The Impact of Financial Leverage on Financial Performance and Market Value: An Applied Econometric Study on Private Traditional Banks Listed on the Damascus Securities Exchange

Dr. Raneem Ghazi Aldeki *

(Received 14 / 11 / 2025. Accepted 18 / 2 / 2026)

□ ABSTRACT □

The study aimed to highlight the impact of financial leverage on the financial performance and market value of the shares of private traditional banks in Syria. This was achieved by examining the effect of financial leverage on market value, the effect of financial leverage on financial performance, and the effect of financial performance on the market value of the shares of private traditional banks listed on the Damascus Securities Exchange.

The applied econometric methodology was adopted, with the study population consisting of 11 traditional banks during the period (2009–2023). The hypotheses related to the study variables—financial leverage, financial performance, and market value—were tested using panel data and econometric models (fixed and random effects models).

The study concluded that there is a positive effect of financial leverage, measured by the equity multiplier, on the performance of banks, and a negative effect on the market value of bank shares. It was also shown that financial leverage, measured by the ratio of debt to total assets, has a negative effect on bank performance and a positive effect on the market value of shares. Moreover, bank performance itself has a negative effect on the market value of shares. Regarding the control variables, operating efficiency has no effect on bank performance but has a positive effect on the market value of shares, while asset quality has a negative effect on both bank performance and the market value of shares.

Keywords: Financial leverage, financial performance, market value, Syrian traditional banks.

Copyright : Latakia University journal-Syria, the authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04.

* **Assistant professor - Arab International University, Finance, Investment, and Banking Department, faculty of Business Administration**. r.d.foas@aspu.edu.sy

أثر الرافعة المالية على الأداء المالي والقيمة السوقية: دراسة تطبيقية قياسية على المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

د. رنيم غازي الدكي *

(تاريخ الإيداع 14 / 11 / 2025. قبل للنشر في 18 / 2 / 2026)

□ ملخّص □

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر الرافعة المالية على الأداء المالي والقيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة في سورية. من خلال بيان أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية، وأثر الرافعة المالية في الأداء المالي، وأثر الأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

تم الاعتماد على المنهج التطبيقي القياسي، وقد ضم مجتمع الدراسة المصارف التقليدية البالغ عددها 11 مصرفاً، خلال الفترة (2009–2023) وتم اختبار الفرضيات لكل من متغيرات الدراسة الرافعة المالية والأداء المالي والقيمة السوقية باستخدام البيانات الجدولية المقطعية (panel data) من خلال نماذج إحصائية (fixed and random effects model).

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للرفع المالي مقاساً بنسبة مضاعف حق الملكية في أداء المصارف وأثر سلبي له في القيمة السوقية لأسهم المصارف. وتبين هناك أثر سلبي للرفع المالي مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في أداء المصارف وأثر إيجابي له في القيمة السوقية للسهم. وهناك أثر سلبي لأداء المصارف في القيمة السوقية للسهم. بالنسبة للمتغيرات الضابطة لا يوجد أثر للكفاءة التشغيلية في أداء المصارف وهناك أثر إيجابي لها في القيمة السوقية للسهم وأثر سلبي لجودة الأصول في أداء المصارف وفي القيمة السوقية للسهم.

الكلمات المفتاحية: الرافعة المالية، الأداء المالي، القيمة السوقية، **المصارف التقليدية السورية.**

حقوق النشر : مجلة جامعة اللاذقية – سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY-NC-SA 04

* مدرس ، الجامعة العربية الدولية، قسم التمويل والاستثمار والمصارف، كلية إدارة الأعمال. r-aldeki@aiu.edu.sy

مقدمة:

تُعد المصارف ركيزة أساسية في أي نظام اقتصادي، حيث تقوم بدور حيوي في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، مما يحفز النمو الاقتصادي ويخلق فرصًا جديدة. وفي ظل التطورات الاقتصادية والمالية المتسارعة، أصبحت المصارف الخاصة في سوريا تواجه تحديات متزايدة، لا سيما في ظل الظروف الاقتصادية الاستثنائية التي يمر بها البلد. هنا، تبرز أهمية فهم مخاطر الرافعة المالية التي تؤثر على أدائها المالي وقيمتها السوقية. التي تعد من أبرز المحددات التي تشغل اهتمام الباحثين والمستثمرين وصناع القرار على حد سواء.

تشير الرافعة المالية إلى استخدام الديون لتمويل الأصول والاستثمارات بهدف زيادة العائد على حقوق الملكية. فكما تتيح الرافعة الميكانيكية رفع الأوزان الثقيلة بجهد أقل، تسمح الرافعة المالية للمصرف بتعظيم أرباحه باستخدام أموال المودعين والمقرضين. ومع ذلك، فإن هذه الأداة ذات حدين، فهي تزيد من العوائد في أوقات الازدهار، لكنها في المقابل تضاعف الخسائر بشكل كبير في أوقات الركود أو الأزمات. وتتجسد مخاطر الرافعة المالية في مجموعة من التحديات، منها مخاطر السيولة، ومخاطر الإفلاس، ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة، ومخاطر الائتمان، والتي يمكن أن تهدد استقرار المصرف وتقلل من كفاءة أدائه.

كما يعد الأداء المالي للمصرف نتاج لمجموعة من القرارات الإدارية والتشغيلية، وينعكس في مجموعة من المؤشرات مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE). يرتبط هذا الأداء ارتباطًا وثيقًا بقرارات الرافعة المالية. فاستخدام الرافعة بفعالية يمكن أن يعزز الأداء المالي، بينما الاستخدام المفرط أو غير الحكيم لها يمكن أن يؤدي إلى تدهور حاد في المؤشرات المالية.

وفي نهاية المطاف، فإن انعكاسات هذه المخاطر لا تقتصر على الأداء المالي المرتبط بالقوائم المالية الداخلية للمصرف، بل تمتد لتؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية لأسهمه. فالقيمة السوقية، التي تعكس ثقة المستثمرين في أداء المصرف ومستقبله، تتأثر بشكل كبير بمدى قدرة الإدارة على تحقيق عوائد مستقرة ومستدامة مع الحفاظ على مستوى مقبول من المخاطر. فكلما زادت الرافعة المالية دون وجود قدرة على إدارتها، قلّت ثقة المستثمرين، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم وتراجع قيمتها.

تُعبر القيمة السوقية عن إجمالي قيمة أسهم المصرف المتداولة في السوق، وتعتبر مؤشرًا رئيسيًا لثقة المستثمرين في أداء المصرف ومستقبله. تتأثر هذه القيمة بعوامل متعددة، أبرزها الأداء المالي المتوقع. فعندما يكون الأداء المالي قويًا، تزداد ثقة المستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع قيمتها. وعلى العكس، فإن الأداء الضعيف أو ارتفاع المخاطر يمكن أن يثير قلق المستثمرين، مما يدفعهم لبيع الأسهم وانخفاض قيمتها.

الدراسات السابقة:

1. دراسة (سليم و علي، 2025) بعنوان: أثر جودة وكفاءة الأصول في أداء المصارف "دراسة تطبيقية على المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية" [1] تناولت الدراسة اختبار أثر جودة و كفاءة الأصول في أداء المصارف التقليدية الخاصة، حيث تضمنت عينة الدراسة خمسة مصارف تقليدية خاصة الأكثر نشاطاً وتداولاً في سوق دمشق للأوراق المالية، تم اختبار بياناتها المالية باستخدام البيانات الجدولية المقطعية (panel data) خلال الفترة 2016–2022 باستخدام نماذج إحصائية مثل (fixed and random effects model) أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لجودة الأصول في أداء المصارف مقاساً بالعائد على حقوق الملكية، وأثر إيجابي ذو دلالة

إحصائية لكفاءة الأصول في أداء المصارف مقاساً بالعائد على حقوق الملكية هناك أثر ذو دلالة إحصائية لكفاءة الأصول وجودة الأصول في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول.

2. دراسة (Al-Aaraji, 2024) بعنوان: أثر السيولة النقدية والرافعة المالية على أداء المصارف العراقية: دراسة مقارنة بين المصارف الإسلامية والتقليدية [2] تهدف الدراسة إلى استخدام الأساليب القياسية لإظهار أثر الرافعة المالية والسيولة النقدية على مؤشرات الأداء المالي المتمثلة في معدل العائد على الأصول (ROA) وهامش صافي الربح (NPM)، وذلك لعينة مكونة من 38 مصرفًا تقليدياً وإسلامياً خلال الفترة 2010-2022. وقد تم استخدام منهجية بيانات panel الديناميكية لتحديد العلاقة بين المتغيرات، والتي تجمع بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، وبالتحديد أسلوب المربعات الصغرى المعمم (GMM) أظهرت النتائج أن الرافعة المالية تؤثر سلباً وبشكل معنوي على مؤشري ROA و NPM في العينة الكلية وفي المصارف الإسلامية والتقليدية، باستثناء العلاقة الإيجابية مع ROA في المصارف التقليدية. كما أظهرت النتائج الأثر الإيجابي للسيولة النقدية على مؤشري ROA و NPM في العينة الكلية وفي المصارف الإسلامية والتقليدية، باستثناء أثرها السلبي على مؤشر ROA في المصارف التقليدية. وأظهرت النتائج أيضاً الأثر السلبي للائتمان النقدي (نسبة الائتمان النقدي إلى إجمالي الأصول) على مؤشري ROA و NPM في العينة الكلية وفي المصارف الإسلامية والتقليدية.

3. دراسة (Amina & Abdellatif, 2024) بعنوان: قياس أثر الرافعة المالية على القيمة السوقية لأسهم المصارف الإسلامية مقارنة بالمصارف التقليدية [3] تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على القيمة السوقية لأسهم المصارف الإسلامية (في السوق المالية السعودية) مقارنة بالمصارف التقليدية في الأردن. وقد أجريت الدراسة على مصرفين خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2021 باستخدام أسلوب المربعات الصغرى العادية (OLS) بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للمصرفين. وتُظهر النتائج أنه لا يوجد أثر للرافعة المالية على القيمة السوقية في المصارف السعودية، وذلك لأن السوق المالية السعودية سوق إسلامية لا تستخدم أسعار الفائدة. في المقابل، يوجد أثر للرافعة المالية على القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الأردنية.

4. دراسة (فارس، 2022) بعنوان: أثر المخاطر المصرفية على الأداء المالي وانعكاساتها على القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية المدرجة في البورصة المصرية [4] هدفت الدراسة إلى بحث تأثير المخاطر المصرفية والمتمثلة في مخاطر سعر الفائدة، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر التشغيل، مخاطر أسعار الصرف، مخاطر رأس المال، ومخاطر الرافعة المالية على كل من القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية وادائهم المالي، وتحديد تأثير الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية. وتمثل مجتمع الدراسة في البنوك المصرية. كما تمثل عينة الدراسة في البنوك المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية وعددها 9 بنوك تمثل جميع البنوك المدرجة بالبورصة المصرية، تم إجراء الدراسة خلال الفترة 2006-2010. باستخدام سلسلة-زمنية من البيانات السنوية حيث تمثلت الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل التباين في اتجاه واحد one way ANOVA ومعاملات الارتباط واختبار السببية لجرنجر. وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المخاطر المصرفية وكل من الأداء

المالي والقيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية المختلفة المتمثلة لعينة الدراسة، ويوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتلك المخاطر على كل من الأداء المالي والقيمة السوقية لأسهم البنوك التجارية بعينة الدراسة.

5. دراسة (عبدالله وآخرون، 2023) بعنوان: أثر هيكل رأس المال على ربحية المصارف الخاصة التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية [5] هدف هذا البحث إلى تحديد أثر هيكل رأس المال على ربحية المصارف الخاصة التجارية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2010 حتى 2020 وقد استخدمت هذه الدراسة نسبة الدين وإجمالي حقوق الملكية على إجمالي الأصول كمتغيرات مستقلة أما المتغير التابع فقد تمثل بالعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE مع وجود متغير ضابط وهو حجم الشركة استخدمت الدراسة بيانات panel لاختبار الفرضيات وقد بينت النتائج: يوجد أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة الدين على ربحية المصارف التجارية الخاصة متمثلة بالعائد على الأصول كما أنه يوجد أثر لنسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على ربحية المصارف التجارية الخاصة متمثلة بالعائد على الأصول يوجد أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول على ربحية المصارف التجارية الخاصة متمثلة بالعائد على حقوق الملكية.

6. دراسة **(فاعور وآخرون، 2021)** بعنوان: أثر الربحية في القيمة السوقية لأسهم المصارف دراسة حالة مصرف سورية الدولي الإسلامي [6] هدفت هذه الدارسة إلى التعرف على أثر الربحية في القيمة السوقية لأسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي خلال الفترة الزمنية من عام 2010 إلى 2019، اعتماداً على نسب الربحية المتمثلة بـ (معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول)، وقد تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار البسيط لدراسة الأثر بين المتغيرين، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود أثر بين نسب الربحية و القيمة السوقية لأسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي.

7. دراسة (الحلبي و كنجو، 2020) بعنوان: أثر مؤشرات الأداء المالي في القيمة السوقية للأسهم (دراسة حالة) [7] هدف هذا البحث إلى التعرف على أثر الأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2010 وحتى عام 2018 ، تمت دراسة الأداء المالي لمصرف سورية الدولي الإسلامي بدلالة المؤشرات المالية التالية (مؤشرات الربحية بدلالة العائد على الموجودات ROA ، العائد على حقوق الملكية ROE، مؤشر كفاية رأس المال، معدل المديونية ، ونسبة السيولة)، ودراسة أثر هذه المؤشرات في القيمة السوقية للأسهم وذلك باستخدام أسلوب تحليل الانحدار البسيط لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في الأداء المالي، في المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم، وقد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر لمؤشرات الأداء المالي بدلالة كل من (معدل العائد على الموجودات – معدل العائد على حقوق الملكية – معدل كفاية رأس المال) في القيمة السوقية لأسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي، بينما كان لكل من معدل المديونية ونسبة السيولة أثر ذو دلالة إحصائية في القيمة السوقية لأسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي.

8. دراسة (حاتم و نصار، 2018) بعنوان: تأثير الرفع المالي في الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية **[8]** هدفت الدراسة إلى تحديد أثر الرفع المالي في الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات

المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وأثر كل من نسبة السيولة ونسبة الأصول الثابتة وذلك كمتغيرات وسيطة قد يكون لها تأثير معدل. تم جمع البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. حيث بلغ عدد تلك الشركات 22 شركة خلال الفترة الممتدة بين 2007 و2014 استخدمت الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data أظهرت النتائج وجود تأثير دال إحصائياً للرفع المالي في الأداء المالي لدى الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مع وجود تأثير عكسي في نسبة الأصول الثابتة، وعدم وجود أي تأثير في سيولة تلك الشركات. في حين أوضحت النتائج وجود تأثير عكسي دال إحصائياً للرفع المالي في القيمة السوقية، واستمر هذا التأثير فقط عند إدخال متغير السيولة كمتغير وسيط. وأظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين الرفع المالي والعائد على الأصول ونسبة الأصول الثابتة من جهة وقيمة الشركة من جهة أخرى، في حين لم تظهر النتائج أي علاقة بين درجة السيولة والعائد على الملكية والعائد على المبيعات وقيمة الشركة.

9. دراسة (شيخ عثمان، 2016) بعنوان: أثر هيكل رأس المال على ربحية المصارف الخاصة في سوريا **[9]** تناول الباحث دراسة أثر هيكل رأس المال على ربحية المصارف الخاصة في سوريا، وتمحورت أسئلة الدراسة حول بيان أثر كل من نسب الأرباح المحتجزة والمديونية والرفع المالي (الممثلة لهيكل رأس المال) على ربحية هذه المصارف، والتي تم قياسها باستخدام معدل العائد على الموجودات والعائد على حقوق الملكية وصافي هامش الاستثمار، وكانت عينة البحث أربعة مصارف مدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية، حيث يتكون مجتمع الدراسة من أربعة عشر مصرفا، وامتدت فترة الدراسة إلى خمس سنوات من عام 2010 لغاية 2014 استخدمت الدراسة بيانات panel لاختبار الفرضيات، وتوصل الباحث إلى أنه لا يوجد أثر لنسب الأرباح المحتجزة على ربحية هذه المصارف، بينما يوجد أثر لنسب المديونية ونسب الرفع المالي على ربحية البعض من هذه المصارف.

التعقيب على الدراسات السابقة

تشابهت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة كدراسة (الحلبي و كنجو، 2020) و (فاعور وآخرون، 2021) التي تناولت أثر مؤشرات الأداء المالي في القيمة السوقية للأسهم في البيئة السورية وأيضاً دراسة (عبدالله وآخرون، 2023) و (شيخ عثمان، 2016) من خلال دراسة أثر هيكل رأس المال على ربحية المصارف الخاصة في سوريا. لكنها اختلفت عن دراسة (فارس، 2022) التي تناولت أثر المخاطر المصرفية على الأداء المالي وانعكاساتها على القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية المدرجة في البورصة المصرية ودراسة (حاتم و نصار، 2018) التي تناولت تأثير الرفع المالي في الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغ عدد تلك الشركات 22 شركة خلال الفترة الممتدة بين 2007 و2014 في حين أن دراستنا ركزت على القطاع المصرفي في سورية الذي يمثل المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية البالغ عددها 11 مصرفاً خلال فترة زمنية أوسع شملت الفترة الزمنية 2009–2023 بالإضافة لإدخال متغيرات ضابطة ممثلة بالكفاءة التشغيلية وجودة الأصول.

مشكلة البحث:

تُعد الرافعة المالية أداة مالية ذات حدين في مختلف البيئات الاقتصادية، إذ يمكن أن تسهم في تعزيز العائد على حقوق الملكية في حال استقرار الأوضاع، لكنها قد تتحول إلى مصدر خطر عند ارتفاع مستويات الدين أو تقلب الظروف الاقتصادية. وفي الحالة السورية، تتفاقم هذه المخاطر بفعل ارتفاع معدلات التضخم وعدم استقرار سعر الصرف، مما يضع المصارف التقليدية الخاصة أمام تحديات أكبر في تقدير المخاطر المستقبلية وإدارتها بفعالية. ومن هنا تنبع مشكلة الدراسة في مدى تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي والقيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وفي الكشف عن طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات في ظل البيئة الاقتصادية السورية الراهنة.

وعليه تتمثل مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤلات الآتية:

1- ما أثر الرافعة المالية في الأداء المالي لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

2- ما أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3- ما أثر الأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

أهمية البحث وأهدافه:

تتمثل أهمية الدراسة في جانبين:

الأهمية العلمية (الأكاديمية) تكمن الأهمية النظرية لهذه الدراسة في سعيها إلى سد فجوة معرفية قائمة في الأدبيات المالية والاقتصادية، حيث إن معظم الدراسات السابقة تناولت العلاقة الثنائية بين الرافعة المالية والأداء المالي أو بين الأداء المالي والقيمة السوقية، دون بناء إطار نظري متكامل يربط بين هذه المتغيرات الثلاثة معًا. ومن هنا، تقدم هذه الدراسة إسهامًا نوعيًا يتمثل في تطوير نموذج نظري يوضح آليات تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي والقيمة السوقية، وانعكاس هذا الأداء على القيمة السوقية، بما يعزز الفهم العلمي للعلاقات المتشابكة بين هذه المتغيرات في بيئة اقتصادية مثل البيئة السورية تتسم بخصوصية عالية نتيجة ارتفاع معدلات التضخم وتقلبات سعر الصرف، وهو ما يجعل إدارة الرافعة المالية أكثر تعقيدًا مقارنة بالدراسات السابقة في أسواق مستقرة. هذا الإطار النظري يمكن أن يشكل أساسًا لدراسات لاحقة في أسواق ناشئة أو غير مستقرة، مما يوسع نطاق المعرفة النظرية في مجال التمويل والمصارف.

الأهمية العملية (التطبيقية) تتجلى الأهمية العملية لهذه الدراسة في قدرتها على تقديم مؤشرات واقعية حول أثر الرافعة المالية على الأداء المالي والقيمة السوقية للمصارف التقليدية الخاصة في سورية. إذ يمكن أن تساعد نتائج الدراسة إدارة المصارف على فهم أثر مستويات المديونية المرتفعة على أدائها المالي وقيمة أسهمها في السوق، مما يوجهها نحو تبني سياسات أكثر حذرًا في إدارة التمويل والديون. كما توفر النتائج للمستثمرين إطارًا تحليليًا مبسطًا يساعدهم على تقييم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في أسهم المصارف السورية، وبالتالي اتخاذ قرارات أكثر وعيًا. وعلى الصعيد

التنظيمي، يمكن أن تشكل النتائج إضافة مرجعية للجهات الرقابية في متابعة انعكاسات الرافعة المالية على استقرار القطاع المصرفي من خلال توفير أدلة كمية تدعم عملية صنع القرار.

وبناء عليه يهدف البحث إلى:

1-دراسة أثر الرافعة المالية في الأداء المالي لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2-دراسة أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

3-دراسة أثر الأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

فرضيات البحث:

تقوم الدراسة على الفرضيات الثلاث الآتية:

الفرضية الاولى: لا يوجد أثر معنوي للرافعة المالية في الأداء المالي لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر معنوي للرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر معنوي للأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

منهجية البحث:

تم الاعتماد على المنهج التطبيقي القياسي، من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة العربية والأجنبية التي تناولت الموضوع لإعداد الجانب النظري للدراسة، والاعتماد على التقارير المالية السنوية في جمع البيانات، من أجل إعداد الدراسة التطبيقية القياسية.

تم قياس الرافعة المالية باستخدام النسب المالية الآتية:

X1 نسبة مضاعف حق الملكية=إجمالي الأصول ÷ حقوق الملكية* 100 **[10]**

X2 نسبة الديون إلى إجمالي الأصول=إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول*100 **[11]**

Y القيمة السوقية للسهم: تم قياسها من خلال سعر الإغلاق السنوي. **[4]**

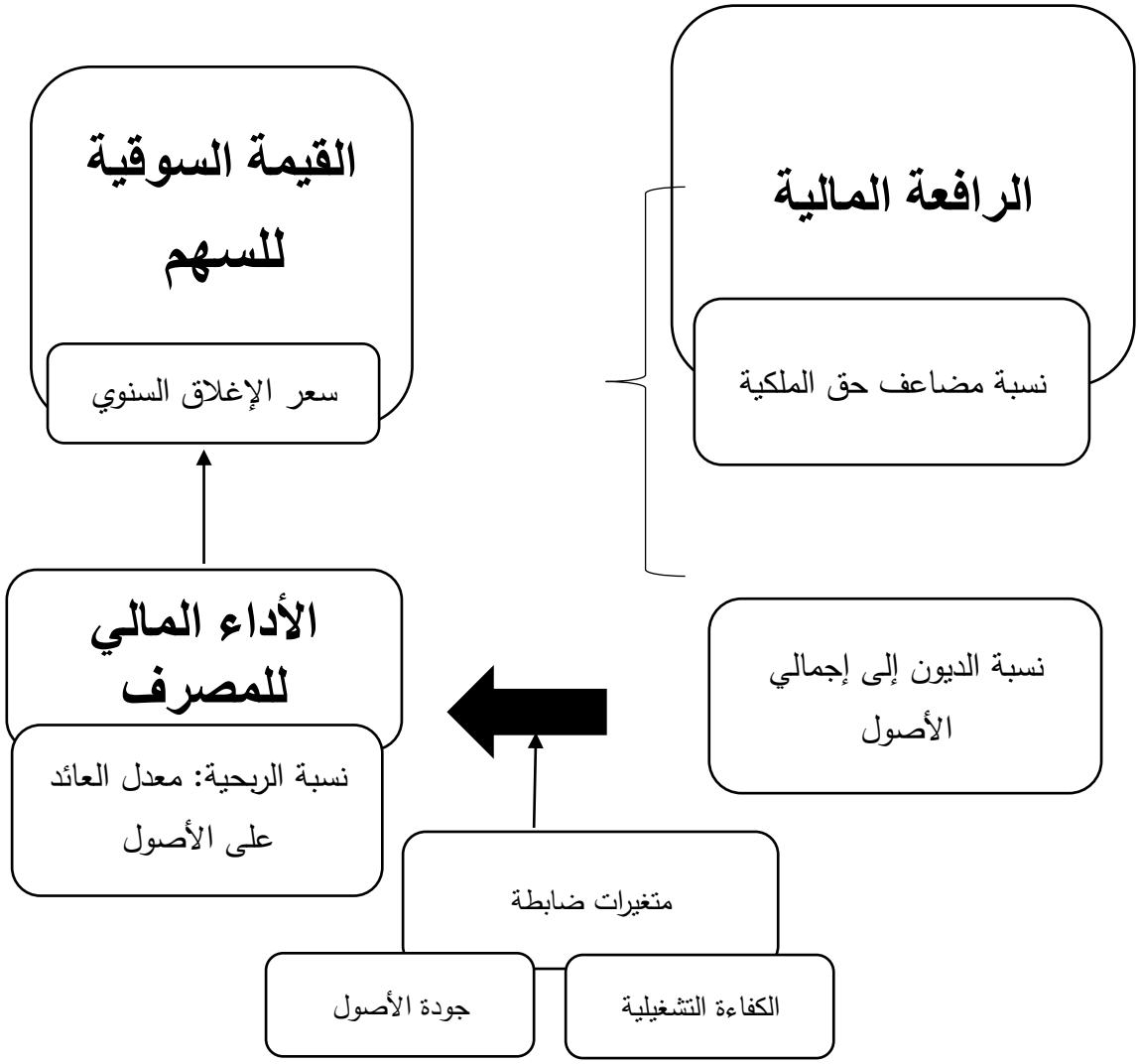
ROA الأداء المالي: نسبة الربحية تم قياسها من خلال معدل العائد على الأصول. **[10]**

متغيرات ضابطة: الكفاءة التشغيلية وجودة الأصول

OE الكفاءة التشغيلية: المصاريف التشغيلية ÷ الدخل التشغيلي **[12]**

QA جودة الأصول: مخصص خسائر القروض ÷ إجمالي القروض **[13]**

الشكل رقم (1) نموذج الدراسة



المصدر: إعداد الباحثة

مجتمع وعينة الدراسة

ضم مجتمع الدراسة المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية البالغ عددها 11 مصرفاً، خلال الفترة (2009–2023).

حدود الدراسة

الحدود المكانية: المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الحدود الزمانية: تمت الدراسة خلال الفترة (2009-2023)

الإطار النظري:

مفهوم الرافعة المالية ومخاطرها

تُعدّ الرافعة المالية (Leverage) أداة قوية في عالم الاستثمار تُمكّن المستثمرين من زيادة القوة الشرائية لديهم لتحقيق عوائد محتملة أكبر، لكنها في الوقت نفسه تحمل مخاطر كبيرة قد تؤدي إلى خسائر فادحة. ببساطة، هي استخدام الأموال المقترضة لزيادة حجم الاستثمار، بهدف تضخيم الأرباح على رأس المال المستثمر. المخاطر الأساسية للرافعة المالية تتمثل في أنها تضخّم الخسائر بنفس الطريقة التي تضخّم بها الأرباح. وتتمثل أهم المخاطر الرئيسية بالآتي:**[14]**

1-خطر تضخيم الخسائر: هذا هو الخطر الأبرز والأكثر خطورة. فإذا كانت قيمة الأصل المستثمر فيه باستخدام الرافعة المالية قد انخفضت ولو بنسبة صغيرة، فإن الخسارة التي يتحملها المستثمر ستكون كبيرة ومُضاعفة.

2-نداء الهامش (Margin Call): عندما تتجه قيمة استثمارك نحو الانخفاض، سيطلب منك الوسيط المالي إيداع أموال إضافية (Margin Call) لتغطية الخسائر والحفاظ على مستوى الهامش المطلوب. إذا لم تكن قادرًا على تلبية هذا الطلب في الوقت المناسب، قد يقوم الوسيط بتصفية مركزك الاستثماري (إغلاق صفقاتك) تلقائيًا لتجنب المزيد من الخسائر، مما يؤدي إلى خسارة كبيرة قد تفوق رأس المال الأساسي.

3-خطر السيولة: قد تواجه الأسواق تقلبات حادة وغير متوقعة، مما يجعل من الصعب إغلاق الصفقات بالسعر المطلوب أو في الوقت المناسب. في حالة استخدام الرافعة المالية، يمكن أن تؤدي هذه التقلبات السريعة إلى خسائر هائلة في غضون لحظات، خاصة في الأسواق ذات السيولة المنخفضة.

4-التقلبات السوقية (Market Volatility): تعمل الرافعة المالية بشكل أفضل في الأسواق المستقرة التي تتحرك في اتجاه واضح. في الأسواق المتقلبة، يمكن للحركات السعرية العشوائية أن تطلق نداءات الهامش بسهولة وتؤدي إلى خسائر فادحة حتى لو كان الاتجاه العام للسوق إيجابيًا على المدى الطويل.

مؤشرات قياس الرافعة المالية

تعد نسب الرافعة المالية من النسب المهمة والشائعة الاستخدام في التحليل المالي للقوائم المالية، إذ تكمن هذه النسب من تقييم الهيكل المالي للمصارف التجارية من خلال الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية والخارجية ويتم قياس الرافعة المالية في المصارف من خلال (نسبة مضاعف حق الملكية، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي القروض إلى إجمالي الودائع، نسبة الدين إلى حقوق المساهمين، نسبة الرافعة المالية وفقاً لـ بازل 3)**[15]**.

1-نسبة مضاعف حق الملكية:(Equity Multiplier Ratio)

تُستخدم هذه النسبة كمتغير مستقل لقياس مخاطر الرافعة المالية. يُشير ارتفاع هذه النسبة إلى أن الشركة تعتمد بشكل أكبر على الديون (الرافعة المالية) لتمويل أصولها، مما قد يزيد من المخاطر المالية. على العكس، يُشير انخفاضها إلى أن الشركة تعتمد أكثر على حقوق الملكية في التمويل، مما يقلل من المخاطر.

تُحسب هذه النسبة بقسمة إجمالي الأصول على حقوق الملكية وضرب الناتج في 100.

2-نسبة الديون إلى إجمالي الأصول:(Debt to Total Assets Ratio)

تُستخدم هذه النسبة أيضًا كمتغير مستقل لقياس مخاطر الرافعة المالية. يُشير ارتفاع هذه النسبة إلى أن جزءًا كبيرًا من أصول الشركة ممول بالديون، مما يزيد من مستوى المخاطر المالية. يُعكس انخفاضها اعتمادًا أقل على الديون لتمويل الأصول، مما يدل على مستوى مخاطر أقل. تُحسب هذه النسبة بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول وضرب الناتج في 100.

مفهوم الأداء المالي

يمكن تعريف الأداء المالي بأنه: مدى نجاح المنشأة في استغلال الموارد المتاحة لديها المادية والمعنوية أفضل استغلال، وتحقيق الأهداف المحددة من طرف الإدارة، ويعتبر الأداء المالي ركيزة مهمة في استمرار ونمو المنشآت، ولكي تتمكن إدارة المنشأة من اتخاذ القرارات المناسبة لابد من وجود أهداف تحدد الأنشطة التي تقوم بها المنشأة وتوجه العاملين نحو تحقيق هذه الأهداف، ولا بد للمنشآت التي تهدف إلى تحقيق الأرباح وتوفير السيولة من تحسين أدائها المالي، وتوجيه العاملين نحو تحقيق هذا الهدف من خلال استغلال الموارد المتاحة، والتخطيط المسبق لتحقيق اي هدف**[16]**.

مؤشرات الأداء المالي [17] [18]

1- مؤشرات الربحية: تُقيس قدرة المصرف على تحقيق الأرباح من الأصول، أو حقوق الملكية. من أهم أمثلتها:

أ- العائد على الأصول (ROA): يقيس مدى كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتوليد الأرباح.

ب- العائد على حقوق الملكية (ROE): يوضح العائد الذي تحققه الشركة للمساهمين.

2- مؤشرات السيولة:

أ- نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول: تعكس قدرة المصرف على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل.

ب- نسبة الأصول السائلة إلى الخصوم قصيرة الأجل: مؤشر مباشر على قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته الفورية.

ج- معيار بازل – III نسبة تغطية السيولة: معيار تنظيمي عالمي لضمان قدرة البنوك على مواجهة صدمات السيولة.

3- مؤشرات جودة الأصول: تهدف إلى تقييم مدى سلامة محفظة القروض والأصول لدى المصرف، ومدى تعرضه لمخاطر التعثر. أهمها:

أ- نسبة القروض المتعثرة إلى إجمالي القروض: كلما ارتفعت النسبة دلّ ذلك على ضعف جودة الأصول.

ب- مخصصات القروض إلى إجمالي القروض: مؤشر على مدى تغطية المصرف لمخاطر التعثر.

ج- القروض إلى إجمالي الأصول: يقيس حجم القروض كنسبة من الأصول الكلية، وكلما ارتفعت النسبة زادت المخاطر المرتبطة بجودة الأصول.

4- مؤشرات الكفاءة التشغيلية: تهدف إلى قياس قدرة المصرف على إدارة موارده بكفاءة وتحقيق أرباح من عملياته التشغيلية. أهمها:

أ- نسبة المصاريف التشغيلية إلى إجمالي الإيرادات: كلما انخفضت النسبة دلّ ذلك على كفاءة تشغيلية أعلى.

ب- نسبة التكلفة إلى الدخل: من أهم مؤشرات الكفاءة التشغيلية في البنوك، وكلما انخفضت النسبة كان الأداء أفضل.

مفهوم القيمة السوقية

تتأثر القيمة السوقية بمستوى الرافعة المالية الذي ينعكس على قدرة المصرف في تحقيق عوائد مستقرة، والأداء المالي الذي يظهر في مؤشرات الربحية والكفاءة التشغيلية. كما تتأثر القيمة السوقية بالعوامل الاقتصادية الكلية مثل ظروف العرض والطلب، وتقلبات سعر الصرف، ومعدلات التضخم، إضافة إلى العوامل الداخلية مثل القيمة الدفترية للسهم، وسياسات توزيع الأرباح النقدية. ولأغراض القياس، يمكن الاعتماد على مجموعة من مؤشرات القيمة السوقية، أبرزها:

سعر الإغلاق السنوي: يعكس القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة.

القيمة السوقية لحقوق الملكية: إجمالي عدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة × سعر السهم في السوق **[15]**.

العلاقة بين الرافعة المالية ومؤشرات الأداء المالي (الربحية)

ترتبط الرافعة المالية بالأداء المالي للشركات من خلال انعكاسها على العوائد المتوقعة؛ إذ إن زيادة الرافعة المالية تنشأ داخليًا نتيجة السياسات المالية المتبعة والاستثمار الأمثل للموارد. وفي ظل أي هيكل مالي، تُظهر الدراسات أن ارتفاع مستويات الرافعة المالية يؤدي عادةً إلى زيادة الأرباح لكل سهم وتعزيز العائد على حقوق الملكية للمساهمين، وهكذا فإن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة درجة التذبذب في كل من الأرباح لكل سهم والعوائد على حق الملكية وأيضا تتأثر ربحية السهم في الشركة المساهمة إيجابيا أو سلبيا بمحتوى الهيكل التمويلي للشركة فعندما تقوم الشركة بالاقتراض بمعدل ثابت التكلفة لتمويل عملياتها واستثماراتها فإنها تحقق من ذلك عائدا على الاستثمار يزيد على تكلفة الديون فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة في العائد الموزع على المساهمين ، فهذا من إيجابيات الرفع المالي ، أما إذا لم تستطع الشركة تحقيق عائد يفوق كلفة التمويل للديون من استثماراتها فعندئذ يصبح الرفع المالي سالباً **[19]**.

لذا يتضح لنا أن العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي للشركة تظهر مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن أن يؤثر تأثيراً ايجابياً على الأداء المالي للشركة، وتكون العلاقة طردية (إيجابية)بين الرفع المالي والأداء المالي أو العكس.

العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للسهم

تُعد العلاقة بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للسهم من القضايا الجوهرية التي تحظى باهتمام المستثمرين والمحللين الماليين. إلا أن هذه العلاقة لا يمكن وصفها بالوضوح، فهي علاقة معقدة تتأثر بمجموعة من العوامل الاقتصادية والتشغيلية، مما يجعل أثرها على القيمة السوقية للسهم غير محدد بشكل قاطع؛ فقد يظهر تأثيرها إيجابياً أو سلبياً، تظهر العلاقة الإيجابية بين الرافعة المالية والقيمة السوقية للسهم عندما تستخدم الشركة الرافعة المالية بفعالية لتوليد عائدات أعلى من تكلفة الاقتراض، بينما تظهر العلاقة السلبية عندما تكون الرافعة المالية مرتفعة جدًا أو عندما تفشل الشركة في تحقيق عائدات كافية من استثماراتها. في هذه الحالة، ينظر المستثمرون إلى الرافعة المالية كمصدر للمخاطر **[20]**.

العلاقة بين الأداء المالي والقيمة السوقية

إن المعلومات المحاسبية والمؤشرات المستخلصة من التقارير المالية خاصة ما يتعلق منها بالأرباح، تحمل في ثناياها معلومات تنعكس على أسعار الأسهم وبأن هذه الأسعار تستجيب وبشكل عاجل لدى الإعلان عن تلك الأرباح وبأن التغيرات التي تحدث في تلك الأسعار سلباً أو إيجاباً تكون في نفس الاتجاه الحادث في التغير في الأرباح، كما أن المعلومات المستخلصة من الأرقام المحاسبية تخدم كثيراً المتعاملين في أسواق المال في مجال توقع المخاطر المنتظمة التي يمكن حدوثها في تلك الأسواق، حيث أن ارتفاع القيمة السوقية للأسهم تقف وراءه العديد من الأسباب والعوامل المالية تنعكس في التقارير المالية الربعية ونصف السنوية والسنوية والتي تكون محل اهتمام المحللين الماليين والذين يعملون على تقييم سعر السهم الحقيقي وفقاً للمعلومات المالية المتوفرة في التقارير المالية، مما يعني أن السعر السوقي أو القيمة السوقية هو في الحقيقة انعكاس للمعلومات المالية المتوفرة في التقارير المالية **[21] [22]** .

الإطار العملي للبحث:

لتوضيح أثر الرافعة المالية على الأداء المالي والقيمة السوقية في المصارف التقليدية الخاصة، تم الاعتماد على دراسة قياسية من خلال استخدام بيانات الجدولية المقطعية (panel data) الذي يعبر عن المشاهدات المقطعية خلال فترة زمنية معينة من خلال دمج البيانات المقطعية مع الزمنية وفق ثلاث نماذج: النموذج (1) نموذج الانحدار التجميعي (Pool Regression Model) والنموذج (2) نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model) والنموذج (3) نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model). بدلاً من الأساليب التقليدية التي يؤدي استخدامها إلى نتائج مضللة حيث شملت الدراسة المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية البالغ عددها 11 مصرف خلال الفترة الزمنية 2023–2009 لتصبح 165 مشاهدة.

يبين الجدول رقم (1) الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة وذلك كما يلي:

الجدول رقم (1): الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة في المصارف التقليدية الخاصة

	Y	X2	X1	ROA	QA	OE	
Mean	885.4810	0.630854	6.255299	1.127278	0.155094	2.586813	الوسط الحسابي
Maximum	8565.080	0.988786	89.17306	15.50626	0.446238	356.8378	الحد الأعلى
Minimum	61.00000	-0.044621	0.393223	-0.125783	0.000000	-17.85070	الحد الأدنى
Std.Dev	1208.461	0.324807	8.305157	2.673278	0.123961	27.79647	الانحراف المعياري
Sum Sq. Dev	2.38E+08	17.30189	11312.00	1172.012	2.520074	126713.6	مجموع الانحرافات المربعة
Observations	165	165	165	165	165	165	المشاهدات

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

يبين الجدول رقم (1) الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة الوسط الحسابي للكفاءة التشغيلية (OE) يساوي 2.58 وتراوحت القيم بين (356.83 و -17.85) كان الانحراف المعياري (27.79) مما يعني وجود تشتت كبير للقيم حول الوسط. أما جودة الأصول (QA) بلغ الوسط الحسابي 0.15 وتراوحت القيم بين (0.446 و 0) كان الانحراف المعياري 0.123 مما يعني وجود تشتت لجودة الأصول بين المصارف التقليدية الخاصة. وأيضاً الوسط للعائد على الأصول (ROA) يساوي 1.12 وتراوحت القيم بين(15.50 و -0.125) كان الانحراف المعياري (2.67) مما يعني عدم استقرار ربحية المصارف التقليدية الخاصة ووجود تشتت للقيم حول الوسط، والمتغير المستقل الرافعة المالية المقاس باستخدام نسبة مضاعف حق الملكية X1 ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول X2 بلغ الوسط الحسابي 6.25 ، 0.630 على التوالي وتراوحت القيم بين (89.17 و 0.393)، (0.988 و -0.044) كان الانحراف المعياري 8.30 و 0.32 على التوالي مما يعني وجود تشتت لمخاطر الرافعة المالية بين المصارف التقليدية الخاصة بشكل أكبر لمقياس مضاعف حق الملكية مقارنةً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول. وبلغ الوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم (Y) ما قيمته (885.48) وتراوحت القيم بين (8565.08 و 61) بانحراف معياري (1208.46) مما يعني وجود تشتت كبير للقيم حول الوسط.

اختبار الاستقرارية:

يبين الجدول رقم (2) نتائج اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة:

الجدول رقم (2) اختبار الاستقرارية

المتغير	المستوى		بناءً على اختبار (Lin, Levin & Chu) يتضح أن متغيرات الدراسة مستقرة في المستوى (I_0) عند نسبة معنوية (5%).
	القيمة المحسوبة	الاحتمالية	
OE	-5.57556	0.0000	
QA	-2.51696	0.0059	
ROA	-3.12230	0.0009	
X1	-4.54335	0.0000	

X2	-4.48545	0.0000	
Y	2.00778	0.0000	

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

تظهر مشكلة الارتباط إذا كانت قيمة معامل الارتباط أكبر من (0.8) بين متغيرين يستخدمان في النموذج ذاته**[23]** يظهر الجدول رقم (3) عدم وجود مشكلة ارتباط بين أي من متغيرات الدراسة حيث أن جميع قيم معامل الارتباط أقل من (0.8).

الجدول رقم (3): نتائج اختبار الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع

	ROA	X1	X2	Y	OE	QA
ROA	1.000000					
X1	-0.273176	1				
X2	-0.745161	0.506019	1			
Y	-0.121648	-0.075783	0.038175	1		
OE	-0.029238	0.785112	0.091439	-0.045974	1	
QA	-0.064203	0.009599	-0.030192	-0.317053	0.136269	1

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

اختبار الفرضيات وتحليل النتائج:

اختبار الفرضية الأولى:

الفرضية: لا يوجد أثر معنوي للرافعة المالية في الأداء المالي لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يتم عرض نتائج نماذج انحدار Panel في الجدول (4) وفق النماذج الثلاثة النموذج (1) نموذج الانحدار التجميعي (Pool Regression Model) والنموذج (2) نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model) والنموذج (3) نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model).

الجدول رقم (4) أثر الرافعة المالية في الأداء المالي لأسهم المصارف

المتغيرات	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3
X1	0.116169 (3.095145)**	0.071318 (2.044655)**	0.076338 (2.259914)**
X2	-7.487939 (12.68622)**	-6.529580 (-4.616106)**	-6.822831 (-6.322673)**
OE	-0.021211 (2.162089)**	-0.011716 (-1.399925)	-0.012705 (-1.546407)

QA	−1.405134 (1.254820)	−2.016257 (−2.162031)**	−1.967073 (−2.122685)**
حجم العينة	165	165	165
R^2	0.590254	0.773543	0.586307
Adjusted R^2	0.580011	0.752407	0.58000
Prob (F−statistic)	0.000000	0.000000	0.000000

مستوى المعنوية: * 10%، ** 5%، *** 1%، يتم إعطاء قيم إحصائيات t بين قوسين المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

اختيار النموذج الملائم للدراسة:

لاختيار النموذج الملائم للبيانات من النماذج الثلاثة الموضحة في الجدول رقم (5) تم حساب قيمة اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونماذج التأثيرات الثابتة:

الجدول رقم (5) اختبار (F) للمقارنة بين النماذج			من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (5) نلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار فيشر أصغر من (0.05) وعليه فإننا نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج البيانات المجمعة هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة.
Prob	d.f.	المحسوبة F	
0.0000	(10,150)	12.140600	

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

وللمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية نقوم باختبار Hausman كما هو مبين في الجدول رقم (6):

الجدول رقم (6) اختبار Hausman للمقارنة بين النماذج

Chi−Sq. Statistic	Chi−Sq.d.f	Prob.
0.864400	4	0.9296

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

من خلال النتائج الواردة في الجدول 6 نلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار أكبر من (0.05)، وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج البيانات العشوائية هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة.

وعليه من نتائج الجدول رقم (4) نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع أداء المصارف المقاس بالعائد على الأصول والمتغيرات التفسيرية جيدة، حيث بلغ معامل التحديد (0.586307)، أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره (58%) من التغيرات التي تحدث في العائد على الأصول للمصارف محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى، كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة، حيث بلغت قيمة (P–Value=0.0000) وهي أصغر من 0.05.

مناقشة النتائج:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للكفاءة التشغيلية في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول عند مستوى دلالة (0.05).

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقاساً بنسبة مضاعف حق الملكية في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول، مما يعني أن ارتفاع الرفع المالي (مضاعف حق الملكية) بمقدار 1 % سيؤدي إلى ارتفاع العائد على الأصول بنسبة 0.076 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%). وأثر سلبي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول، مما يعني أن ارتفاع الرفع المالي (الديون إلى إجمالي الأصول) بمقدار 1 % سيؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول بنسبة 6.82 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%). أما نسبة المتغيرات الضابطة جودة الأصول وأداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول فقد كان هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية فارتفاع جودة الأصول (QA) بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول بنسبة 1.96 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%).

اختبار الفرضية الثانية:

الفرضية: لا يوجد أثر معنوي للرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول رقم (7) أثر الرافعة المالية في القيمة السوقية لأسهم المصارف

المتغيرات	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3
X1	−64.40566 (−2.608492)**	−54.98517 (−1.815821)*	−64.40566 (−2.597493)**
X2	824.0727 (2.122548)**	−1641.964 (−1.353616)	824.0727 (2.113597)**
OE	14.30736 (2.218340)**	12.61265 (1.745527)*	14.30736 (2.208985)**
QA	−3427.262	−3218.532	−3427.262

	(-4.642023)**	(-4.000068)**	(-4.622449)**
حجم العينة	165	165	165
R^2	0.138250	0.185594	0.138250
Adjusted R^2	0.116571	0.109073	0.116571
Prob (F-statistic)	0.000087	0.004292	0.000087

مستوى المعنوية: * 10%، ** 5%، *** 1%، يتم إعطاء قيم إحصائيات t بين قوسين المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

اختيار النموذج الملائم للدراسة:

الجدول رقم (8) اختبار (F) للمقارنة بين النماذج			من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (8) نلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار فيشر أكبر من (0.05) وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج البيانات المجمعة هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة.
Prob	d.f.	المحسوبة F	
0.5663	(10,149)	0.866190	

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

وعليه من نتائج الجدول رقم (7) نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع القيمة السوقية والمتغيرات التفسيرية جيدة، حيث بلغ معامل التحديد (0.138250)، أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره (13%) من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للمصارف محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى، كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة، حيث بلغت قيمة (P-Value=0.000087) وهي أصغر من 0.05.

مناقشة النتائج:

هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقاساً بنسبة مضاعف حق الملكية في القيمة السوقية للمصارف، مما يعني أن ارتفاع الرفع المالي (مضاعف حق الملكية) بمقدار 1 % سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بنسبة 64.40 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%). وأثر ايجابي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في القيمة السوقية، مما يعني أن ارتفاع الرفع المالي (الديون إلى إجمالي الأصول) بمقدار 1 % سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية بنسبة 824.07 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%). أما نسبة المتغيرات الضابطة الكفاءة التشغيلية وجودة الأصول فقد كان هناك أثر

إيجابي للكفاءة التشغيلية ذو دلالة إحصائية فارتفاع الكفاءة التشغيلية (OE) بمقدار 1% سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية بنسبة 14.30 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%).

وأثر سلبي لجودة الأصول ذو دلالة إحصائية فارتفاع جودة الأصول (QA) بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بنسبة 3427.26 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%).

اختبار الفرضية الثالثة:

الفرضية: لا يوجد أثر معنوي للأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول رقم (9) أثر الأداء المالي في القيمة السوقية لأسهم المصارف

المتغيرات	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3
ROA	−64.35080 (−1.920805)*	−87.17755 (−1.297276)	−64.35080 (−1.876620)*
OE	−0.251435 (−0.077510)	0.234655 (0.068079)	−0.251435 (−0.075727)
QA	−3176.903 (−4.341029)**	−3253.518 (−3.910942)**	−3176.903 (−4.241169)**
حجم العينة	165	165	165
R^2	0.120804	0.136482	0.120804
Adjusted R^2	0.104319	0.061644	0.104319
Prob (F−statistic)	0.000124	0.044117	0.000124

مستوى المعنوية: * 10%، ** 5%، *** 1%، يتم إعطاء قيم إحصائيات t بين قوسين المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

اختيار النموذج الملائم للدراسة:

الجدول رقم (10) اختبار (F) للمقارنة بين النماذج

Prob	d.f.	المحسوبة F
0.9863	(10,150)	0.272346

من خلال النتائج الواردة في الجدول رقم (10) نلاحظ أن القيمة الإحصائية لاختبار فيشر أكبر من (0.05) وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج البيانات المجمعة هو النموذج الأفضل لتفسير بيانات الدراسة مقارنة بنموذج التأثيرات الثابتة.

المصدر: عمل الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

وعليه من نتائج الجدول رقم (9) نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع أداء المصارف المقاس بالعائد على الأصول والمتغيرات التفسيرية جيدة، حيث بلغ معامل التحديد (0.120804)، أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره (12%) من التغيرات التي تحدث في العائد على الأصول للمصارف محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى، كما أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة، حيث بلغت قيمة (P-Value=0.000124) وهي أصغر من 0.05.

مناقشة النتائج:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للكفاءة التشغيلية في القيمة السوقية للسهم عند مستوى دلالة (0.05).
2. هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لأداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول في القيمة السوقية للسهم، مما يعني أن ارتفاع العائد على الأصول بمقدار 1 % سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم بنسبة 64.35 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (10%). أما نسبة المتغيرات الضابطة جودة الأصول فقد كان هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية فارتفاع جودة الأصول(QA) بمقدار 1% سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم بنسبة 3176.9 باعتبار أن بقية المتغيرات محل الدراسة ثابتة عند مستوى معنوية (5%).

نتائج الدراسة:

1. هناك أثر إيجابي للرفع المالي مقاساً بنسبة مضاعف حق الملكية في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول وهذا يتوافق مع دراسة (عبدالله وآخرون، 2023)، وأثر سلبي للرفع المالي مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول وهذا يتوافق مع دراسة (فارس، 2022). مما يؤكد أن مضاعف الملكية يعطي صورة "محاسبية" محسّنة للأداء، بينما نسبة الديون تكشف العبء الحقيقي على الأصول لأن التمويل يعتمد أكثر على الديون.
2. هناك أثر سلبي للرفع المالي مقاساً بنسبة مضاعف حق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف لأن المستثمرين يرونه مؤشراً على مخاطر أعلى (ضعف قاعدة حقوق الملكية) لذلك يضغط سلباً على القيمة السوقية للسهم وهذا يتوافق مع دراسة (فارس، 2022) ودراسة (حاتم و نصار، 2018) ودراسة (عبدالله وآخرون، 2023)، وأثر ايجابي للرفع المالي مقاساً بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول في القيمة السوقية للسهم لأن السوق يفسرها كرافعة للنمو عبر التوسع والتمويل، مما يعزز القيمة السوقية للسهم.

- نلاحظ اختلاف نتائج مقياسين الرفع المالي (مضاعف حق الملكية ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول) على الأداء المالي والقيمة السوقية للسهم في المصارف بسبب اختلاف زاوية القياس فالأول ينظر من منظور الملاك (حقوق الملكية)، والثاني من منظور هيكل التمويل الكلي (الأصول والديون) وأيضاً تأثير كل مؤشر على الأداء الداخلي

للمصرف أي الحسابات المالية الفعلية مقابل نظرة السوق الخارجية لأن السوق لا ينظر فقط إلى الأرقام، بل أيضاً إلى المخاطر المتوقعة، الثقة، وتوقعات النمو.

3. هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لأداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول في القيمة السوقية للسهم هذا يعني أن تحسن ROA لا يترجم تلقائياً إلى ارتفاع في القيمة السوقية بالتالي السوق أكثر حساسية للمخاطر من الأرقام المحاسبية فقد يكون العائد مرتفعاً نتيجة رفع مالي مفرط وهذا يتوافق مع دراسة (فارس، 2022).

4. بالنسبة للمتغيرات الضابطة لا يوجد أثر للكفاءة التشغيلية في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول وهناك أثر إيجابي للكفاءة التشغيلية على القيمة السوقية للسهم فهي لا تعزز الأداء المحاسبي (ROA) بشكل مباشر لكنها تعزز ثقة المستثمرين فينعكس أثرها إيجابياً على القيمة السوقية، وأثر سلبي لجودة الأصول في أداء المصارف مقاساً بالعائد على الأصول وأيضاً في القيمة السوقية للسهم تؤثر سلباً لأنها تكشف عن مخاطر حقيقية في المحفظة الائتمانية مما يضعف الأرباح ويقلل ثقة السوق وهذا لا يتوافق مع دراسة (سليم و علي، 2025).

الاستنتاجات و التوصيات:

1. على البنوك أن توازن بين استخدام حقوق الملكية والديون في التمويل، بحيث لا يظهر الأداء المحاسبي مضللاً.
2. التركيز على إدارة هيكل رأس المال لتقليل الاعتماد المفرط على الديون، مع تعزيز قاعدة حقوق الملكية لضمان استدامة العائد.
3. على البنوك أن توضح للمستثمرين استراتيجياتها التمويلية، وأن تُظهر كيف تُستخدم الديون في التوسع الآمن وليس في المخاطرة.
4. تعزيز الشفافية في التقارير المالية لتقليل مخاوف المستثمرين من ضعف قاعدة حقوق الملكية.
5. على البنوك أن تربط بين جودة الأرباح واستدامتها وبين الأداء المحاسبي، عبر الإفصاح عن مصادر العائد (تشغيلي، استثماري، أو نتيجة رفع مالي).
6. التركيز على بناء ثقة السوق من خلال إدارة المخاطر، وليس فقط عبر تحسين مؤشرات العائد.
7. الاستمرار في تحسين الكفاءة التشغيلية لأنها تعزز ثقة المستثمرين.
8. التركيز على رفع جودة الأصول عبر تحسين إدارة المخاطر الائتمانية، تقليل القروض المتعثرة، وزيادة المخصصات بشكل واقعي لحماية الأرباح والقيمة السوقية.

References:

[1] I. Salim, and G. Ali. "The impact of asset quality and efficiency on banks' performance: An applied study on private conventional banks listed on the Damascus Securities Exchange". **Damascus University Journal for Economic and Political Sciences**, (in Arabic), Vol. 41, No. 2, pp. 333–354, 2025.
[2] S. Al-Aaraji. "The impact of cash liquidity and financial leverage on the performance of Iraqi banks: A comparative study between Islamic and conventional banks." **Journal of Economics and Administrative Sciences**, Vol. 30, No. 143, pp. 389–404, 2024.
[3] D. Amina and M. Abdellatif. "Measuring the effect of financial leverage on the market value of the shares of the Islamic banks compared to the conventional banks." **Educational Administration: Theory and Practice**, Vol. 30, No. 6, pp. 1392–1399, 2024.
[4] H. Fares. "The Impact of Banking Risks on Financial Performance and Their Reflections on the Market Value of Shares of Commercial Banks Listed on the Egyptian Stock Exchange.", **The Scientific Journal of Economics and Commerce**, (in Arabic), No. 5, 2022.
[5] H. Abdullah, R. Zobari, H. Habaqzi "The impact of capital structure on the profitability of private commercial banks listed on the Damascus Securities Exchange." **Al-Baath University Journal, Series of Economic Sciences**, (in Arabic), Vol. 45, No. 27, pp. 85–104, 2023
[6] A. Khalaf, O. Nakkar, M. Faour. "The impact of profitability on the market value of bank shares: A case study of the International Islamic Bank of Syria." **Hama University Journal**, (in Arabic), Vol. 4, No. 9, pp. 162–176, 2021.
[7] J. Al-Halabi, and K. Kanjo. "The impact of financial performance indicators on the market value of shares: A case study." **Hama University Journal**, (in Arabic), Vol. 3, No. 7, pp. 156–174, 2020.
[8] E. Hatem, and B. Nassar. "The impact of financial leverage on financial performance and market value of companies listed on the Damascus Securities Exchange." **Al-Baath University Journal for Human Sciences**, (in Arabic), Vol. 40, No. 115, pp. 91–126, 2018.
[9] O. Sheikh Othman. "The impact of capital structure on the profitability of private banks in Syria." **Al-Baath University Journal for Human Sciences**, (in Arabic), Vol. 38, No. 18, pp. 11–48, 2016.
[10] A. Nemati, T. Javed, and M. Sidiqui. "Impact of asset growth and equity multiplier on the financial performance of microfinance banks of Pakistan", **International Journal of Management Research and Emerging Science**, Vol.11, No. 3, pp.123-136, 2021.
[11] A. Gungoraydinoglu, and Ö. Öztekin. "Financial leverage and debt maturity targeting: International evidence", **Journal of Risk and Financial Management**, Vol.14, No. 9, pp.10, 2021.
[12] O. Yahaya, and B. Awen. "Bank-specific attributes and operational efficiency: Evidence from efficient-structure hypothesis". **Journal of Business and Social Review in Emerging Economies**, Vol. 6, No. 3, pp. 1087-1098, 2020.
[13] L. Lucky, and A. Nwosi. Asset quality and profitability of commercial banks: evidence from Nigeria", **Research journal of Finance and Accounting**, Vol. 6, No. 18, pp. 26-34, 2015.
[14] M. Al Samman, and Y. Al Toubi. "A Study of the Impact of Financial Leverage Ratios on the Total Risk of Industrial Companies Listed on the Muscat Stock Exchange",

The Scientific Journal of Commercial Research and Studies, (in Arabic), Vol. 39, No. 2, pp. 1381, 2025.
[15] L. Zaher. "The Impact of Financial Leverage Risk on the Market Value of Shares of Commercial Banks Listed on the Damascus Securities Exchange", **Al-Baath University Journal**, (in Arabic), Vol. 45, No. 23, Syria, 2023.
[16] N. Alawi. "The Effect of Financial Leverage on Financial Performance in Jordanian Public Shareholding Companies Listed on the Amman Stock Exchange", **Master's Thesis**, (in Arabic), Middle East University, Faculty of Business, Jordan, pp. 36, 2019.
[17] A. Oshoke, and J. Sumaina. "Performance evaluation through ratio analysis". **Journal of Accounting and Financial Management**, Vol.1. No. 8, P. 1-10. 2015.
[18] A. Sahyouni, and X. Wang. "The Political Crisis and Bank Financial Performance: Evidence from the Middle East". **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol. 6. No. 20, pp. 92-100. 2015.
[19] A. Al Shahri, "The Relationship Between Financial Leverage and Financial Performance: An Applied Study on Joint-Stock Companies in the Kingdom of Saudi Arabia (Telecommunications Sector)", **Comprehensive Electronic Multidisciplinary Journal**, (in Arabic), No. 23, pp. 10, 2020.
[20] I. Guermazi. O. Al Mohana. H. Al Ahmari, and A. Al Dahkhil. "The impact of operating and financial leverage on the market and book value of bank shares in the Kingdom of Saudi Arabia." **Journal of Money and Business Economics**, (in Arabic), Vol. 8, No. 2, pp. 117–131, 2024.
[21] F. Al Zubaidi. "The impact of accounting information on investment decisions in the shares of companies listed on the Iraq Stock Exchange." **Al Qadisiyah Journal for Administrative Sciences**, (in Arabic), Vol. 12, pp. 105, 2010.
[22] Z. Al Dhunaibat. "Determinants of the market value of shares of Jordanian commercial banks listed on the Amman Stock Exchange for the period 2012–2015." **Jordan Journal of Applied Sciences, Series of Human Sciences**, (in Arabic), Vol. 17, No. 1, pp. 113, 2015.
[23] R. Cruz. "Matrix of Correlation Between Study Variables". **Journal of Statistical Analysis**, 98, 2018.