيث اعتمدت دراسة ماهر في عام 2024 نموذج VAR ومنهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع PMG/ ARDL. وبعدها اتبع نموذج الانحدار الخطي المتعدد كدراسة الطائي والشكرجي في عام 2022 ودراسة Darami et al., في عام 2022. ودراسات أخرى اعتمدت الانحدار الخطي البسيط كالدراسات المطبقة في سوريا وهما دراستي الحلبي وكنجو، ودراسة خلف وآخرون في عام 2021. بينما استخدمت دراسة Aleena et al., في عام 2025 على نماذج بانل الساكنة. ولربما تكون الاختلافات سابقة الذكر هي السبب في اختلاف نتائج تلك الدراسات. ومنه يختلف هذا البحث عن الدراسات المطبقة في سورية بأنه سيقوم باختبار أثر مجموعة من المحددات الداخلية والخارجية معاً في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تعتبر هذه الدراسة إضافة علمية للدراسات التي تمت في سورية في هذا المجال، بسبب قلة وجود دراسات تناولت معاً أثر النوعين من المحددات في القيمة السوقية لأسهم المصارف. فضلاً عن اختبار أثر متغير الاستقرار السياسي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة، وهذا ما لم نجده في أي من الدراسات المطبقة في سورية.

4- مشكلة البحث:

تُعَدّ القيمة السوقية لأسهم المصارف مؤشراً جوهرياً عل بأدائها المالي ومكانتها في السوق، إلا أن تحديد العوامل التي تتحكم في هذه القيمة لا يزال موضع خلاف في الأدبيات الاقتصادية.

فقد كشفت الدراسات السابقة عن تباينات ملحوظة في نتائجها في ما يتعلق بالمحددات المؤثرة فيها، دون اتفاق واضح حول أسباب هذا التباين.

وتزداد الحاجة إلى مزيد من البحث في هذا المجال، خاصة في سياقات الأسواق الناشئة التي تتسم بخصوصية اقتصادية ومؤسسية، كما هو الحال في سوق دمشق للأوراق المالية.

وفي ضوء الأهمية المتزايدة لقطاع المصارف ضمن هذا السوق، تبرز الحاجة إلى دراسة محدّدات القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار العوامل الداخلية الخاصة بكل مصرف، إلى جانب المتغيرات الخارجية المرتبطة بالبيئة الاقتصادية الكلية.

وعليه يمكن التعبير عن مشكلة الدراسة بالسؤال البحثي التالي:

هل يوجد أثر للعوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟ ويتفرع عنه:

- ✓ هل يوجد أثر لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟
- ✓ هل يوجد أثر لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟
- ✓ هل يوجد أثر لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟
- ✓ هل يوجد أثر للتضخم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟
- ✓ هل يوجد أثر لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟
- ✓ هل يوجد أثر لاستقرار سياسي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير؟

5- أهمية البحث وأهدافه:

تبرز الأهمية النظرية لهذه الدراسة من طبيعة موضوعها المتجدد والمتغير باستمرار، وأيضاً في تناولها المتزامن للعوامل الداخلية والخارجية التي قد تؤثر في القيمة السوقية لأسهم المصارف، وهو جانب لم يُولِه الباحثون اهتماماً كافياً خاصة في سياق سوق مشغل للأوراق المالية.

وتتمثل المساهمة النظرية الأبرز في إدراج متغير ذي طبيعة كلية لم يحظَ بدراسة كافية، وهو مؤشر الاستقرار السياسي.

ومن المنظور المنهجي، تعتمد الدراسة على نموذج ARDL ضمن بيانات Panel، الذي يتصف بقدرته النظرية على التمييز بين الأثرين قصير وطويل الأجل للمتغيرات.

وتتبع الأهمية العملية لهذا البحث من تحليله لأثر عدد من العوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق مشغل للأوراق المالية خلال الفترة (2011-2021)، وهي فترة اتسمت بظروف اقتصادية وسياسية متقلبة تتطلب دراسات تطبيقية دقيقة.

كما وتتيح النتائج المرتقبة من هذه الدراسة إمكانية استفادة إدارات المصارف منها مما يساعد في تشخيص مكانن القوة والضعف ومعالجته بوسائل علمية تؤدي إلى تعزيز القيمة السوقية لأسهمها.

بالإضافة إلى أنها تمكن من تطوير فهم واقعي لتأثير العوامل الخارجية، كالتغيرات الاقتصادية والسياسية، وكيفية التفاعل معها بفعالية لتفادي آثارها السلبية في القيمة السوقية للأسهم.

ويهدف البحث إلى اختبار أثر بعض العوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي 2011 - 2021 في الأجلين الطويل والقصير.

6-فرضيات البحث:

ختبر البحث الفرضية الأساسية التالية:

يوجد أثر معنوي للعوامل الداخلية والخارجية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة بين 2011- 2021 في الأجلين الطويل والقصير ويتفرع عنه:

- ✓ يوجد أثر معنوي لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير.
- ✓ يوجد أثر معنوي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير.
- ✓ يوجد أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير.
- ✓ يوجد أثر معنوي للتضخم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير.
- ✓ يوجد أثر معنوي لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير.
- ✓ يوجد أثر معنوي للاستقرار السياسي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2021 في الأجلين الطويل والقصير.

7- طرائق البحث وموارده:

تم استخدام المنهج الوصفي في إعداد الإطار النظري للدراسة وذلك بالرجوع إلى الدراسات المكتبية والمصادر الثانوية والمقالات والدراسات والرسائل الجامعية. كما اعتمد المنهج التحليلي لاختبار الفرضيات الخاصة بالدراسة، حيث

تم تحليل البيانات المتعلقة بفرضيات الدراسة بعد جمعها من المصادر الأولية وتبويبها ومعالجتها للوصول إلى نتائج الدراسة. وشمل مجتمع البحث جميع المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها (14) مصرفاً (تقليدياً وإسلامياً)، أما عينة البحث فقد اقتصر على المصارف التقليدية البالغ عددها (11) مصرفاً للفترة الممتدة بين 2011 وحتى 2021. وتم الاعتماد على بيانات ربعية. كما تم تحويل المتغيرات السنوية إلى ربعية وفق طريقة-cubic match-last. ويبين الجدول رقم (1) متغيرات الدراسة، نوعها، طرق قياسها، ومصادر بياناتها.

7-1- متغيرات البحث:

جدول رقم (1) متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغير	الترميز	طريقة الحساب	مصدر البيانات
المتغير التابع			
القيمة السوقية للأسهم	MV	أسعار الإغلاق الربعية	القوائم المالية للمصارف المدروسة
المتغيرات المستقلة			
ربحية السهم	EPS	صافي الدخل - حصة الأسهم الممتازة / عدد الأسهم العادية المصدرة	القوائم المالية للمصارف المدروسة
حجم المصرف	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول المصرف	القوائم المالية للمصارف المدروسة
حجم التداول	TV	عدد الأسهم المتداولة	التقارير الربعية لسوق دمشق للأوراق المالية
التضخم	INF	التغير في مؤشر أسعار المستهلك	موقع المصرف المركزي. موقع المكتب المركزي للإحصاء.
معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	RGDP	$GDp_t - GDp_{t-1} / GDp_{t-1}$	موقع المكتب المركزي للإحصاء.
الاستقرار السياسي	SPI	مؤشر غياب العنف والإرهاب بحسب تصنيفات البنك الدولي حيث تم اعتماد P-Rank كنسبة (100 حد أعلى - 0 حد أدنى)	منظمة WGI التابعة للبنك الدولي

المصدر: من إعداد الباحث

8- الإطار النظري:

القيمة السوقية للأسهم، مفهومها، وأهميتها:

تشكل القيمة السوقية للأسهم ومحدداتها محوراً أساسياً لهذا البحث، نظراً لارتباطها المباشر بواقع المؤسسات وتفاعلها مع معطيات السوق المالي. وفي هذا الإطار، سيتم التطرق إلى مفهوم هذه القيمة، وبيان أهميتها، إلى جانب استعراض الطرائق المستخدمة في قياسها.

8-1- مفهوم القيمة السوقية:

تعرف القيمة السوقية للسهم بأنها: "القيمة السوقية لسعر سهم المؤسسة معبراً عنها بسعر الإغلاق للسهم لكل مؤسسة من المؤسسات ضمن العينة في نهاية السنة المالية مضروباً بعدد الأسهم المكتتب بها" [4]. وتعرف أيضاً: "بأنها القيمة النقدية التي يدفعها المستثمر في فترة زمنية محددة، والتي تحددها قوى العرض والطلب في السوق المالية" [14].

8-2- أهمية القيمة السوقية للأسهم:

تُعدُّ القيمة السوقية للأسهم من أهم المؤشرات التي تعبر عن تقديرات السوق لقيمة الشركة، أو المصرف، حيث تعكس آراء المستثمرين بشأن الأداء المالي الحالي، والتوقعات المستقبلية للنمو والربحية.

فهي تعكس بشكل مباشر مدى ثقة السوق في قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستدامة في المستقبل.

فمن خلال القيمة السوقية، يعكس سعر السهم في السوق تقييم المستثمرين لأداء الشركة في ظل الظروف الاقتصادية والمالية الراهنة.

هذا يساعد على تحديد قدرة الشركات على جذب الاستثمارات، وامتلاك القوة المالية اللازمة للتوسع والنمو.

كما وتساهم القيمة السوقية للأسهم في تحسين قدرة الشركات على الحصول على تمويلات إضافية بشروط ميسرة، مما يعزز قدرة تلك الشركات على تنفيذ مشاريع جديدة وتحقيق أرباح طويلة الأجل.

وتستخدم القيمة السوقية على نطاق واسع كأداة لاتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ يعتمد المستثمرون عليها في تقييم ما إذا كانت الأسهم مقومة بأقل أو بأعلى من قيمتها الحقيقية [27، 1].

وتُدرج القيمة السوقية أيضاً ضمن مكونات العديد من المؤشرات المالية العالمية مثل مؤشر S&P 500، مما يبرز دورها كمعيار لقياس حجم الشركات والمصارف ومكانتها في الأسواق العالمية [15].

8-3- العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم:

تتأثر القيمة السوقية للأسهم بتفاعل مجموعة واسعة من العوامل، مما يجعل هذه القيمة غير مستقرة ومتغيرة باستمرار.

تشير الأدبيات المالية إلى أن القيمة السوقية للمؤسسات المالية تُعبر عنها أسعار الأسهم في السوق، وأن الأساس الذي يحدد القيمة السوقية للمؤسسة يتأثر بتوازن قوى العرض والطلب والعوائد والمخاطر، وهي قوى تتأثر بمجموعة من

العوامل التي يمكن تقسيمها إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية، تشمل المتغيرات الاقتصادية الكلية والظروف العامة في البلد، مثل الاستقرار السياسي، الإشاعات، والمحددات القانونية [29].

تُعرف العوامل الداخلية "بأنها مجموعة العوامل التي تتبع من داخل المصرف نفسه، وتعكس خصائصه التشغيلية والمالية والتنظيمية، وتشمل البيانات المستخرجة من القوائم المالية، كالنسب والمؤشرات المالية، إضافةً إلى سمات بنىوية كحجم المصرف وعمره وهيكله الإداري".

بينما العوامل الخارجية لا تخضع لسيطرة الإدارة الداخلية للمؤسسة مالكة الأسهم، سواء أكانت مصرفاً أو أي مؤسسة أخرى.

وتُعد هذه المحددات انعكاساً للبيئة الاقتصادية العامة التي تعمل فيها المصارف، وتشمل متغيرات مثل معدل النمو الاقتصادي، التضخم، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، مستوى التوظيف، الاستقرار السياسي، التطور التكنولوجي، بالإضافة إلى العوامل النفسية واتجاهات المستثمرين في السوق [13].

هناك العديد من العوامل الداخلية والخارجية للقيمة السوقية للأسهم، ولكن اقتصر هذا البحث على العوامل الآتية:

8-3-1- مؤشر ربحية السهم:

تعتبر ربحية السهم إحدى النسب المالية التي تظهر مقدار الفوائد التي يحصل عليها المساهمين عن كل سهم. ويعطى بالعلاقة [34]: $\text{ربحية السهم الواحد} = \text{صافي الربح المتاح لحملة الأسهم} / \text{عدد الأسهم العادية}$. ومن خلال مراقبة ربحية السهم يمكن للمستثمرين ومحلي السوق معرفة الوضع الاقتصادي للمصرف، حيث أنه كلما زادت النسبة المئوية من ربحية السهم كلما كان ذلك أفضل [34]. وتعتبر ربحية السهم بشكل عام أهم عامل لتحديد سعر السهم السوقى وقيمة المصرف.

8-3-2- حجم التداول:

يُعد حجم التداول أحد المؤشرات الأساسية لنشاط السوق، ويعكس مدى اهتمام المستثمرين بالسهم أو السوق بشكل عام، حيث يرتبط عادةً بالتغيرات في الأسعار. فارتفاع حجم التداول قد يشير إلى تزايد الطلب أو العرض، ما يُمهد لتحركات سعرية لاحقة، في حين يُعد انخفاضه إشارة إلى ضعف الاهتمام بالسهم أو حالة من الترقب [9].

ترتبط العديد من الافتراضات النظرية بين عوائد الأسهم وحجم التداول. ففرضية مزيج التوزيع: افترضت أن عوائد الأسهم اليومية وحجم التداول اليومي هو مجموع تغيرات أسعار الأسهم السوقية، وحجم تداولها بشكل فردي خلال اليوم على التوالي. إن حجم التداول يستخدم لقياس الخلاف بين المتداولين، حيث يقوم المستثمرون بمراجعة أسعار السوق بناءً على وصول معلومات جديدة إليه. حيث يزداد مستوى حجم التداول مع اتساع درجة الخلاف بين المتداولين. وبالتالي ترتبط القيمة السوقية للأسهم وحجم التداول بشكل غير مباشر بسبب اعتمادهما المشترك على متغير تدفق المعلومات [22].

بينما جاءت فرضية وصول المعلومات المتسلسلة التي تنص على أنه عندما تصل معلومات جديدة إلى السوق، لا يتم نقلها إلى جميع المستثمرين في وقت واحد، بدلاً من ذلك يتم نشرها بالتتابع لتصل إلى السوق في أوقات وسرعات مختلفة [22]. لذلك فإن تغير القيمة السوقية للأسهم وتغير حجم التداول عند وصول المعلومات إلى مستثمر جديد، يعتمد بشكل أساسي على طبيعة استجابة المستثمرين السابقين للمعلومات الواردة إلى السوق، وعلى طبيعة استجابة المستثمر الحالي الذي يتلقى هذه المعلومات، سواء طردية أو عكسية. وعلى الرغم من تفسيرها لهذه العلاقة فلا يمكن للمتداولين فهم تحرك الأسعار بالرغم من زيادة عمليات التداول الناتجة عن وصول المعلومات للمستثمرين تالياً [24].

بينما نصت فرضية تجار الضوضاء على أن تجار الضوضاء قد يتخذون قراراتهم الاستثمارية بالبيع أو الشراء دون الاستناد على أي أسس اقتصادية (كعواطفهم، الإشاعات، أو تحليلات غير دقيقة)، مما يؤدي إلى سوء تسعير مؤقت في أسعار الأسهم السوقية على المدى القصير، ثم تختفي هذه الحالة على المدى الطويل [16]. وفي المقابل أشارت فرضية الاختلاف في الرأي أن المستثمرين يتلقون المعلومات المتدفقة إلى السوق نفسها في ذات الوقت، غير أن كل مستثمر يفسرها بطريقة مختلفة عن غيره، وبالتالي يميل المستثمرون إلى زيادة التداول عند الانتشار الكبير لمعتقداتهم، مما يؤدي لوجود علاقة طردية بين الأسعار وحجم التداول [16].

8-3-3- حجم المصرف:

يتم تحديد حجم المصرف من خلال إجمالي الأصول التي يمتلكها. فالأصول هي عنصر مهم في المصارف، والمصرف ذو حجم الأصول الأكبر يكون أكثر ربحية من المصرف ذو حجم الأصول الأصغر باعتبار المصرف الأكبر لديهم مستوى أعلى من الكفاءة. ويعد حجم المصرف أيضاً عاملاً يؤثر على قيمته السوقية، وذلك من خلال زيادة قدرته على الحصول على مصادر التمويل الداخلية والخارجية مع زيادة حجمه المتمثلة بأصوله، وبالتالي تميل المصارف ذات حجم الأصول الكبير إلى أن تكون أكثر جاذبية للمستثمرين وهذا سيؤثر على أسعار أسهمها [32]. وبالتالي يزداد الطلب عليها وتميل القيمة السوقية لها للارتفاع.

8-3-4- التضخم:

"يشير مصطلح التضخم إلى حركة صعودية للأسعار، تتصف بالاستمرار الذاتي، تنتج عن فائض الطلب الزائد عن قدرة العرض. وبمفهوم بسيط للتضخم فهو زيادة كمية النقود بدرجة تنخفض معها قيمة النقود، أي ارتفاع مستوى الأسعار" [21].

يُنظر إلى التضخم باعتباره أحد العوامل الاقتصادية الكلية الأساسية التي تؤثر في الأسواق المالية، ولا سيما على أسعار الأسهم. فعند ارتفاع معدلات التضخم، تتراجع القيمة الحقيقية للعوائد المستقبلية للمؤسسات، مما قد يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وتراجع أسعارها. كما أن التضخم يعزز من حالة عدم اليقين في السوق، ويزيد من

تكاليف الإنتاج والتشغيل، مما يُضعف ربحية المؤسسات ويقلل من جاذبيتها الاستثمارية. ومع ذلك، فقد أظهرت بعض الدراسات نتائج متفاوطة حول طبيعة هذا الأثر، حيث وجدت في بعض الأحيان علاقة عكسية، وفي أحيان أخرى علاقة طردية، ما يعكس تعقيد العلاقة وارتباطها بعوامل اقتصادية ومؤسسية أخرى [26، 28].

الدراسات المتعلقة بتأثير التضخم على أسعار الأصول لها تقليد طويل في المجال المالي. وتعتبر نقطة البداية نظرية الفائدة من قبل فيشر عام 1930 الذي قدم فكرة أن العائد الإسمي المتوقع للسهم، يجب أن يساوي العائد الحقيقي، ومعدل التضخم المتوقع (ما يسمى بتأثير فيشر) [10]. فارتفاع التضخم المتوقع، مع ثبات العوامل الأخرى، سيؤدي إلى انخفاض الثقة بالعملة النقدية، فيلجأ المستثمرون في السوق المالي إلى التهرب من ضريبة التضخم من خلال اقتناء الأسهم بدلاً من النقود، لأن احتفاظهم بالنقود سيحقق لهم خسائر، بسبب انخفاض القيمة الحقيقية للنقود [7].

أما فاما (1980) من خلال نظريته Proxy Effect (آلية التأثير البديل)، استنتج وجود علاقة عكسية حتمية بين عوائد الأسهم ومعدل التضخم. فعندما يزداد النشاط الحقيقي، سترداد عوائد الأسهم، بالإضافة إلى أن زيادة مستوى النشاط الحقيقي، تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود، غير أن سياسة البنك المركزي لتخفيض معدل التضخم، ستحد من نمو العرض النقدي، ومن هنا تصبح العلاقة بين معدل التضخم وعوائد الأسهم عكسية. أما عندما ينخفض مستوى النشاط الحقيقي، ستنخفض عوائد الأسهم، وبانخفاض مستوى النشاط الحقيقي، سينخفض معه الطلب على النقود، وعندها تؤدي سياسة البنك المركزي إلى زيادة العرض النقدي عن طريق إجراءات السياسة النقدية، إلى ارتفاع معدل التضخم، والتي تعكس بدورها أيضاً العلاقة العكسية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم [31، 11].

ووفقاً لما قاله فلدشتاين تنخفض أسعار الأسهم عندما يرتفع معدل التضخم، لأنه بارتفاع معدل التضخم، تنخفض القوة الشرائية، ما يؤثر على أسعار كل السلع والخدمات بما فيها أسعار الأسهم السوقية. كما وتنخفض أسعار الأسهم بدورها عندما يرتفع معدل التضخم المتوقع، لأن ارتفاع معدل التضخم، يولد مستوى من عدم اليقين، وهذا يؤثر سلباً على عوائد الأسهم، فزيادة مستوى عدم اليقين، يسبب في انخفاض النشاط الاقتصادي، وانخفاض في الإنتاج المتوقع في المستقبل، وكنتيجة لذلك تنخفض أسعار الأسهم الحالية. كما أظهرت دراسة Feldstein تأثير التضخم في القيمة السوقية للأسهم من خلال الضرائب على دخل الشركة، وتكاليف الاهتلاك، والضرائب المفروضة على الأرباح الرأسمالية الإسمية، فعندما يرتفع معدل التضخم، تؤثر تكاليف الاهتلاك على أرباح المؤسسة، لأنه يتم حساب الاهتلاك على أساس التكلفة التاريخية (زمنية)، والتي لا تتأثر عند ارتفاع معدل التضخم، وبالتالي سيكون الاهتلاك أقل من المفترض، مما سيدفع إلى رفع الربح الخاضع للضريبة. افترض Feldstein أن الشركة تدفع كل دخلها بعد خصم الضرائب على شكل توزيعات أرباح للمستثمرين، وبالتالي إذا ارتفعت أرباح الشركة، فإن هذا سينعكس على أسعار أسهمها بالارتفاع [25].

8-3-5- الناتج المحلي الإجمالي:

يعرف الناتج المحلي الإجمالي بأنه: "إجمالي القيمة النقدية، أو السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة داخل حدود البلد في فترة زمنية محددة" [18]. فإن التنبؤ بالوضع الذي سوف تكون عليه نتائج هذا المعدل في المستقبل، يساعد في التنبؤ بالوضع الاقتصادي للبلد، وهذا بدوره ينعكس على سوق الأوراق المالية فيه [18]. لذلك معدلات النمو المرتفعة، تحسن القيمة السوقية لأسهم المصارف، من خلال تحسين مستوى معيشة الأفراد، والذي يشجعهم على الادخار والاستثمار، ما يزيد الطلب على القروض، بهدف الاستثمار، وتزيد معدلات سداد المقترضين لالتزاماتهم، وفي المحصلة، سيتحسن أداء المصارف، وستزيد معدلات العائد الممنوحة للمساهمين، ويزداد الطلب على أسهمها في السوق [19].

8-3-6- الاستقرار السياسي:

يعتبر عدم الاستقرار السياسي أحد العناصر الجوهرية في قرار الاستثمار، فالمستثمرون لن يجازفوا على المخاطرة برؤوس أموالهم في بيئة ينظر إليها على أنها غير مستقرة، مدركين بذلك حجم المخاطرة التي قد تسبب لهم خسارة أموالهم المستثمرة. وعلى العكس فإن المستثمرين يشعرون في البيئة السياسية المستقرة مصدر طمأنينة وثقة لهم من حيث القوانين والأنظمة التي تخضع لها استثماراتهم [23]. عموماً يترتب على عدم الاستقرار السياسي شعور بعدم اليقين بشأن مدى استقرار النظام القانوني، وكذلك عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية في المستقبل، فضلاً عن انعكاسه سلباً على المحددات الأساسية للنمو الاقتصادي، من خلال تراجع الاستثمار في رأس المال المادي والبشري، وانخفاض الإنتاجية الكلية، فحالة عدم اليقين بشأن المستقبل المرافقة لحالة عدم الاستقرار السياسي تؤدي إلى تراجع الاستثمارات، بالإضافة إلى اضطراب مسار العمل في الأسواق المختلفة بسبب الهجرة، واضطراب عمل السياسة المالية والنقدية التي تقود للتضخم. وبناءً عليه تكون الأسواق المالية أحد أوجه الأنشطة الاقتصادية المتأثرة بحالة عدم الاستقرار السياسي، بحيث ينخفض الطلب وتداول الأسهم فيها، وذلك باعتبار أن المستثمرين يرغبون ببيئة آمنة للاستثمار، وهذا بالمجمل يقود إلى انخفاض قيمة الأسهم [5].

9- النتائج والمناقشة:

قبل البدء بدراسة أثر العوامل الداخلية والخارجية المذكورة سابقاً في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية، لا بد من إجراء مجموعة من الاختبارات التمهيدية للتعرف على خصائص المتغيرات مثل: اختبار مصفوفة الارتباط، واختبار سكون السلاسل الزمنية من نوع بانل من خلال اختبارات جذر الوحدة. وعليه يتم اختيار النموذج الملائم لاختبار فرضية الدراسة.

9-1- الإحصاءات الوصفية:

الجدول (2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	MV	EPS	ISize	TV	RGDP	INF	SPI
Mean	420.76	47.08550	25.08871	451739.1	-6.468217	0.099050	2.186648
Median	339.000	4.405000	25.00395	57029.50	-3.175656	0.076600	2.003353
Maximum	2585.340	1413.850	28.03729	40554261	2.850000	0.354800	3.760000

Minimum	61.0000	-433.1600	20.75418	000000	-29.90923	-0.360100	0.048658
Std.Dev.	343.9009	188.4707	0.947663	2552955.	10.00713	0.127536	1.070186
Skewness	1.492636	4.853938	-0.003624	12.09262	-1.237839	-0.399734	-0.193163
Kurtosis	8.68	30.35742	4.010228	164.9529	3.178816	5.572652	1.938156
Jarque- Bera	410.9439	16993.87	20.68729	540742.3	11.29509	13.30576	2.340728
Probability	0.00000	0.00000	0.0000	0.00000	0.003526	0.001290	0.310254
Observations	484	484	484	484	44	44	44

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

يقدم الجدول (2) وصفاً إحصائياً لمتغيرات البحث Descriptive Statistic، حيث يظهر أعلى قيمة، وأدنى قيمة، والمتوسط، والوسيط، وكل من معامل التفرطح والالتواء، وإحصائية Jarque- Bera للتوزيع الطبيعي. وبالنظر إلى الجدول السابق ومعامل الالتواء (Skewness)، والذي يشير إلى مدى تمركز قيم المتغير، وعليه فهناك نوعين من الالتواءات، موجب (نحو اليمين)، وسالب (نحو اليسار). فنجد أن بعض المتغيرات لديها التواءات موجبة (القيمة السوقية، ربحية السهم، وحجم التداول)، مما يدل على وجود عدد كبير من القيم الصغيرة المتطرفة والتي هي أصغر من المتوسط. كما نلاحظ أن باقي المتغيرات قيمة معامل الالتواء لها قريبة من الصفر وهذا يدل على أن هذه المتغيرات قريبة من التوزيع الطبيعي. وفيما يخص مؤشر التفرطح (Kurtosis)، نلاحظ أن قيمته أكبر من 3 (الرقم الطبيعي له) بالنسبة لمعظم المتغيرات، ومن ثم يكون شكل التوزيع لهذه المتغيرات مدبب ويحوي على قيم شاذة، باستثناء مؤشر الاستقرار السياسي حيث أن مؤشر التفرطح له أقل من 3 ومن ثم فإنه قريب من التوزيع الطبيعي. أما بالنسبة لنتائج اختبار Jarque- Bera للتوزيع الطبيعي والذي نستطيع من خلاله التأكد من أن العينة مسحوبة من مجتمع يتبع التوزيع الطبيعي أم لا. نلاحظ وجود متغير مؤشر الاستقرار السياسي يتبع التوزيع الطبيعي على اعتبار القيمة الاحتمالية لإحصائية Jarque- Bera أكبر من 5% وهو ذاته المتغير الذي كان التواءه قريب من الصفر ومعامل التفرطح الخاص به أقرب للرقم 3 (الحد الطبيعي له). وباقي المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي بسبب كون احتمالية إحصائية التوزيع الطبيعي أقل من 5%.

9-2- مصفوفة الارتباط:

الجدول رقم (3) يوضح معاملات الارتباط بالنسبة للمتغيرات المدروسة للتأكد من خلو النموذج الذي سيتم تقديره من مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة.

الجدول رقم (3) مصفوفة الارتباط

Covariance Correlation Probability	EPS	TV	Lsize	INF	RGDP	SPI
EPS	1.000					
TV	-0.012 0.77	1.000				
Lsize	0.26 0.000	0.04 0.27	1.000			
Inf	0.25 0.000	0.05 0.25	0.24 0.000	1.000		
RGDP	0.12	0.08	0.47	-0.08	1.000	

	0.005	0.07	0.000	0.054		
SPI	-0.24 0.000	-0.106 0.01	-0.68 0.000	-0.27 0.000	-0.69 0.000	1.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

يتبين من الجدول رقم (3) أنه يمكن اتخاذ القرار بعدم الحاجة لاستبعاد أي متغير من النموذج. باعتبار أن جميع الارتباطات تحقق شرط عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي باعتبارها أقل من (0.9).

9-3- اختبارات جذر الوحدة (استقرارية السلاسل الزمنية):

تهدف دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث إلى التأكد من خلوها من القيم الشاذة، ويطبق اختبار الاستقرارية لتحديد درجة استقرار السلاسل الزمنية الاقتصادية وهذا يساهم في تحديد أي الطرائق القياسية الملائمة التي يمكن أن توظف لاختبار العلاقات بين المتغيرات.

الجدول رقم (4) اختبار استقرارية متغيرات الدراسة

المتغيرات	LLC		ADF		PP		درجة التكامل
	عند المستوى	عند الفرق الأول	عند المستوى	عند الفرق الأول	عند المستوى	عند الفرق الأول	
MV	0.015***	0.001***	غير معنوي	0.001***	غير معنوي	0.03**	I(1)
EPS	0.002***	-	0.001***	-	0.0000***	-	I(0)
TV	غير معنوي	-	0.0022***		0.0012***		I(0)
LSIZE	0.002***	0.0001***	غير معنوي	0.0000***	غير معنوي	غير معنوي-	I(1)
INF	0.0000***	-	0.0000***	-	0.0000***	-	I(0)
RGDP	غير معنوي	0.002***	غير معنوي	0.002***	غير معنوي	0.0000***	I(1)
SPI	0.031**	0.0001***	غير معنوي	0.0000***	غير معنوي	0.0002***	I(1)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews12

*** (1%)، ** (5%)، * (10%)

ويمكن تلخيص النتائج بالجدول رقم (5) الآتي:

الجدول رقم (5) تلخيص نتائج الاستقرارية

النتيجة	المتغير
مع ثابت واتجاه	MV مستقر عند الفرق الأول I(1)
مع ثابت واتجاه	EPS مستقر عند المستوى I(0)
مع ثابت واتجاه	TV مستقر عند المستوى I(0)
مع ثابت واتجاه	Lsize مستقر عند الفرق الأول I(1)
مع ثابت	INF مستقر عند المستوى I(0)

مع ثابت	مستقر عند الفرق الأول (1)	RGDP
بدون ثابت واتجاه	مستقر عند الفرق الأول (1)	SPI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

نلاحظ من الجدول رقم (5) نتائج الاستقرارية أن المتغيرات غير مستقرة عند نفس المستويات بعضها استقر عند المستوى $I(0)$ ، كربحية السهم، حجم التداول، والتضخم. في حين استقرت متغيرات أخرى عند الفرق الأول $I(1)$ ، كالمتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم)، حجم المصرف، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والاستقرار السياسي. ففي هذه الحالة يشتبه بوجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات غير المستقرة، غير أنه ونظراً لعدم تساوي هذه المتغيرات في درجة الاستقرار لا نستطيع تطبيق اختبارات التكامل المشترك المعتادة في البيانات من نوع بانل (Podroni, 2004; kao, 1999)، والتي تشترط تكامل المتغيرات من الدرجة الأولى $I(1)$ ، ليصح اختبار التكامل المشترك. وكذلك لا نستطيع استخدام موديل تصحيح الأخطاء VECM، لكونه يتطلب أن تكون المتغيرات مستقرة عند المستوى نفسه، عادةً عند $I(1)$ ، فإذا كانت المتغيرات لا تتبع نفس درجة التكامل فإن شرط تطبيق VECM لا يكون متوفراً، ما يؤدي إلى نتائج مضللة. بناءً على ما سبق سنقوم بتطبيق نموذج ARDL لأنه كما بينا سابقاً يساعد في اختبار وجود علاقة تكامل مشترك في حال عدم تساوي درجة الاستقرارية بين المتغيرات.

9-4- نموذج الانحدار الذاتي للفترة الموزعة (ARDL):

يندرج نموذج (ARDL) ضمن النماذج الاقتصادية المستخدمة في اختبار التكامل المشترك، باستخدام منهج الحدود (Bounds Test)، ويعد الاختبار الأمثل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطرق الأخرى المعتادة في اختبار التكامل المشترك، أو اختبار التكامل المشترك لجوهانسون في إطار نموذج (VAR). ويمكن استخدامه في ظل وجود عينة ذات حجم صغير، حيث أنه يعطي تقديرات كفوءة، كما أنه يقيس ويقدر علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات بغض النظر عن درجة تكاملها سواء أكانت متكاملة من الرتبة (0) أو الرتبة (1)، أو مزيج من هاتين الرتبتين، شريطة ألا تكون متكاملة من الدرجة (2) وذلك في الأجلين الطويل والقصير [8].

يتميز هذا النموذج بمرونته حيث يتيح تضمين التأخيرات في المتغيرات المستقلة، مما يعزز القدرة على تحليل التأثيرات الديناميكية بين المتغيرات التابعة والمفسرة. ويساعد نموذج ARDL في اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات عبر الزمن، مما يسمح بفحص العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وهو ما يجعله أداة قوية في دراسة العلاقات الاقتصادية بين العوامل المختلفة مثل النمو الاقتصادي، التضخم، وسعر الصرف. كما أن من أبرز مزايا هذا النموذج هو عدم اشتراط استقرار جميع المتغيرات في النموذج، حيث يمكن أن يكون بعضها ثابتاً والبعض الآخر غير ثابت، مما يجعله مناسباً لمجموعة واسعة من البيانات [37].

أما في إطار البيانات من نوع بانل يتم تقدير نموذج ARDL باستخدام مقاربة (Pooled Mean Groups (PMG)، إذ تقوم هذه المقاربة على الجمع بين الطريقة التجميعية والمتوسط الفردي لمعاملات الانحدار الفردية، وتقوم بتقدير جزئين، جزء غير مشترك (أو متجانس فردياً) مرتبط بالأثر قصير الأجل، وجزء مشترك بين جميع الأفراد يقدر بالأثر طويل

الأجل. فقد تم تطوير نموذج ARDL ليأخذ في الاعتبار التفاعل بين الأبعاد الزمنية والمكانية للبيانات. نموذج PMG-ARDL هو نسخة معدلة من نموذج ARDL، حيث يدمج بين بيانات الزمن والأبعاد المتعددة للمقاطع مثل الشركات أو الدول [38].

ويُعد اختيار نموذج ARDL في هذه الدراسة اختياراً منهجياً مبرراً يتوافق مع طبيعة المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم، إذ تتسم هذه القيمة بكونها نتاجاً لتفاعل مكونات ذات تأثيرين مختلفين زمنياً؛ فمن جهة، تتأثر القيمة السوقية بعوامل آنية قصيرة الأجل تعكس استجابة المستثمرين الفورية للمعلومات والتغيرات في المؤشرات المالية والاقتصادية، مثل تغير ربحية السهم أو حجم التداول. ومن جهة أخرى، تحتوي هذه القيمة على مكونات ذات تأثير ممتد طويل الأجل، ناتجة عن العوامل الأساسية المرتبطة بأداء المصارف والظروف الاقتصادية الكلية، والتي يتركز أثرها تدريجياً عبر الزمن. وعليه، فإن نموذج ARDL يُعد مناسباً لتحليل هذه العلاقة، نظراً لقدرته على التمييز بين الأثرين قصير وطويل الأجل، وقياس سرعة التكيف نحو التوازن بعد حدوث الصدمات، الأمر الذي ينسجم مع طبيعة سلوك أسعار الأسهم التي لا تتكيف بشكل فوري وكامل، بل تستجيب جزئياً وتدرجياً للتغيرات في المتغيرات المؤثرة.

9-4-1 نتائج تقدير النموذج:

الجدول رقم (6) نتائج تقدير PMG/ARDL

Variable	Coefficient	Std.Error	T-Statistic	Prob
Long Run Equation				
EPS	0.675457	0.251008	2.690974	0.0076***
TV	-2.58	1.34E-05	-1.926211	0.0553*
Lsize	517.3459	34.87479	14.83438	0.0000***
INF	726.4398	234.0228	3.104142	0.0021***
RGDP	30.51684	4.545965	6.712952	0.0000***
SPI	347.1010	46.94044	7.394498	0.0000***
Short Run Equation				
COINTEQ 01	-0.350594	0.087291	-4.016399	0.0001****
D(MV(-1))	-0.065564	0.100599	-0.651740	0.5152
D(EPS))	-0.114988	0.091994	-1.249952	0.2126
D(Eps(-1))	-0.306865	0.089702	-3.420933	0.0007***
D(EPS(-2))	0.126293-	0.162914	-0.775217	0.4390
D(TV)	9.35	4.32E-05	2.163440	0.0315**
D(TV(-1))	4.75	4.14E-05	1.147705	0.2523
D(TV(-2))	2.43	4.77E-05	0.509427	0.6109

(lsize)	87.78234-	120.9195	-0.725957	0.4686
(Lsize(-1))	8.665648-	176.1192	-0.049203	0.9608
(Lsize(-2))	102.9190-	132.7977	-0.775006	0.4391
D(INF)	-50.63433	61.53438	-0.822863	0.4114
D(INF(-1))	-84.77889	91.54829	-0.926057	0.3554
D(INF(-2))	-38.48781	60.68342	-0.634239	0.5265
D(RGDP)	-87.78236	104.8479	-0.837235	0.4033
D(RGDP(-1))	157.3221	176.8463	0.889598	0.3746
D(RGDP(-2))	-96.58241	88.14889	-1.095674	0.2743
D(SPI)	4606.940	584.6504	2.748549	0.0064***
D(SPI(-1))	-2829.120	1022.951	-2.765644	0.0061***
D(SPI(-2))	1517.906	492.5326	3.081839	0.0023***
C	-4640.060	1175.744	-3.946490	0.0001
@TREND	0.584046	1.158980	0.503931	0.6148

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

*** (1%)، ** (5%)، * (10%)

يتضح من نتائج الجدول رقم (6) أن معامل تصحيح الخطأ (COINTEQ01) جاء سالباً ومعنوياً إحصائياً عند مستوى (1%)، حيث بلغت قيمته (-0.35)، وهو ما يتوافق مع الشروط النظرية للنموذج، ويؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. كما تعكس هذه القيمة سرعة التكيف نحو التوازن، إذ تشير إلى أن ما نسبته (35.05%) من الانحرافات قصيرة الأجل يتم تصحيحها خلال فترة واحدة (ربع سنة)، وهو ما يدل على وجود آلية تصحيح جزئي تدريجي تعيد المتغير التابع إلى مساره التوازني. وقد تم اختيار أفضل نموذج بين النماذج المقارنة بحسب درجات الإبطاء وفق معيار Akaike Information Criteria وهو Model (3.3.3.3.3.3)، وهذا يعني اختيار ثلاث فترات تباطؤ لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة. وعليه يتبين أن النتائج في الأجل الطويل تُظهر وجود أثر معنوي لمختلف المتغيرات المستقلة في القيمة السوقية للأسهم. حيث تبين أن معامل ربحية السهم (EPS) جاء موجباً ومعنوياً، ما يشير إلى وجود علاقة طردية بينها وبين القيمة السوقية. كما جاء معامل حجم المصرف (Lsize) موجباً ومعنوياً، مما يدل على أن زيادة حجم المصرف تعزز من قيمته السوقية. وبالمقابل، أظهر حجم التداول (TV) أثراً سالباً ومعنوياً عند مستوى (10%)، ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بينه وبين القيمة السوقية في الأجل الطويل. كما تبين وجود أثر موجب ومعنوي لكل من التضخم (INF)، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (RGDP)، والاستقرار السياسي (SPI)، وهو ما يعكس تأثير العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد القيمة السوقية لأسهم المصارف على المدى الطويل. والنتائج في الأجل القصير تُظهر أن بعض المتغيرات فقط لها تأثير معنوي في القيمة السوقية للأسهم. حيث تبين وجود أثر معنوي سالب لربحية السهم عند الإبطاء الأول (D(EPS(-1))،

مما يدل على وجود تأثير عكسي مؤقت. في حين أظهر حجم التداول (D(TV) أثراً موجباً ومعنوياً، ما يعكس استجابة فورية للأسواق تجاه التغير في حجم التداول. كما تبين وجود أثر معنوي لمتغير الاستقرار السياسي (SPI) عند عدة فترات إبطاء، مما يدل على تأثيره الديناميكي في الأجل القصير. في المقابل، لم تظهر بقية المتغيرات أثراً معنوياً في الأجل القصير. وبالتالي من خلال الاعتماد على نتائج تقدير النموذج في الجدول رقم (4)، يمكن التوصل إلى المتغيرات ذات الأثر المعنوي في القيمة السوقية للأسهم، وعليه يصاغ النموذج كما يلي:

$$MV = -4640.06 + 0.675EPS - 2.58TV + 517.34LSIZE + 726.43INF + 30.5RGDP + 347.1SPI$$

9-3- التأكد من صحة النموذج وجودته:

من أجل التأكد من صحة النموذج، والحكم على جودته، تم إجراء مجموعة من الاختبارات على البواقي وهي: (اختبار الاستقرار، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار الارتباط الذاتي، الارتباط الفردي، وثبات تجانس التباين)، حيث يعتبر خضوع سلسلة البواقي للتوزيع الطبيعي، وعدم وجود ارتباط ذاتي فيها، واستقراريتها من خصائص النموذج الجيد.

الجدول رقم (7): اختبارات جودة البواقي

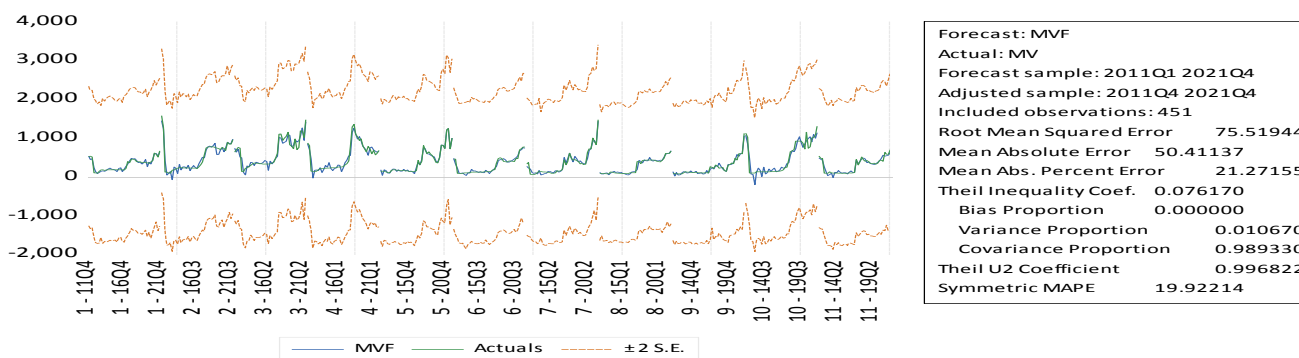
النتيجة					الاختبار
422.33 (0.000000)					Normality Test اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي
	AC	PAC	Q-STAT	Prob	Correlgram اختبار الارتباط الذاتي للبواقي
1	-0.145	-0.145	9.5	0.002	
2	-0.116	-0.140	15.68	0.000	
3	0.0.036	-0.004	16.27	0.001	
Pesaran CD		-0.42 (0.323)			(Cross-section Dependence Test) اختبار الارتباط الفردي
PP		ADF	LLC		(Unit Root Test) اختبار استقرارية البواقي
356.507 (0.0000)		220.042 (0.0000)	-18.28 (0.0000)		
1.19 (0.31)					Heteroscedasticity Test اختبار ثبات تباين البواقي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ويمكن تلخيص نتائج اختبارات جودة البواقي بالآتي:

1- بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test)، فنلاحظ من الجدول رقم (7) أنه تم إجراء اختبار Jarque-Bera للتأكد من أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وقد بلغت القيمة الاحتمالية 0.000000، وبالتالي نرفض الفرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وذلك لأن القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من (0.05). مما يعني أن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

إلا أن هذا لا يُعد شرطاً حاسماً لصحة النموذج في حالتين أساسيتين: أولاً، عند تطبيق نماذج مثل ARDL التي تعتمد على تقنيات الانحدار الذاتي المشروط بتأخرات زمنية، والتي لا تشترط بشكل صارم توزيعاً طبيعياً للبواقي. وثانياً، عند وجود عدد كبير من المشاهدات، إذ تُصبح فروض التوزيع الطبيعي أقل أهمية استناداً إلى قانون الأعداد الكبيرة [12]. لذلك، وانطلاقاً من أهمية تقييم كفاءة النموذج من حيث قدرته على التنبؤ وليس فقط خصائصه التشخيصية الداخلية، سيتم اعتماد معامل Theil's U كمؤشر رئيسي لقياس دقة التنبؤ للنموذج المُقدر [17].



الشكل رقم (1) قدرة النموذج على التنبؤ/ المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews12

فمن خلال الشكل رقم (1) نلاحظ أن قيمة معامل عدم التساوي لثايل بلغت (0.07) وهي قيمة منخفضة، وأقل من الواحد الصحيح وقريبة من الصفر، وهذا مؤشر على قدرة النموذج الجيدة على التنبؤ، كما نلاحظ أن قيمة مقياس متوسط الأخطاء (نسبة التحيز) Bias (0.00)، وقيمة التباين Variance بلغت (0.01) وهما قيمتان أقل من الواحد الصحيح، وقربيتان من الصفر، مما يدل على الجودة العالية في التنبؤ خلال فترة الدراسة، وبالتالي القيم الفعلية للنموذج متقاربة مع القيم المقدرة، لذلك يمكن استخدام نتائج النموذج المقدر في الاستدلال.

1- بالنسبة لاختبار الارتباط الفردي (Cross-Section Dependence Tests)، يلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Pesaran CD) بلغت (0.323)، وهي أكبر من (0.05)، وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط فردي بين بواقي النموذج.

2- بالنسبة لاختبارات الاستقرار (Unite root test)، نلاحظ من الجدول رقم (7) أن القيمة الاحتمالية لاختبار ADF، و PP و LLC أصغر من (0.05) وبالتالي نستطيع رفض الفرضية العدم التي تنص على وجود جذر وحدة في سلسلة البواقي. وعليه فلسسة البواقي مستقرة.

3- بالنسبة للارتباط الذاتي: نلاحظ من الجدول رقم (7) ومن خلال النظر لقيم AC و PAC، ونلاحظ أن قيمتها غير مرتفعة وهذا يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي، فضلاً عن ذلك فإن القيم تقع ضمن حدود الأهمية (نطاقات الثقة المحددة بين 1 و 1) حيث نلاحظ أن قيمتها قريبة جداً من الصفر، وهذا دليل آخر على عدم وجود الارتباط الذاتي.

4- بالنسبة لاختبار ثبات تجانس التباين: نلاحظ من الجدول رقم (6) نجد أن القيمة الاحتمالية للاختبار (0.31) أكبر من مستوى الدلالة (5%)، وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية العدم التي تنص على ثبات التباين في البواقي. بناءً على الاختبارات السابقة يمكن الحكم على النموذج على أنه جيد، وبأن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

10- الاستنتاجات والتوصيات:

10-1 اختبار الفرضيات:

تحليل نتائج تقدير نموذج ARDL للأجلين الطويل والقصير

أولاً: الأجل الطويل

1- معامل EPS (ربحية السهم):

نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر له في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وبناءً على ذلك يوجد أثر طردي لربحية السهم في المتغير التابع المدروس عند مستوى معنوية (1%)، فزيادة بمقدار (1%) فيه سوف تؤدي إلى ارتفاع بمقدار (0.67%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل.

تعتبر ربحية السهم أحد المؤشرات الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم أداء المصارف. ففي بيئة اقتصادية مثل سوريا، التي تعاني من صعوبات اقتصادية هيكلية، مثل التضخم المرتفع وتقلبات سعر الصرف، تُعد الربحية المستدامة مقياساً رئيسياً للقدرة على مواجهة هذه التحديات. فالمصارف التي تحقق أرباحاً مستقرة في مثل هذه الظروف تكون أكثر قدرة على إدارة المخاطر الاقتصادية والسياسية، مما يعزز ثقة المستثمرين في قدرتها على

النمو والاستمرار. وفي سوق مشغل، حيث يظل المناخ الاقتصادي محفوفاً بالضبابية نتيجة للأزمات المحلية والعقوبات الاقتصادية، تعتبر الربحية المستدامة دليلاً على استقرار المصرف وقدرته على التكيف مع الظروف الصعبة، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمه. هذا الطلب يرفع من القيمة السوقية للأسهم في الأجل الطويل، حيث يفضل المستثمرون اختيار الأسهم التي تقدم عوائد طويلة الأجل وتتمتع بمستوى معقول من الاستقرار المالي.

2- معامل TV (حجم التداول):

نلاحظ أنه معنوي وبإشارة سالبة، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وبناءً على ذلك يوجد أثر عكسي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة عند مستوى معنوية (10%)، فزيادة بمقدار (10%) في حجم التداول سوف تؤدي إلى انخفاض بمقدار (2.58%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف محل الدراسة في الأجل الطويل.

ففي بيئة اقتصادية تتسم بالتقلبات والمخاطر السياسية والاقتصادية، قد يكون ارتفاع حجم التداول نتيجة للمضاربات قصيرة الأجل التي لا تعكس نمواً مستداماً. في هذا السياق، يرى المستثمرون أن الزيادة في حجم التداول قد تشير إلى عدم الاستقرار، مما يؤدي إلى تراجع الثقة في السوق على المدى الطويل ويؤثر سلباً في تقييم الأسهم. فبدلاً من أن يعكس الحجم الكبير للتداول طلباً حقيقياً ومستداماً على الأسهم، قد يعكس تقلبات قصيرة الأجل تؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية مع مرور الوقت.

3- معامل LSize (حجم المصرف):

نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وبناءً على ذلك يوجد أثر طردي بين المتغيرين المذكورين عند مستوى معنوية (1%)، فزيادة بمقدار (1%) في حجم المصرف سوف تؤدي إلى زيادة بمقدار (517.34%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل.

في السياق الاقتصادي، يعكس حجم الأصول الكبيرة للمصرف عادةً زيادة في التزاماته أو تعرضه لمخاطر أكبر، خاصةً في بيئة اقتصادية غير مستقرة مثل سوريا، حيث تكون قدرة المصارف على إدارة الأصول في ظل التقلبات الاقتصادية والسياسية محدودة. قد تشير هذه النتيجة إلى أن المصارف التي تمتلك أصولاً ضخمة قد تواجه صعوبة في تحقيق العوائد المستدامة أو في إدارة هذه الأصول بفعالية، مما يؤدي إلى تأثيرات سلبية في الربحية وقدرتها على الحفاظ على استقرارها المالي، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم في الأجل الطويل.

4- معامل INF (معدل التضخم):

نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي له في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وبناءً على ذلك يوجد أثر طردي بين المتغيرين المذكورين عند مستوى معنوية (1%)، فزيادة بمقدار (1%) في معدل التضخم سوف تؤدي إلى زيادة بمقدار (726.43%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل.

وفي السياق الاقتصادي، يمكن تفسير هذا التأثير على النحو التالي: في العديد من الأسواق، وخاصةً في سوق مشغل التي تشهد تقلبات اقتصادية شديدة، قد يكون التضخم عاملاً محفزاً لزيادة قيمة الأسهم بسبب ارتفاع أسعار السلع والخدمات، مما يمكن أن يزيد من إيرادات الشركات والأرباح على المدى الطويل. في هذا السياق، قد يؤدي التضخم إلى زيادة قيمة الأصول والاحتياطيات النقدية للمصارف التي يمكن أن تتحسن بسبب زيادة أسعار الفائدة أو عوائد الاستثمار المرتبطة بمعدلات التضخم المرتفعة. علاوةً على ذلك، في سوق مشغل حيث تتسم البيئة الاقتصادية بالاضطراب، قد يسعى المستثمرون إلى تحقيق عوائد حقيقية تتفوق على التأثيرات السلبية للتضخم، وبالتالي يدفعهم ذلك للاستثمار في الأسهم التي قد تحقق عوائد متزايدة مع زيادة التضخم.

5- معامل RGDP (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي):

نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي له في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وبناءً على ذلك يوجد أثر طردي بين المتغيرين المذكورين عند مستوى معنوية (1%)، فزيادة بمقدار (1%) في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي سوف تؤدي إلى زيادة بمقدار (30.51%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل.

حيث يُعتبر النمو الاقتصادي المستدام أحد العوامل الأساسية التي تدعم توسع المصارف وزيادة أرباحها، وهو ما ينعكس بشكل إيجابي في القيمة السوقية للأسهم. ففي حالة سوق مشغل، التي تواجه بيئة اقتصادية تتسم بالتحديات الهيكلية مثل التضخم والعقوبات الاقتصادية، يعد النمو الاقتصادي عاملاً مهماً في تحديد القدرة على تحقيق أرباح مستدامة وزيادة الاستثمارات في السوق. ففي الأجل الطويل، يعكس النمو الاقتصادي تحسن ظروف الأعمال وزيادة الثقة في السوق، مما يعزز قدرة المصارف على توليد الأرباح، وبالتالي زيادة قيمة الأسهم.

6- معامل SPI (الاستقرار السياسي):

نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي له في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وبناءً على ذلك يوجد أثر طردي بين المتغيرين المذكورين عند مستوى معنوية (1%)، فزيادة بمقدار (1%) في الاستقرار السياسي سوف تؤدي إلى زيادة بمقدار (347.1%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل.

هذه النتيجة تعني أن الاستقرار السياسي في بيئة مثل سوق مشغل، التي تتأثر بالعديد من التحديات السياسية، يعزز بشكل كبير ثقة المستثمرين في السوق ويدفع نحو زيادة القيمة السوقية للأسهم بمرور الوقت. ففي ظل الاستقرار السياسي، تنشأ بيئة أكثر أمناً وتنبؤاً للنشاط الاقتصادي، حيث يمكن للمصارف والشركات أن تخطط بشكل أفضل وتستفيد من بيئة اقتصادية أكثر استقراراً. هذا الاستقرار يمكن أن يعزز الاستثمار الأجنبي والمحلي، ويزيد من إقبال المستثمرين على الأسهم، مما يساهم في رفع قيمتها السوقية. وفي الأجل الطويل، يُعتبر الاستقرار السياسي من العوامل التي تحفز النمو الاقتصادي المستدام وتساهم في تعزيز القوة المالية للمصارف.

ثانياً: الأجل القصير

1- معامل EPS (ربحية السهم):

معنوي وبإشارة سالبة في الفترة (T-1) عند مستوى معنوية (1%)، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير، فزيادة بمقدار (1%) في الفترة (T-1) في ربحية السهم تؤدي إلى انخفاض بمقدار (0.06%) في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

من الناحية الاقتصادية، يشير هذا إلى أن المستثمرين في سوق مشغل قد لا يرون في التحسن المفاجئ في ربحية السهم مؤشراً إيجابياً في الأجل القصير، بل قد يعتبرونه دليلاً على تقلبات غير مستقرة أو تأثيرات غير مستدامة. وفي سوق مشغل، حيث يعاني الاقتصاد السوري من الضغوط السياسية والاقتصادية، قد يرى المستثمرون أن الزيادة في ربحية السهم في فترة قصيرة قد تكون نتيجة للتقلبات العابرة أو لظروف غير طبيعية، مثل زيادة مؤقتة في العوائد نتيجة لتغيرات سعر الصرف أو التضخم، بدلاً من كونها مؤشراً على استدامة طويلة الأجل. وبالتالي، قد يؤدي هذا إلى زيادة حالة الحذر بين المستثمرين، حيث يفضلون الاستثمار في المصارف التي تظهر استقراراً أكبر في أرباحها على المدى الطويل بدلاً من التفاعل مع الأرباح قصيرة الأجل التي قد تكون غير قابلة للاستمرار في ظل الظروف الاقتصادية غير المستقرة.

2- معامل TV (حجم التداول):

معنوي وبإشارة موجبة في الفترة (T) عند مستوى معنوية (5%)، وبالتالي نقبل الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير، فزيادة بمقدار (5%) في الفترة (T) في حجم التداول تؤدي إلى ارتفاع بمقدار (9.35%) في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

ففي بيئة اقتصادية مثل سوريا، حيث يواجه السوق تحديات كبيرة، يعتبر حجم التداول المرتفع في الأجل القصير إشارة إلى زيادة الثقة في المصارف أو النشاط الاستثماري بشكل مؤقت، مما يعزز من تقييم الأسهم. وبالتالي، فإن تفاعل السوق مع هذه الزيادة في الحجم يعكس رغبة المستثمرين في تحقيق أرباح سريعة، ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم بشكل مؤقت، قبل أن يتأثر بأي تقلبات اقتصادية قد تحدث لاحقاً.

3- معامل LSize (حجم المصرف):

غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية التي تنص على وجود أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

في الأجل القصير، يكون السوق أكثر تأثراً بالعوامل اللحظية مثل الربحية الحالية، حجم التداول، والظروف الاقتصادية والسياسية الحالية، أكثر من تأثره بحجم الأصول. هذه النتائج قد تعكس استجابة سريعة للمستثمرين تجاه تغيرات الأرباح أو التقلبات في السوق، بينما لا تمنح حجم الأصول في حد ذاته أهمية كبيرة في قرارات الاستثمار على المدى القصير. بمعنى آخر، في فترات زمنية قصيرة، يفضل المستثمرون التركيز على العوائد الفورية والظروف الحالية للمصرف بدلاً من التركيز على حجم الأصول.

4- معامل INF (معدل التضخم):

غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر معنوي لمعدل التضخم في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية التي تنص على وجود أثر معنوي له في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

وهذا يرجع إلى أن المستثمرين في السوق يميلون إلى تقييم العوامل قصيرة الأجل مثل الربحية الفورية، السيولة، أو التغيرات في سعر الفائدة أكثر من التأثيرات التضخمية. ففي الأجل القصير، قد لا تتمكن المصارف من تمرير تكاليف التضخم إلى المستهلكين بسرعة كافية أو قد تكون الاستجابة الحكومية لتقليل تأثير التضخم غير واضحة، مما يقلل من تأثير التضخم في أداء السوق بشكل فوري. كما أن التضخم قد يؤدي إلى عدم استقرار اقتصادي في المدى القصير، مما يعوق استجابة السوق العاجلة.

5- معامل RGDP (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي):

غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر معنوي لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير، وعليه فإننا نرفض الفرضية التي تنص على وجود أثر معنوي له في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

فعلى الرغم من هذا التأثير الطردي في الأجل الطويل، في الأجل القصير لا يظهر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي أي أثر معنوي في القيمة السوقية للأسهم. وهذا يشير إلى أن المستثمرين في السوق السورية قد لا يعيرون اهتماماً كبيراً للتغيرات قصيرة الأجل في النمو الاقتصادي، حيث أن العوامل المؤثرة في الأداء القصير الأجل مثل الربحية الفورية، التقلبات في الأسواق العالمية، أو السياسات النقدية المحلية غالباً ما تكون أكثر تأثيراً في قرارات الاستثمار. علاوة على ذلك، في بيئة اقتصادية مثل سوريا، حيث تتأثر نتائج النمو المحلي بالعديد من العوامل الخارجية مثل العقوبات أو الاضطرابات السياسية، قد يكون تأثير النمو الاقتصادي قصير الأجل غير مرئي في التقييم الفوري للأسواق.

6- معامل SPI (الاستقرار السياسي):

معنوي وبإشارة موجبة في الفترتين (T) و (T-2)، ومعنوي وبإشارة سالبة في الفترة (T-1) عند مستوى معنوية (1%)، فزيادة بمقدار (1%) في الفترتين (T) و (T-2) في الاستقرار السياسي ستؤدي إلى زيادة بمقدار (4606.9%) و (1517.9%) في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة. وزيادة بمقدار (1%) في الفترة (T-1) في الاستقرار السياسي تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم بمقدار (2829.1%).

يمكن أن نلاحظ في الأجل القصير أن آثار الاستقرار السياسي في القيمة السوقية للأسهم تتفاوت وقد تكون عكسية في بعض الأحيان. هذا يعكس أن التقلبات السياسية قد لا تؤثر بشكل متساوٍ على السوق في فترة قصيرة. ففي الأجل القصير، يمكن أن تكون التوقعات السياسية غير مستقرة أو قد تواجه السوق مخاوف مؤقتة من تغيرات سياسية مفاجئة، مما يؤدي إلى تذبذب ثقة المستثمرين. ففي بعض الأحيان، قد يؤدي الاستقرار السياسي النسبي إلى زيادة المخاوف من الجمود الاقتصادي أو الركود، مما ينعكس سلباً في القيمة السوقية للأسهم. من جهة أخرى، إذا حدث استقرار سياسي مفاجئ في فترات غير متوقعة، قد يؤدي إلى تراجع القلق العام بشكل مفاجئ، مما يعزز قيمة الأسهم بشكل مؤقت. لكن هذا التأثير قد يظل غير مستدام في المدى القصير.

التوصيات:

- 1- التركيز على تعزيز ربحية السهم عبر تحسين الكفاءة التشغيلية وزيادة الأرباح.
- 2- متابعة حجم التداول لتجنب التقلبات غير المستقرة في السوق على المدى الطويل. وينصح باتخاذ إجراءات تشجع المستثمرين على تداول الأسهم، مثل خفض تكاليف التداول، تعزيز الشفافية، والإفصاح المالي، وتطوير البنية التحتية لسوق الأوراق المالية.
- 3- الاستثمار في المصارف الكبيرة التي تُعتبر أكثر استقراراً وجاذبية.
- 4- يمكن للمصارف المدرجة في سوق مشغل للأوراق المالية اتخاذ استراتيجيات تركز على الاستفادة من بيانات التضخم المرتفعة، واستغلال الفرص التي قد تنشأ نتيجة لارتفاع الأسعار.
- 5- يجب على المصارف الاستفادة من النمو المستدام في الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل من خلال استراتيجيات نمو واستثمار طويلة الأجل، بما يتوافق مع توقعات تحسن الاقتصاد بشكل عام. إضافةً إلى ذلك، من الضروري متابعة التوقعات الاقتصادية المستقبلية ودمجها في استراتيجياتها المالية لضمان استدامة الأداء الجيد في الأجل الطويل.
- 6- متابعة الوضع السياسي حيث يمكن أن يؤثر الاستقرار السياسي بشكل كبير في الأسواق.
- 7- ضرورة إجراء دراسات أخرى تتناول عوامل داخلية وخارجية أخرى، وعدم الاقتصار على العوامل المدروسة في هذا البحث، وتحديد أيها أكثر تأثيراً في قيمة الأسهم السوقية.

References:

- [1] A. Damodaran, "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", 3rd ed., Wiley, 2012.
- [2] A. B. I. Darami; A. S. B. Shahidan and N. B. Romli, "The Determinants of Stock Price on Commercial Bank in Bursa Malaysia", International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 12(9), pp. 122-141. 2022.
- [3] A. H. M. Maher, "The Impact of Financial Performance Indicators on the Market Value of Shares of a Sample of Commercial Banks in Iraq for the Period (2010–2021)", (In Arabic). Journal of the University of Human Development, 10(2), pp. 65–72, 2024.
- [4] A. K. I. Al-Zahrani, "The Impact of Liquidity on the Market Value of Saudi Joint Stock Companies during 2011–2022", (In Arabic). Journal of Economic, Administrative and Legal Sciences, 6(15), pp. 40–60, 2022.
- [5] A. M. Amara, "Political Instability and Economic Growth in Developing Countries", (In Arabic). Journal of the Faculty of Economics and Political Sciences, 23(4), pp. 7–30, 2022.
- [6] A. M. T. Al-Taie and B. D. M. Al-Shakirji, "Profitability Indicators and Their Impact on Market Value: A Study of a Sample of Commercial Banks Listed in the Iraq Stock

- Exchange for the Period 2004–2019", (In Arabic). Rafidain Development Journal, 41(133), pp. 288–308, 2022.
- [7] B. Jepkemei, "The Impact of Inflation on Stock Market Liquidity: A Case of Nairobi Securities Exchange, Kenya", International Journal of Economics, Commerce and Management (UK), 5(1), 2017.
- [8] B. S. Elias; B. Shahnaz and A. Aisha, "The Impact of Financial Development on Economic Growth in Algeria: An Econometric Study Using the ARDL Model During the Period 1990–2020", (In Arabic). Journal of Contemporary Economic Studies, 7(1), pp. 391–406, 2022.
- [9] C. C. Ying, "Stock Market Prices and Volumes of Sales", Econometrica, 34(3), pp. 676–685, 1966.
- [10] C. T. Albulescu; C. Aubin and D. Goyeau, "Stock Prices, Inflation and Inflation Uncertainty in the US: Testing the Long-Run Relationship Considering Dow Jones Sector Indexes", Applied Economics, 49(13), pp. 1296–1309, 2017.
- [11] D. F. F. Chauque and P. A. P. Rayappan, "The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance: A Case of Malaysia", Edelweiss Applied Science and Technology, 2(1), pp. 221–242, 2018.
- [12] D. N. Gujarati and D. C. Porter, "Basic Econometrics", 5th ed., McGraw-Hill, 2009.
- [13] E. F. Brigham and M. C. Ehrhardt, "Financial Management: Theory & Practice", 14th ed., South-Western Cengage Learning, 2013.
- [14] F. Altahtamouni, "Determinants of Market Value: Case of Jordanian Bank", International Business Research, 11(1), pp. 1–10, 2018.
- [15] F. S. Mishkin and S. G. Eakins, "Financial Markets and Institutions", McGraw-Hill Irwin, New York, 2018.
- [16] G. Chen; M. Firth and O. M. Rui, "The Dynamic Relation Between Stock Returns, Trading Volume, and Volatility", The Financial Review, 38(3), pp. 235–245, 2001.
- [17] H. Theil, "Applied Economic Forecasting", North-Holland Publishing Company, 1966.
- [18] H. Muhammad and B. A. Muhammad, "The Impact of Macroeconomic Indicators on the Paris Stock Exchange CAC40 Index: An Econometric Study Using ARDL Models During the Period 1987–2018", (In Arabic). Journal of Strategy and Development, 10(5), pp. 35–49, 2020.
- [19] I. G. I. Mwaurah, "Influence of Financial Risk on Stock Returns of Commercial Banks Listed in Nairobi Securities Exchange", PhD Thesis, Jomo Kenyatta University, 2019.
- [20] J. Aleena; E. Geetha and L. Kishore, "Impact of Macroeconomic Factors on Bank Stock Returns: Empirical Evidence from India", Investment Management and Financial Innovations, 22(1), pp. 416–428, 2025.
- [21] J. Al-Najjar, "Measuring the Impact of Macroeconomic Variables on the Returns of Financial Market Indicators: Evidence from Palestine", (In Arabic). An-Najah University Journal for Research (Humanities), 36(1), pp. 39–76, 2022.
- [22] J. P. Gueyie; M. S. Diallo and F. D. Mamadou, "Relationship Between Stock Returns and Trading Volume at the Bourse Régionale des Valeurs Mobilières, West Africa", International Journal of Financial Studies, 10, p. 113, 2022.
- [23] M. Busse; C. Hefeker, "Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment", HWWA Discussion Papers, No. 315, 2015.
- [24] M. Eftichia, "Trading Activity and Stock Price Volatility: Evidence from the Greek Stock Market", Master's Thesis, University of Piraeus, 2006.

- [25] M. Feldstein, "Inflation and the Stock Market", *American Economic Review*, 70(5), pp. 839–847, 1980.
- [26] P. Nguyen; P. Nguyen; J. Tsai; T. T. H. Nguyen; and T. Dao "Determinants of Stock Prices of Listed Companies Operating in the Steel Industry: An Empirical Case from Vietnam", *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), pp. 135–142, 2020.
- [27] R. A. Brealey; S. C. Myers and F. Allen, "Principles of Corporate Finance", 13th ed., McGraw-Hill Education, 2019.
- [28] R. Rusdiyanto; I. M. Narsa; S. Yuliana; and S. Syamsudin "The Effect of Inflation Rate and Exchange Rate on Stock Prices of Property and Real Estate Companies in Indonesia", *Talent Development & Excellence*, 12(2s), pp. 3628–3634, 2020.
- [29] S. B. Santoso and H. J. Astuti, "The Determinant Variables of Stock Prices in Jakarta Islamic Index (JII) Stock Group", UNICEES, 2018.
- [30] S. R Masdah; M. A. Djirimu; H. Anam; A. D. Tombolotutu; Y. Laturama, and F. Rahman "Determinant Factors Effect of Indonesia's Banking Sector Stock Prices in 2005 QII–2019 QIV Period", *Journal of Economics, Finance and Management Studies*, 5(12), pp. 202- 235. 2022.
- [31] S. Sahli, "The Impact of Inflation on Stock Returns: An Empirical Study of the shares of a group of companies listed on the Amman stock Exchange for the period 2000- 2017", (In Arabic). Master's Thesis, University of Oum El Bouaghi, Algeria, 2018.
- [32] S. Wahyuni "Determinant Factors Analysis of Company Value: Empirical Study on Health Industry Sector During COVID-19 Pandemic", *IOSR Journal of Business and Management*, 24(4), pp. 18–24, 2022.
- [33] V. S. Vasani, "Analysis of Impact of GDP on Stock Market Movement in India", *Global Journal of Management and Business Research*, 20(8), pp. 23–28, 2020.
- [34] W. Idawati and A. Wahyudi, "Effect of Earnings per Share (EPS) and Return on Assets (ROA) on Stock Price...", *Journal of Resources Development and Management*, 7, 2015.
- [35] Khalaf, A. and Naqqar, O.; Faour, M. A., "The Impact of Profitability on the Market Value of Bank Shares – A case study of the International Islamic Banks of Syria", (In Arabic). *Journal of Hama University*, 4(9), pp. 1–15, 2021.
- [36] J. Al-Halabi and K. Kinjo, "Factors Affecting the Market Value of Shares of Islamic Banks Listed on the Damascus Securities Exchange", (In Arabic). *Journal of Hama University*, 4(2), pp. 131-146. 2021.
- [37] Y. Shin; M. H. Pesaran and R. J. Smith, "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", *Journal of Econometrics*, 82(1), pp. 1–60, 2014.
- [38] M. Ben-Yossef; G. Mazen and D. Ghosh, "Panel Data Models: Application of BMG-ARDL for Studying Economic Dynamics", *Journal of Applied Econometrics*, 14(2), pp. 204–223, 2019.