Factors Affecting the Stock Price and Market Value of Equity -Survey Study on Companies Listed in Damascus Stock Exchange-

Dr. Eyad M. Hatem[*]
Dr. Nazeer M. Mohammad[**]

(Received 3 / 6 / 2022. Accepted 22 / 8 / 2022)

□ ABSTRACT □

This study aimed to investigate the effect of some factors on market stock price and market value of Equity.

The data is collected using annual financial reports for companies listed in Damascus Stock Exchange. These reports are available on Damascus Stock Exchange website. Using a dataset of 19 listed companies covering the period 2013 to 2020 comprising a total of 152 observations, Panel Data analysis is employed, with the help of the application Eviews 10 and Microsoft Excel 2010.

The study found that there is a significant positive effect for the following factors: return on assets (ROA), return on equity (ROE), Turnover Ratio (TR), and Size on market stock price, whereas no effect is found between Book Value per share (BVPS) and market stock price. Moreover, the results showed there is a significant positive effect for the following factors: return on assets (ROA), return on equity (ROE), Turnover Ratio (TR), Book Value per share (BVPS), and Size on market value of Equity.

Key words: Market Stock Price. Book Value Per Share. Turnover Ratio. Return on Assets. Return on Equity. Size

[*] **Associate Professor, Accounting Department, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria. iyad.malek.hatem@tishreen.edu.sy.**

[**] **Assistant Professor, Accounting Department, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria. Nazeer76@tishreen.edu.sy**

العوامل المؤثرة في سعر السهم والقيمة السوقية لحقوق الملكية
-دراسة مسحية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية-

الدكتور: اياد مالك حاتم*

الدكتور: نذير محمد محمد**

(تاريخ الإيداع 3 / 6 / 2022. قُبِل للنشر في 22 / 8 / 2022)

□ ملخّص □

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في السعر السوقي للسهم مقاساً بمتوسط سعر السهم السوقي من جهة، والقيمة السوقية لحقوق الملكية مقاسة بالسعر السوقي ممثلاً بسعر الإغلاق في نهاية العام مضروباً بعدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة. لتحقيق ذلك الهدف؛ تمَّ جمع البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتوافرة على الموقع الرسمي لتلك السوق. بلغ عدد تلك الشركات 19 شركة خلال الفترة الممتدة من 2013 حتى 2020 بمجموع مشاهدات بلغ 152 مشاهدة. تمَّ تنظيم البيانات واحتساب قيم المتغيرات باستخدام برنامج Microsoft Excel 2010، وتم تحليلها باستخدام برنامج Eviews 10، كما استخدمت الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data.

أظهرت النتائج وجود تأثير طردي لكل من متغيرات العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، ومعدل دوران السهم، والحجم في سعر السهم السوقي، في حين لم يتبين وجود أي تأثير للقيمة الدفترية للسهم عليه. في حين توصلت النتائج إلى وجود تأثير طردي لكل من متغيرات العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

الكلمات المفتاحية: سعر السهم السوقي. القيمة الدفترية للسهم. معدل دوران السهم. العائد على الأصول. العائد على حقوق الملكية. الحجم.

* **استاذ مساعد – قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، سورية.** jyad.malek.hatem@tishreen.edu.sy.

** **مدرس – قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، سورية .** nazeer76@tishreen.edu.sy

مقدمة:

تعد مسألة تعظيم القيمة السوقية الهدف الأساس لأي منشأة، إذ لم يعد تحقيق الربح رغم أهميته الهدف الأول لأي إدارة، على اعتبار أنه انعكاس للوضع الحالي للمنشأة فقط، وهو يشكل بذلك هدفاً قصير الأجل، في الوقت الذي تسعى به المنشأة إلى تحقيق هدفها الاستراتيجي المتمثل بتحقيق معدلات نمو جيدة ومتوازنة، فضلاً عن الحصول على حصة سوقية أكبر، وهذا يتطلب تحقيق أعلى قيمة سوقية ممكنة.

تتأثر الأسواق المالية بعدة عوامل، تُحدد القيمة السوقية للشركات المدرجة فيها وسعر أسهمها؛ إذ يدل ارتفاع قيمة المؤشر العام للسوق المالية على ارتفاع في أسعار الأسهم المتداولة في تلك السوق، الأمر الذي يسمح بجذب رؤوس أموال العديد من المستثمرين (يوسف، 2019).

قد يكون ارتفاع قيمة أسعار الأسهم بسبب الأداء الجيد للشركات المدرجة في السوق المالية، وقد يكون بسبب عوامل أخرى عارضة لا علاقة لها بأداء هذه الشركات، وبالتالي يمكن تقسيم هذه العوامل إلى عوامل مالية مثل حصة السهم من الأرباح، وحصة السهم العادي من التوزيعات، والعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والرافعة المالية، ومعدل دوران السهم، وغيرها، وعوامل غير مالية تتمثل بحجم الشركة وسمعتها وسمعة شركة الدقيق وحوكمة الشركات، فضلاً عن عوامل أخرى سياسية واقتصادية مرتبطة بظروف العرض والطلب (الشنك، 2018) (يوسف، 2019). لذلك قد تعد هذه العوامل محددة للسعر السوقي للسهم، فهي تمثل بما توفره من معلومات إحدى المقومات الرئيسة التي يرتكز عليها المستثمر عند اتخاذ قراره، لذلك تقوم الأسواق المالية بإعطاء أهمية كبيرة لإعداد المعلومات والبيانات المالية، ونشرها في الوقت المحدد، استجابةً لفرضية السوق الكفء؛ التي تقوم على فكرة أن المعلومات المحاسبية والمؤشرات المستخلصة من التقارير المالية تحمل في ثناياها معلومات تنعكس على أسعار الأسهم (الشنك، 2018)؛ ولنظرية الإشارة؛ التي تقوم على ضرورة توجيه إشارات إلى المستثمرين المحتملين، تتضمن ما تم القيام به من قبل الإدارة لتحقيق رغبات الملاك، خاصة في ظل حالة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يسمح لهم بإدراك آفاق الشركة، وبشكل خاص أسعار أسهمها (Sukesti et al., 2021). على اعتبار أن القيمة السوقية للسهم تعد إحدى أهم القيم من وجهة نظر المستثمر، نظراً لكونها تعكس قيمة حقوق الملكية (صافي الأصول)، وهي تعد مؤشراً هاماً جداً لقيمة الشركة.

بناءً على ما سبق ذكره أعلاه، تمَّ في هذا البحث دراسة وتحديد الأثر المحتمل لمجموعة من العوامل التي قد تكون مؤثرة في سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وقيمتها السوقية.

الدراسات السابقة:

1. دراسة Qaisi et al. (2016) بعنوان:

"Factors Affecting Market Stock Price- The case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange"

"العوامل المؤثرة في سعر السهم السوقي: حالة شركات التأمين المدرجة في سوق عمان"

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر بعض العوامل مثل العائد على الأصول (مقاساً بقسمة صافي الدخل إلى متوسط إجمالي الأصول)، والعائد على حقوق الملكية (مقاساً بقسمة صافي الدخل إلى صافي حقوق الملكية)، ونسبة الدين (مقاسة بقسمة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول)، وعمر الشركة (مقاساً بالفرق بين تاريخ التأسيس وحتى عام 2015) وحجمها (لوغاريتم الأصول) على سعر السهم السوقي. لتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على البيانات الثانوية الخاصة بـ 20 شركة تأمين مدرجة في سوق عمان خلال الفترة الممتدة من 2011 حتى 2015. تضمن تحليل البيانات الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد، الذي أظهر وجود تأثير بين العائد على الأصول ونسبة الدين وعمر الشركة وحجمها

من جهة والسعر السوقي للسهم من جهة أخرى. في حين لم تظهر النتائج أي تأثير بين العائد على حقوق الملكية والسعر السوقي للسهم.

2. دراسة Chhipa and Nabi (2016) بعنوان:

"Factors affecting share prices of banking sector of Pakistan"

"العوامل المؤثرة في سعر السهم ضمن قطاع البنوك الباكستاني"

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل التي تؤثر في سعر السهم السوقي للمصارف المدرجة في بورصة باكستان. تضمنت العينة 20 مصرف خلال الفترة الممتدة من 2010 حتى 2017. وأظهرت النتائج وجود تأثير طردي لربحية السهم في سعر السهم، في حين توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي تأثير لكل من توزيعات الأرباح ونمو الأصول والعائد على الأصول في سعر السهم.

3. دراسة العيسى وآخرون (2017) بعنوان: "العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم للقطاعات المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة بين 2005 حتى 2015، وقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي ذو دلالة إحصائية لعوامل معدل العائد على الأصول (صافي الربح مقسوماً على مجموع الأصول)، حجم التداول، معدل العائد على حقوق الملكية (صافي الربح مقسوماً إلى مجموع حقوق المساهمين العاديين)، والتغيرات الهيكلية التي طرأت على بورصة عمان على القيمة السوقية للأسهم، علماً بأن حجم التداول هو العامل الأكثر تأثيراً، كما أشارت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير سعر الفائدة ومعدل التضخم (التغير في مؤشر الرقم القياسي لأسعر المستهلك) على القيمة السوقية للأسهم (معبراً عنها بالرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة) لنفس الفترة.

4. دراسة شنّك (2018) بعنوان: "العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختباريه)"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان. وذلك من خلال دراسة عينة عشوائية عددها 28 شركة تم اختيارها من مجتمع الدراسة الذي يبلغ 56 شركة صناعية مساهمة عامة. تم تحليل بيانات الدراسة باستخدام مجموعة من أدوات الإحصاء الوصفي مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتم اختبار فرضياتها بموجب من الأدوات الإحصائية مثل التوزيع الطبيعي للبواقي، واختبار التداخل الخطي، واختبار تضخم التباين، واختبار معامل التحميل، فضلاً عن مصفوفة ارتباط بيرسون، وكل من تحليل الانحدار البسيط وتحليل الانحدار المتعدد وتحليل الانحدار المتدرج. كشفت الدراسة بأن لكل من حصة السهم من الأرباح، وحصته من التوزيعات أثر ذو دلالة إحصائية على الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، في حين لا يوجد أي أثر للرفع المالي. في حين أظهرت الدراسة وجود تأثير بنسب متفاوته للعوامل غير المالية على الأسعار السوقية لتلك الشركات، إذ يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من حجم الشركة، وسمعتها على تلك الأسعار في حين لا يوجد مثل هذا الأثر لسمعة المدقق.

5. دراسة يوسف (2019) بعنوان: "العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في السوق المالية السعودية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر كل من العائد على السهم، والقيمة الدفترية للسهم، ومضاعف ربحية السهم، ومكرر السهم، ومعدل دوران السهم على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، ولتحقيق ذلك تم سحب عينة عشوائية بسيطة مكونة من 60 شركة من مجتمع مكون من 128 شركة. تم في هذه الدراسة قياس القيمة

الدفترية للسهم بقسمة صافي حقوق الساهمين على عدد الأسهم المصدرة، ومكرر السهم (كمقياس للتغيير في القيمة الرأسمالية للسهم) بقسمة القيمة السوقية للسهم على القيمة الدفترية للسهم، أما العائد على السهم فتم قياسه بقسمة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على عدد الأسهم المصدرة، في حين تم قياس مضاعف الربحية بقسمة القيمة السوقية للسهم على العائد على السهم، وأخيراً تم قسمة عدد الأسهم المتداولة خلال العام على عدد الأسهم المصدرة في نهاية العام للوصول إلى معدل دوران السهم، أما المتغير التابع فقد تم قياسه من خلال حساب متوسط السعر /(أعلى سعر خلال العام + أدنى سعر خلال العام) ÷ 2/.

أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من القيمة الدفترية للسهم، ومضاعف الربحية، والعائد على السهم، والقيمة السوقية للسهم، في حين بينت النتائج عدم وجود تأثير لكل من مضاعف ربحية السهم، ومعدل دوران السهم وبين القيمة السوقية للسهم.

6. دراسة Sukesti et al. (2021) بعنوان:

"Factors Affecting the Stock Price: The Role of Firm Performance"

"العوامل المؤثرة في سعر السهم: دور أداء الشركة"

فحصت هذه الدراسة تأثير نسبة الدين إلى حقوق الملكية، وهامش الربح الصافي والحجم على أسعار الأسهم، مع تناول أداء الشركة كمتغير وسيط مقاساً بالعائد على الأصول. تألفت العينة من 136 شركة صناعية مدرجة في سوق إندونيسيا للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2014 حتى 2018. استخدمت الدراسة أداة الاختبار الإحصائي Warp PLS لإثبات الفرضيات المقترحة. أظهرت النتائج بأن نسبة الدين إلى حقوق الملكية (مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكي) لها تأثير معنوي عكسي على العائد على الأصول (مقاساً بنسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول) وتأثير معنوي طردي على سعر السهم (مقاساً بسعر الإغلاق). في حين بينت النتائج وجود تأثير طردي هام لهامش الربح الصافي (مقاساً بنسبة صافي الربح بعد الضرائب إلى صافي المبيعات) على العائد على الأصول، وكذلك تأثير طردي هام على سعر السهم. كما تبين وجود تأثير طردي هام للحجم (مقاساً باللوغاريتم الأصول) على العائد على الأصول، في حين لم يكن له تأثير على سعر السهم. أما فيما يخص العائد على الأصول؛ فقد أظهرت النتائج وجود تأثير طردي مباشر هام له في سعر السهم، في حين لم تتفق نتائجه كمتغير وسيط؛ إذ تبين عدم وجود دور وسيط له في العلاقة بين الحجم وسعر السهم، في حين تبين وجود مثل هذا الدور في العلاقة بين نسبة حقوق الملكية وسعر السهم، فضلاً عن العلاقة بين هامش الربح الصافي وسعر السهم.

مشكلة البحث:

تتلخص مشكلة البحث في السؤالين الآتيين:

<u>السؤال الأول</u>: ماهي العوامل المؤثرة في سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟ ويتفرع عنه الأسئلة الآتية:

1. ما هو تأثير العائد على الأصول في سعر السهم السوقي؟
2. ما هو تأثير العائد على حقوق الملكية في سعر السهم السوقي؟
3. ما هو تأثير القيمة الدفترية للسهم في سعر السهم السوقي؟
4. ما هو تأثير معدل دوران السهم في سعر السهم السوقي؟
5. ما هو تأثير حجم الشركة في سعر السهم السوقي؟

السؤال الثاني: ماهي العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لحقوق الملكية مقاسة بحاصل ضرب سعر الإغلاق بعدد الأسهم المكتتب عليها خلال العام للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟ ويتفرع عنه الأسئلة الآتية:

1. ما هو تأثير العائد على الأصول في القيمة السوقية لحقوق الملكية؟
2. ما هو تأثير العائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لحقوق الملكية؟
3. ما هو تأثير القيمة الدفترية للسهم في القيمة السوقية لحقوق الملكية؟
4. ما هو تأثير معدل دوران السهم في القيمة السوقية لحقوق الملكية؟
5. ما هو تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية لحقوق الملكية؟

أهمية البحث وأهدافه:

يعد تحديد العوامل المؤثرة في تحديد سعر أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية؛ أمراً في غاية الأهمية للوقوف على الحركة المحتملة أو التذبذب لسعر تلك الأسهم، الأمر الذي يسمح لإدارة تلك الشركات بالوقوف على حقيقة السعر السوقي للسهم ومحدداته من جهة، وينعكس ايجاباً على دقة قرارات المستثمر من جهة أخرى (Chhipa and Nabi, 2016)، وعليه تتمثل أهمية البحث في كونه يسعى لتقديم دليل تجريبي جديد حول العوامل التي قد يترتب عليها تأثير محتمل في قيمة الشركة السوقية وأسعار أسهمها، فضلاً عن الاعتماد على أكثر من آلية لقياس المتغير التابع، للوقوف على مدى اختلاف النتائج تبعاً لاختلاف هذه المقاييس.

وعليه فإن أهداف البحث تتمثل بالآتي:

الهدف الأول: تحديد العوامل المؤثرة في سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويتفرع عنه الأهداف الآتية:

1. تحديد تأثير العائد على الأصول في سعر السهم السوقي.
2. تحديد تأثير العائد على حقوق الملكية في سعر السهم السوقي.
3. تحديد تأثير القيمة الدفترية للسهم في سعر السهم السوقي.
4. تحديد تأثير معدل دوران السهم في سعر السهم السوقي.
5. تحديد تأثير حجم الشركة في سعر السهم السوقي.

الهدف الثاني: تحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لحقوق الملكية مقاسة بضرب سعر الإغلاق بعدد الأسهم المكتتب بها خلال العام للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ويتفرع عنه الأهداف الآتية:

1. تحديد تأثير العائد على الأصول في القيمة السوقية لحقوق الملكية.
2. تحديد تأثير العائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لحقوق الملكية.
3. تحديد تأثير القيمة الدفترية للسهم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.
4. تحديد تأثير معدل دوران السهم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.
5. تحديد تأثير حجم الشركة في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

فرضيات البحث:

بالاستناد إلى ما سبق ذكره يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

الفرضية الأولى H_1: يوجد تأثير دال إحصائياً لكل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في السعر السوقي للسهم.

الفرضية الثانية H_2: يوجد تأثير دال إحصائياً لكل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

منهجية البحث:

- **مجتمع وأداة البحث:**

تكوّن مجتمع البحث من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وهي عبارة عن 19 شركة خلال الفترة الممتدة من 2013 حتى 2020 بمجموع مشاهدات مقداره 152 مشاهدة. وهنا يجب التنويه إلى أنه تم اختيار عام 2013 كبداية للفترة المدروسة، نظراً لوجود بعض الشركات التي قامت بتجزئة رأسمالها قبل ذلك التاريخ، كما تم استبعاد الشركات الباقية التي لا تتوافر لديها البيانات المطلوبة خلال الفترة المدروسة.

تمَّ جمع البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية ونشرات التداول المتوافرة على الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية.

تم تنظيم البيانات واحتساب قيم بعض المتغيرات باستخدام برنامج Microsoft Excel 2010، وتم تحليلها باستخدام برنامج Eviews 10، كما استخدمت الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data وهي عبارة عن مشاهدات سنوية للشركات المدروسة امتدت لفترة 8 سنوات، واستخدم لتحليل هذه البيانات نموذج الانحدار المتعدد، وذلك من خلال المقارنة بين نموذج الانحدار المجمع Pooled Regression Model (PRM) ونموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model (FEM) ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model (REM).

- نموذج الانحدار التجميعي: يقوم هذا النموذج على إهمال الطبيعة المزدوجة للبيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، وهو بذلك يهمل البعد الزمني للبيانات.
- نموذج الآثار الثابتة: يعمل على تجميع كل المشاهدات معاً، بهدف معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية على حدة من خلال جعل ثابت القطع B_0 يتغير من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل Bi ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (لكل شركة)، بمعنى وجود ثابت لكل شركة لا يتغير مع تغير الزمن.
- نموذج الآثار العشوائية: يتعامل نموذج الآثار العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية غير ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط يساوي صفر وتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج. ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي؛ وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية.

للمقارنة بين النماذج أعلاه؛ تم الاعتماد على:

(1)إحصائية Restricted F Test فيشر المقيدة للاختيار بين نموذجي الانحدار المجمع والآثار الثابتة؛ فإذا كانت قيمة الاحتمال P–value لإحصائية Restricted F أقل من 0.05 عندها نرفض فرضية العدم القائلة بأن نموذج الانحدار المجمع هو الأفضل ونختار الفرضية البديلة.

فرضية العدم H_0: نموذج الانحدار التجميعي أفضل من نموذج الآثار الثابتة.

الفرضية البديلة H_1: نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الانحدار التجميعي.

إذا تم قبول فرضية العدم، وبالتالي تكون نتائج نموذج الانحدار التجميعي هي الأفضل لاختبار الفرضية المدروسة؛ عندها لا حاجة لإجراء اختبار هوسمان، أما إذا تم قبول الفرضية البديلة؛ عندها يجب الانتقال إلى الخطوة الثانية المتمثلة بإجراء اختبار هوسمان.

(2)اختبار هوسمان Hausman Test للاختيار بين نموذجي الآثار الثابتة والعشوائية؛ فإذا كانت قيمة الاحتمال P–value لاختبار هوسمان أقل من 0.05 عندها نرفض فرضية العدم القائلة بأن نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل ونختار الفرضية البديلة.

فرضية العدم H_0: نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج الآثار الثابتة.

الفرضية البديلة H_1: نموذج الآثار الثابتة أفضل من نموذج الآثار العشوائية.

- **قياس متغيرات البحث.**

اعتماداً على دراسة Ramadan (2015) ودراسة Ishari and Abeyrathnq (2016) ودراسة Al Qaisi et al. (2016) ودراسة Farooq and Masood (2016) ودراسة العيسى وآخرون (2017) ودراسة شنّك (2018) ودراسة Awan et al. (2018) ودراسة يوسف (2019) ودراسة Sukesti et al. (2021) ودراسة Sharif et al.,. (2015) وغيرها من الدراسات؛ فقد تمَّ قياس المتغيرات المدروسة وفقاً للآتي:

1) المتغير التابع: تم الاعتماد على مقياسين؛ الأول: يتمثل بسعر السهم السوقي مقاساً بمتوسط سعر السهم ((أعلى سعر + أدنى سعر) ÷ 2)، والثاني: يتعلق بالقيمة السوقية لحقوق الملكية (سعر السهم السوقي متمثلاً بسعر الأغلاق في نهاية العام × عدد الاسهم المكتتب بها والمدفوعة). يرجع سبب الاعتماد على مقياسين للمتغير التابع؛ نظراً لاختلاف الآليات المعتمدة الوصول إلى القيمة السوقية، بالرغم من كونها تعبر عن نفس المفهوم الذي يعكس القيمة الحالية للشركة في السوق المالي؛ حيث تعتبر القيمة السوقية للشركة أحد أهم المؤشرات التي تقوم الشركات بقياسها على الدوام، فكلما كانت القيمة السوقية أكبر كلما دل ذلك على نمو وتطور في عمل الشركة وقدرة أكبر على السيطرة على حصة أكبر من السوق المالي، حيث تقاس هذه القيمة من خلال سعر السهم في السوق المالي فهو يعد مؤشراً لقيمة الشركة (شقير، 2019) من جهة، مع ضرورة الأخذ بالحسبان اختلاف تأثير هذا السعر باختلاف عدد الأسهم من جهة أخرى.

2) العائد على الأصول Return on Assets (ROA) والعائد على حقوق الملكية Return on Equity (ROE) والقيمة الدفترية للسهم Book Value per share (BVPS) ومعدل دوران السهمTurnover Ratio (TR) والحجم Size كمتغيرات مستقلة مقاسةً وفقاً للآتي:

ROA = صافي الربح بعد الضريبة ÷ مجموع الموجودات

ROE = صافي الربح بعد الضريبة ÷ حقوق المساهمين

BVPS = صافي حقوق المساهمين ÷ عدد الاسهم المكتتب بها

TR = حجم التداول ÷ عدد الاسهم المكتتب بها

Size = لوغاريتم مجموع الأصول

يجب التنويه هنا إلى أنه تمَّ في بداية القيام بهذا البحث إدخال مجموعة كبيرة من المتغيرات، تضمن إضافة لما ذكر أعلاه، كل من العائد على السهم EPS، ومضاعف الربحية PER، والمديونية DR، والرافعة المالية LEV. إلا أن نتائج اختبار النموذج المدروس أظهر عدم معنوية هذا النموذج بالمطلق، فضلاً عن ظهور العديد من المشاكل

كالارتباط الذاتي، والتداخل الخطي بين المتغيرات، الأمر الذي دفع الباحث إلى حذف جميع المتغيرات المذكورة (طبعاً بالتدريج، وبناءً على النتائج التي تم الحصول عليها)، مع التأكيد هنا إلى أن الظروف الاقتصادية التي تعاني منها بلدنا، فضلاً عن نتائج جائحة كورونا؛ انعكسا على أداء الشركات المدرجة في السوق.

القسم النظري:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ بتاريخ 2006/10/1 بهدف العمل على توفير مناخ مناسب لتسهيل استثمار الأموال، وتوظيفها، وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعادل للأوراق المالية، القائم على تداول الأسهم وفقاً لمبدأ المزاد المستمر (Continuous Auction)، الذي يسمح للمستثمرين بشراء الأسهم للحصول على العائد المتوقع منها؛ والذي يتم التنبؤ به من خلال البيانات المدرجة في التقارير المالية المنشورة.

ترتبط عملية شراء الأسهم في الأسوق المالية بالعديد من المؤشرات؛ يأتي في مقدمتها سعر السهم السوقي للشركات المدرجة في تلك الأسواق، فضلاً عن القيمة السوقية لحقوق ملاكها، على اعتبار أنهما يعكسان حالة النمو والتطور لتلك الشركات؛ إذ تعد القيمة السوقية العالية مؤشراً على نجاح تلك الشركات من جهة، وارتفاع معدل العائد لكل سهم (الذي يطمح إليه كل مستثمر) من جهة أخرى. الأمر الذي يدفع باتجاه ضرورة التركيز والبحث عن العوامل التي قد تكون وراء رفع قيمة تلك المؤشرات.

تقوم فرضية السوق المالي الكفء Efficient market hypothesis (EMH) وكذلك نموذج تسعير رأس المال / الأصول Capital Asset Pricing Model – CAPM على فرضية وجود علاقة بين البيانات المحاسبية التي تعرض في التقارير المالية وتقلبات أسعار الأسهم السوقية، وقد كشفت نتائج العديد من الدراسات ما يؤيد ذلك الافتراض مثل (شنّك، 2018):

1) إن المعلومات المحاسبية والمؤشرات المستخلصة منها، خاصة ما يتعلق منها بالأرباح، تتضمن معلومات تنعكس على أسعار الأسهم، وبأن هذه الأسعار تستجيب وبشكل عاجل لدى الإعلان عن تلك الأرباح، وبأن التغيرات التي تحدث في تلك الأسعار عكساً أو طرداً تكون في نفس الاتجاه الحادث في التغير في الأرباح.

2) كما أن المعلومات المستخلصة من البيانات المحاسبية تخدم كثيراً المتعاملين في أسواق المال في مجال توقع المخاطر المنتظمة التي يمكن حدوثها في تلك الأسواق.

3) ومن جانب آخر تخدم تلك المعلومات الخبراء والمحللين الماليين في اشتقاق نماذج تقييم الشركة من وجهة نظر المستثمرين.

تتعدد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم الشركة، ويتفاوت تأثيرها تبعاً لطبيعة هذه العوامل؛ وتتمثل هذه العوامل بالآتي:

1. يتجنب المستثمرون شراء أسهم الشركات الخاسرة، أو ذات الأرباح المنخفضة، نظراً لارتباط الأداء المالي الضعيف لهذه الشركات بقيمتها السوقية وأسعار أسهمها؛ لذلك يلجأ المستثمرون إلى إجراء تحليل للعديد من النسب المحاسبية، لكي يعتمدون عليها في اتخاذ قرار الاستثمار من عدمه، ويأتي في مقدمة هذه النسب الآتي:

1) العائد على الأصول ROA، والعائد على حقوق الملكية ROE: يؤثر كل من ROA و ROE على أسعار الأسهم؛ على اعتبار أنهما يعكسان درجة ربحية الشركة بالنسبة لإجمالي أصولها وصافي حقوق ملاكها، وهما بذلك يقدمان للمستثمر فكرة عن مدى كفاء الإدارة في استخدام مواردها في توليد أرباحها، بحيث كلما ارتفع العائد على الأصول وحقوق الملكية، كلما دلَّ ذلك على أداء الشركة الجيد، سواء في مجال كفاءة استخدام الأصول أو في مجال كفاءة

استخدام حقوق الملكية، وبالتالي قدرتها على النمو وزيادة انتاجيتها، الأمر الذي سيزيد من ثقة العملاء، وهذا سينعكس إيجابياً على القيمة السوقية للشركة وأسعار أسهمها (Sukesti et al., 2021; Bahraini et al., 2021)،

2) القيمة الدفترية للسهم BVPS: تعبر هذه القيمة عن نصيب السهم من صافي حقوق المساهمين، أو صافي حقوق الملكية، وعليه فإنه كلما زادت القيمة الدفترية للسهم تزداد القيمة السوقية للشركة ويزداد السعر السوقي للسهم.

3) معدل دوران السهم TR: وهو عبارة عن وسيلة لقياس درجة سيولة السهم (سهولة بيع وشراء السهم) في سوق الأوراق المالية، وعليه فإنه كلما زادت سيولة السهم، أي كلما زاد معدل دوران السهم في السوق المالية كلما ارتفع سعره السوقي والعكس صحيح (يوسف، 2019).

4) الحجم Size: تملك الشركات الكبيرة (التي تملك أصول كبيرة) القدرة على تحقيق الأرباح من خلال إدارة أصولها بفعالية وكفاءة (Sukesti et al., 2021). وعليه قد ينعكس طرداً الحجم الكبير للمنشآت في سعر السهم السوقي للمنشأة وقيمة حقوق ملاكها.

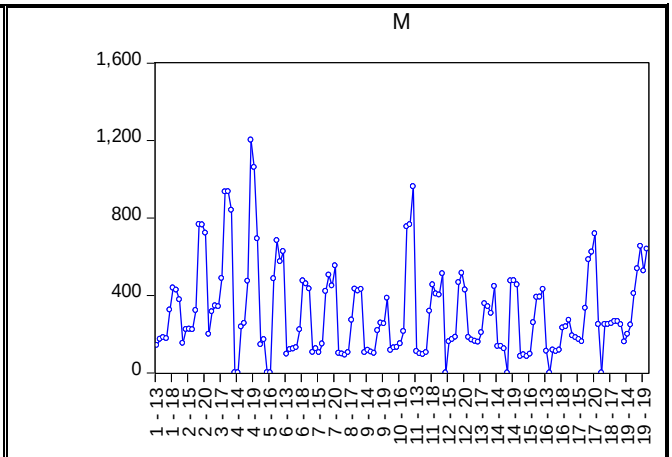
انطلاقاً مما ذكر أعلاه؛ تبين نظرية الإشارة Signaling Theory كيف؟ أنَّه على الشركة تقديم إشاراتٍ للمستثمرين المحتملين، تتضمن معلومات حول ما تمَّ القيام به من قبل الإدارة لتحقيق رغبات الملاك، وعليه تعد هذه المعلومات ذات قيمة إذا كان من الممكن أن تكون ذات تأثير في الاستثمارات القائمة أو فرص الاستثمار المحتملة، الأمر الذي سيؤثر طرداً على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وهذا سينعكس إيجاباً على سعر السهم السوقي وقيمة حقوق الملكية (Sukesti et al., 2021).

القسم العملي:

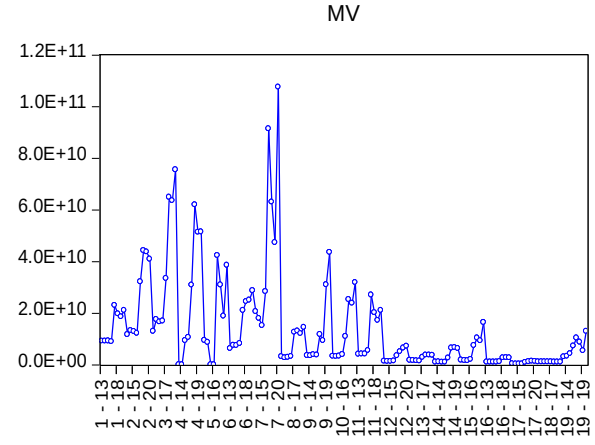
النتائج والمناقشة:

يتناول هذا القسم اختبار فرضيات الدراسة واستخلاص النتائج من البيانات التي تم جمعها، وذلك باستخدام كل من نماذج الانحدار التجميعي والآثار الثابتة والعشوائية، فضلاً عن التأكد من تحقق كل من شروط التوزيع الطبيعي واستقرارية السلاسل الزمنية وعدم وجود ارتباط ذاتي.

(1) الرسم البياني لمقاييس القيمة السوقية:



الشكل رقم (1) انتشار القيم الأصلية لمتوسط سعر السهم السوقي



الشكل رقم (2) انتشار القيم الأصلية للقيمة السوقية لحقوق الملكية

يلاحظ من الشكلين (1) و (2)، اختلاف انتشار القيم الأصلية لمقياسي المتغير التابع، الأمر الذي يبرر الاعتماد على عدة مقاييس معبرة عن القيمة السوقية، سواء من خلال الاعتماد على مقياس متوسط سعر السهم (/مجموع أعلى قيمة للسهم وأدنى قيمة خلال العام/÷ 2)، ومقياس القيمة السوقية لحقوق الملكية (عدد الأسهم المكتتب عليها مضروبةً بسعر الإغلاق).

(2) اختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera للمتغيرات المدروسة

تم صياغة فرضية هذا الاختبار وفقاً للآتي:

الفرضية الصفرية H_0: لا يختلف توزيع المتغيرات المدروسة عن التوزيع الطبيعي.

الفرضية البديلة H_1: يختلف توزيع المتغيرات المدروسة عن التوزيع الطبيعي.

تم إجراء اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات المدروسة وتبين بأن قيمة P للاختبار Jarque-Bera لجميع المتغيرات المدروسة تبلغ 0.000 وهي أقل من قيمة الاحتمالية 0.05 وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

لحل هذه المشكلة يمكن اللجوء إلى مجموعة من الطرق كطريقة التحويل باللوغاريتم النيباري أو طريقة الاعتماد على الجذر التربيعي أو التكعيبي أو غيرها من الطرق. سيتم اللجوء هنا إلى طريقة (A Two-Step Approach for Transforming Continuous Variables to Normal) لتحويل البيانات، وقد تم القيام بذلك، وجاءت النتائج وفقاً لما هو موضح في الجدول رقم (1)؛ حيث يتبين بأن قيمة P (Probability) للاختبار Jarque-Bera لجميع المتغيرات المدروسة تبلغ أكبر من قيمة الاحتمالية 0.05 وعليه يتم قبول الفرضية الصفرية القائلة بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

الجدول رقم (1) اختبار Jarque-Bera

	RMV	RMP	ROA	ROE	BVPS	TR	Size
Jarque-Bera	4.04	1.22	1.10	1.99	2.49	1.43	1.33
Probability	0.13	0.55	0.57	0.37	0.29	0.49	0.51

(3) اختبار استقرارية البيانات Stationary test:

قبل اختبار الفرضيات يجب التحقق من استقرارية (سكون) السلاسل الزمنية من عدمه، على اعتبار أن توافر هذه الاستقرارية تسمح بالقول بأن هذه السلاسل خالية من القيم الشاذة، وبالتالي تعد نتائج الانحدار حقيقية وغير زائفة ويمكن الاعتماد عليها.

تم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات للتحقق من سكون السلاسل الزمنية؛ أهمها اختبار :Levin Lin and Chu LLC على اعتبار أن يتضمن محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، الأمر الذي يسمح بالوصول إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات جذر الوحدة. كما تم الاعتماد على كل من اختبار Im, Pesaran and Shin W-stat واختبار ADF –Fisher Chi-square واختبار PP- Fisher Chi-square.

لاختبار استقرارية السلاسل؛ تنص فرضيات اختبار جذر الوحدة على الآتي:

الفرضية الصفرية H_0: عدم سكون المتغيرات، أي أن السلسلة تحتوي جذر وحدة.

الفرضية البديلة H_1: سكون المتغيرات، أي أن السلسلة لا تحتوي جذر وحدة.

والاساس في قبول أو رفض فرضية العدم؛ هي قيمة t–statistcs المحسوبة، أو قيمة P–value، فإذا كانت قيمة t–statistcs المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة للقيمة t–critical الجدولية، أو عندما تكون قيمة الاحتمال P–value أصغر من 0.05 عندها نرفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

الجدول رقم (2) اختبار استقرارية (سكون) متغيرات الدراسة

المتغير	Method	Statistic	Prob	الاستقرارية
ROE	Levin, Lin & Chu t	-7.70525	0.0000	Level None
	ADF - Fisher Chi-square	94.7869	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	99.8038	0.0000	
BVPS	Levin, Lin & Chu	-10.3666	0.0000	1st difference Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.95481	0.0253	
	ADF - Fisher Chi-square	58.7966	0.0168	
	PP - Fisher Chi-square	25.1105	0.0463	
TR	Levin, Lin & Chu t	-16.6318	0.0000	Level Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.25006	0.0000	
	ADF - Fisher Chi-square	90.2656	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	96.8273	0.0000	
ROA	Levin, Lin & Chu	-5.00966	0.0000	Level Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.05423	0.0200	
	ADF - Fisher Chi-square	60.1674	0.0125	
	PP - Fisher Chi-square	57.6336	0.0215	
Size	Levin, Lin & Chu t	-1.67263	0.0472	1st difference None
	ADF - Fisher Chi-square	54.9094	0.0373	
	PP - Fisher Chi-square	49.7252	0.0965	
RMV	Levin, Lin & Chu	-8.07929	0.0000	1st difference Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-1.8476	0.0323	
	ADF - Fisher Chi-square	54.9553	0.0224	
	PP - Fisher Chi-square	69.2932	0.0007	
RMP	Levin, Lin & Chu	-17.6101	0.0000	1st difference Individual intercept
	Im, Pesaran and Shin W-stat	-4.347	0.0000	
	ADF - Fisher Chi-square	84.702	0.0000	
	PP - Fisher Chi-square	99.034	0.0000	

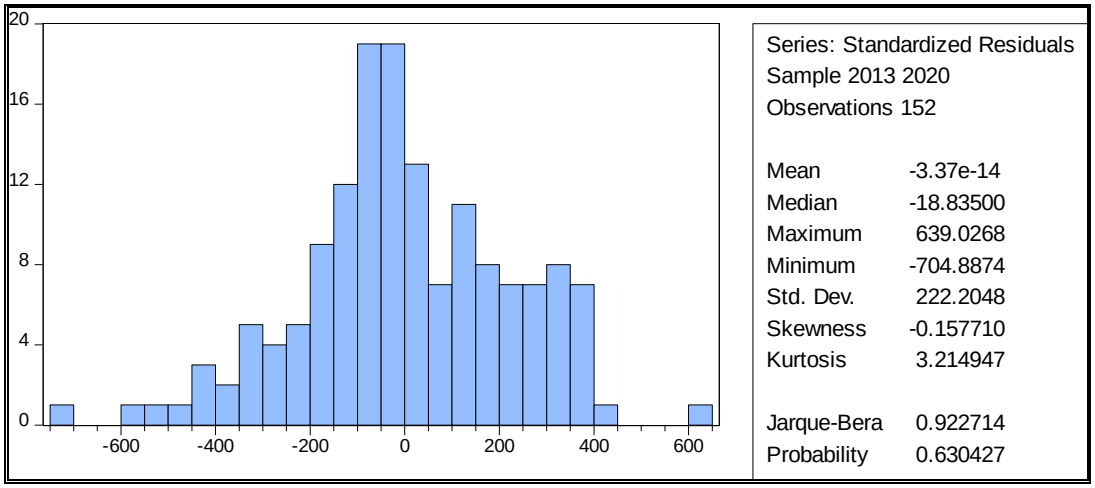
يبين الجدول أعلاه بأن قيمة P–value لاختبار LLC لجميع المتغيرات المدروسة أقل من 0.05 وعليه يمكن رفض فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة في السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة مستقرة سواء عند المستوى بالنسبة لكل من المتغيرات ROE–ROA–TR وعند الفرق الأول بالنسبة للمتغيرات BVPS–Size–RMV–RMP.

بناءاً على ما سبق يمكن القول بأن سلاسل المتغيرات المدروسة مستقرة، ويمكن الاعتماد عليها في الوصول إلى نتائج دقيقة وغير زائفة.

(4) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

1. اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج الفرضية الأولى:

$$RMP=C+a_1ROE+a_2ROE+a_3BVPS+a_4TR+a_5Size$$



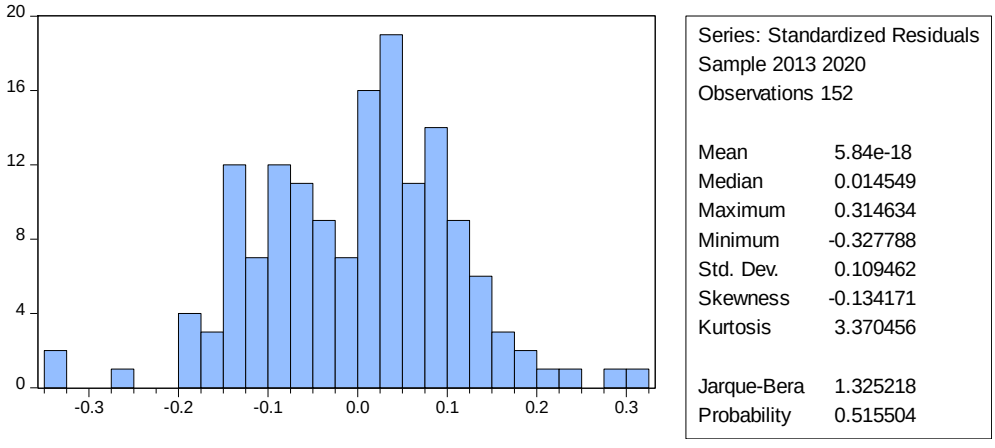
الشكل رقم (3) نموذج الفرضية الأولى

يبين الشكل رقم (3) بأن قيمة P لاختبار Jarque–Bera تبلغ 0,630427 وهي أكبر من قيمة 0.05 وعليه يمكن قبول فرضية العدم القائلة بأن بواقي الفرضية الأولى الخاصة بالعوامل المؤثرة في السعر السوقي للسهم تتبع التوزيع الطبيعي.

2. **اختبار التوزيع الطبيعي لنموذج الفرضية الثانية:**

$$RMV=C+a_1ROE+a_2ROE+a_3BVPS+a_4TR+a_5Size$$

يبين الشكل أعلاه بأن قيمة P لاختبار Jarque–Bera تبلغ 0,515504 وهي أكبر من قيمة 0.05 وعليه يمكن قبول فرضية العدم القائلة بأن بواقي الفرضية الثانية الخاصة بالعوامل المؤثرة في القيمة السوقية لحقوق الملكية مقاسة بحاصل ضرب سعر الإغلاق بعدد الأسهم المكتتب بها تتبع التوزيع الطبيعي.



الشكل رقم (4) نموذج الفرضية الثانية

(5) **الارتباط الخطي المتعدد:** يدل الارتباط الخطي على وجود ارتباط عال بين المتغيرات المستقلة، الأمر الذي سوف يؤثر على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وللتأكد من عدم وجود هذه المشكلة يتم إعداد مصفوفة الارتباط.

الجدول رقم (3) Correlations

	ROA	ROE	BVPS	TR	Size
ROA	1				
ROE	.611	1			
BVPS	.377	.441	1		
TR	.058	.083	.108	1	
Size	-.044-	.157	.588	.187	1

يبين الجدول أعلاه بأن الارتباط بين المتغيرات المستقلة المدروسة ضعيف وهو أقل من 0.90، وعليه فإن لاوجود لمشكلة التداخل الخطي المتعدد بينها.

بعد التأكد من الفرضيات الواجب توافرها قبل إجراء اختبار الفرضيات. سيتم الانتقال إلى اختبار فرضيات المدروسة.

(6) اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: يوجد تأثير معنوي دال إحصائياً لكل من العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في السعر السوقي للسهم.

الفرضية الصفرية H_0: لا يوجد تأثير معنوي دال إحصائياً لكل من العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في السعر السوقي للسهم.

الفرضية الصفرية H_1: لا يوجد تأثير معنوي دال إحصائياً لكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول والقيمة الدفترية للسهم ومعدل دوران السهم والحجم في السعر السوقي للسهم.

$$RMP=C+a_1ROE+a_2ROE+a_3BVPS+a_4TR+a_5Size$$

سيتم اختبار الفرضية أعلاه من خلال المقارنة بين نتائج نماذج الانحدار التجميعي والآثار الثابتة والعشوائية وذلك اعتماداً على قيمة R المقيدة وقيمة هاوسمان.

يبين الجدول رقم (4) نتائج نماذج الانحدار الثلاثة (المجمع والآثار الثابتة والعشوائية)، فضلاً عن اختباري Restricted–F و Hausman وجاءت النتائج لتبين بأن قيمة p–value لاختبار F يبلغ 0.000 وهو أقل من 0.05 وهذا يسمح برفض فرضية العدم القائلة بأن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل من نموذج الانحدار التجميعي.

الجدول رقم (4) نتائج المقارنة بين النماذج الخاصة بالفرضية الأولى

نتائج الانحدار التجميعي					نموذج الآثار الثابتة			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-29.47639	339.7348	-0.086763	0.9310	C	-4767.201	888.8346	-5.363429	0.0000
ROE	-0.176218	0.075731	-2.326879	0.0213	ROE	0.285360	0.073358	3.889945	0.0002
ROA	0.191013	0.207880	0.918860	0.3597	ROA	0.385542	0.210968	1.827494	0.0400
					BVPS	0.010033	0.005970	1.680584	0.0953

TR	7.450047	2.688496	2.771084	0.0064
Size	213.7772	37.73516	5.665200	0.0000

R-squared	0.602899
F-statistic	8.449395
Prob (F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson stat	1.77

BVPS	0.022580	0.004176	5.406702	0.0000
TR	1.701625	2.770734	0.614142	0.5401
Size	14.13155	14.32528	0.986476	0.3255

R-squared	0.288514
F-statistic	11.84087
Prob(F-statistic)	0.000000

الآثار العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-686.2247	404.1697	-1.697863	0.0917
ROE	-0.271596	0.067878	-4.001231	0.0001
ROA	0.447986	0.189652	2.362148	0.0195
BVPS	0.023975	0.004183	5.731131	0.0000
TR	4.209119	2.491250	1.689562	0.0932
Size	41.19266	17.08516	2.411020	0.0172

R-squared	0.336813	
F-statistic	14.82978	.
Prob (F-statistic)	0.000000	

اختبار Hausman للمفاضلة بين الآثار الثابتة والآثار العشوائية

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	39.400491	5	0.0000

اختبار F المقيدة للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والآثار الثابتة

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.629864	(18,128)	0.0000
Cross-section Chi-square	88.641033	18	0.0000

في حين أظهرت نتائج أختبار هوسمان بأن قيمة P–value تبلغ 0.000 وهي أقل من 0.05 وهذا يسمح برفض فرضية العدم القائلة بأن نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل من نموذج الآثار العشوائية.

بناءً على النتائج أعلاه يمكن الاعتماد على نتائج نموذج الآثار الثابتة الذي يبين بأن معامل التحديد أو التفسير يبلغ 60.20% وهذا يدل على أن 60% من التغيرات الحاصلة في سعر السهم السوقي مقاساً بمتوسط سعر السهم ترجع إلى المتغيرات ROA، ROE، TR،Size . كما أظهرت نتائج هذا النموذج بأن قيمة P–value لإحصائية F–statistic تبلغ 0.000 وهي أصغر من 0.05 وهذا يدل على أن النموذج دال إحصائياً ويمكن الاعتماد عليه.

وعليه فإن معادلة نموذج الفرضية المدروسة تصبح:

RMP = −4767.201 + 0.285360*ROE + 0.385542*ROA + 7.450047*TR + 213.7772*Size

الفرضية الثانية: يوجد تأثير معنوي دال إحصائياً لكل من العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

$$RMV=C+a_1ROE+a_2ROE+a_3BVPS+a_4TR+a_5Size$$

سيتم اختبار الفرضية أعلاه من خلال المقارنة بين نتائج نماذج الانحدار التجميعي والآثار الثابتة والعشوائية وذلك اعتماداً على قيمة R المقيدة وقيمة هوسمان.

الجدول رقم (5) نتائج المقارنة بين النماذج الخاصة بالفرضية الثانية

نموذج الانحدار التجميعي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.163088	0.167359	-12.92483	0.0000
ROE	-0.000229	3.73E-05	-6.141928	0.0000
ROA	0.000284	0.000102	2.774445	0.0063
BVPS	1.05E-05	2.06E-06	5.108699	0.0000
TR	0.002883	0.001365	2.112102	0.0364
Size	0.112627	0.007057	15.95987	0.0000
R-squared		0.826392		
F-statistic		138.9949		
Prob (F-statistic)		0.000000		

نموذج الآثار الثابتة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.310109	0.453192	-7.303980	0.0000
ROE	-0.000206	3.74E-05	-5.504850	0.0000
ROA	0.000231	0.000108	2.147035	0.0337
BVPS	3.27E-06	3.04E-06	1.073373	0.2851
TR	0.002408	0.001371	1.756733	0.0814
Size	0.161473	0.019240	8.392531	0.0000
R-squared		0.896197		
F-statistic		48.04803		
Prob (F-statistic)		0.000000		

نموذج الآثار العشوائية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.436408	0.242288	-10.05583	0.0000
ROE	0.000221	3.55E-05	6.215484	0.0000
ROA	0.000288	9.97E-05	2.885856	0.0045
BVPS	7.94E-06	2.30E-06	3.456999	0.0007
TR	0.002419	0.001304	1.854742	0.0457
Size	0.124309	0.010246	12.13193	0.0000
R-squared		0.707860		
F-statistic		70.75214		
Prob (F-statistic)		0.000000		

اختبار F المقيدة للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والآثار الثابتة

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.782058	(18,128)	0.0000
Cross-section Chi-square	78.17447218		0.0000

اختبار Hausman للمفاضلة بين الآثار الثابتة والآثار العشوائية

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	7.2073475		0.2057

يبين الجدول أعلاه بأن قيمة p–value لاختبار F يبلغ 0.000 وهو أقل من 0.05 وهذا يسمح برفض فرضية العدم القائلة بأن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل من نموذج الانحدار التجميعي.

في حين أظهرت نتائج اختبار هوسمان بأن قيمة P–value تبلغ 0.2057 وهي أكبر من 0.05 وهذا يسمح بقبول فرضية العدم القائلة بأن نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل.

بناءً على النتائج أعلاه يمكن الاعتماد على نتائج نموذج الآثار العشوائية الذي يبين بأن معامل التحديد أو التفسير يبلغ 70.78% وهذا يدل على أن 70% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لحقوق الملكية ترجع إلى المتغيرات ROA، ROE، TR، BVPS،Size . كما أظهرت نتائج هذا النموذج بأن قيمة P–value لإحصائية F–statistic تبلغ 0.000 وهي أصغر من 0.05 وهذا يدل على أن النموذج دال إحصائياً ويمكن الاعتماد عليه.

وعليه فإن معادلة نموذج الفرضية المدروسة تصبح:

RMV=−2.436+0.000221*ROE+0.000288*ROA+7.94*BVPS+0.002419*TR+0.124*Size

الاستنتاجات والتوصيات:

أولاً. الاستنتاجات

توصل البحث إلى الاستنتاجات الآتية:

1. أكدت النتائج وجود تأثير طردي ذو دلالة إحصائية للعائد على الأصول في السعر السوقي للسهم من جهة، والقيمة السوقية لحقوق الملكية من جهة أخرى، ويتسق ذلك مع نتائج العديد من الدراسات مثل دراسة .Qaisi et al (2016)، ودراسة العيسى وآخرون (2017)، ودراسة .Sukesti et al (2021). في حين لم تتفق مع نتائج دراسة Chhipa and Nabi (2016) التي لم تجد أي علاقة.

2. اتفقت نتائج الدراسة المتمثلة بوجود تأثير طردي ذو دلالة إحصائية للعائد على حقوق الملكية في السعر السوقي للسهم من جهة، والقيمة السوقية لحقوق الملكية من جهة أخرى، بشكل يتفق مع نتائج دراسة العيسى وآخرون (2017)، ودراسة .,Sharif et al (2015)، ولا يتسق مع نتائج دراسة .Qaisi et al (2016) التي لم تظهر وجود أي تأثير.

3. أكدت النتائج وجود تأثير طردي ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران السهم في السعر السوقي للسهم من جهة، والقيمة السوقية لحقوق الملكية من جهة أخرى، وهذا لا يتسق مع نتائج دراسة يوسف (2019).

4. أكدت النتائج وجود تأثير طردي ذو دلالة إحصائية للحجم في السعر السوقي للسهم من جهة، والقيمة السوقية لحقوق الملكية من جهة أخرى، ويتسق ذلك مع نتائج دراسة Qaisi et al. (2016)، ودراسة شنّك (2018)، ودراسة Sharif et al., (2015)، ولا يتسق مع نتائج دراسة Sukesti et al. (2021).

5. أكدت النتائج عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للقيمة الدفترية للسهم في السعر السوقي للسهم، وهذا لا يتسق مع نتائج دراسة يوسف (2019) ودراسة Sharif et al., (2015)، في حين تبين وجود تأثير طردي ذو دلالة إحصائية للقيمة الدفترية للسهم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

6. بينت النتائج وجود اتفاق حول تأثير كل من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، ومعدل دوران السهم، والحجم في كل من السعر السوقي للسهم من جهة والقيمة السوقية لحقوق الملكية، مع اختلاف درجة هذا التأثير؛ إذ يلاحظ تأثير العائد في حقوق الملكية على السعر السوقي للسهم مقاساً بالمتوسط بشكل أكبر من تأثيره في القيمة السوقية لحقوق الملكية؛ إذ انخفض معامل التأثير من (0.2853) إلى (0.0002)، وهذا ينطبق تماماً على العائد على الأصول؛ إذ انخفض معامل التأثير من (0.3855) إلى (0.00028). أما فيما يخص معدل دوران السهم والحجم فقد تبين أيضاً وجود انخفاض كبير جداً في تأثير معاملهما؛ إذ انخفض معامل تأثير معدل دوران السهم من (7.45) إلى (0.002)، وهذا ينطبق تماماً على الحجم؛ إذ انخفض معامل التأثير بشكل واضح جداً من (213.77) إلى (0.124). في حين تبين ظهر تأثير القيمة الدفترية للسهم في القيمة السوقية لحقوق الملكية؛ إذ بلغ معامل التأثير (7.94)، في حين لم يظهر أي أثر له في السعر السوقي للسهم.

ثانياً. التوصيات

❖ بناءً على نتائج الفرضيات؛ يجب على المستثمرين وإدارة الشركات الاهتمام بكل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية والقيمة الدفترية للسهم وحجم الشركة عند دراسة القيمة السوقية للسهم.

❖ بناءاً على نتائج الفرضيات المدروسة يلاحظ أهمية آلية القياس المعتمدة في تفسير النتائج التي تم التوصل إليها؛ الأمر الذي يجب على المستثمر أو الشركات محل الدراسة التركيز عليه عند تحديد العوامل التي قد تكون وراء التغير في القيمة السوقية للسهم.

❖ يوصي الباحث بضرورة أن تتضمن الدراسات المستقبلية المتغيرات الخاصة بربحية السهم وتوزيعات الأرباح، خاصة بعد عودة الاستقرار إلى السوق المحلية.

❖ يجب الوقوف في الدراسات المستقبلية عند ضرورة إدخال متغير التضخم بالحسبان، من خلال تقسيم الفترة المدروسة إلى قسمين؛ القسم الأول يتناول فترة التضخم المحدود، والقسم الثاني فترة التضخم الجامح.

❖ من المهم الوقوف ضمن الدراسات المستقبلية، على تأثير جائحة كورونا على السعر السوقي للسهم، فضلاً عن القيمة السوقية للشركات.

References:

- AL QAISI, F; TAHTAMOUNI, A; AL QUDAH, M. *Factors Affecting the Market Stock Price – The Case of the Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange.* International Journal of Business and Social Science. Vol. 7, No. 10, 2016.
- AWAN, A. G.; LODHI, M. U.; HUSSAIN, D. Determinants of firm Value: A Case Study of Chamical Industries of Pakistan. Global Journal of Management, Social Sciences and Humanities. Vol. 4, No. 1, 2018. 46-61.
- BAHRAINI, S; ENDRI, E; SANTOSO, S; HARTATI, L; PRAMUDENA, S. M. *Determinants of Firm Value: A Case Study of the Food and Beverage Sector of Indonesia*. Journal of Asian Finance. Economics and Business. Vol. 8, No. 6, 2021. 839-847.
- BHARADWAJ, A. S.; BHARADWAJ, S. G; Konsynski, B. R. Information technology effects on firm performance as measured by Tobins q. Management science, Vol. 45, No. 7, 1999. 1008-1024.
- CHHIPA, M. A. NABI, A. A. *Factors affecting share prices of banking sectors of Pakistan.* Journal of Economic Info (JEI). Vol. 3, No. 1, 2016.
- ELESSA, M., QUDAH, L. A. *Factors Affecting Market Value of Shares: An Empirical Study on the Listed Sectors of the Amman Stock Exchange.* The Journal of Economics and Development. No. 7, 2017. (in Arabic).
- FAROOQ, M. A. MASOOD, A. *Impact of Financial Leverage on Value of Firms: Evidence from Cement Sector of Pakistan*. Research Journal of Finance and Accounting, Vol.7, No.9, 2016, 73-77.
- ISHARI, M. P. S. ABEYRATHNA, S. P. G. M. *The Impact of Financial Leverage on Firms' Value (Special Reference to Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka).* International Journal Of Advancement In Engineering Technology, Management and Applied Science (IJAETMAS). Vol 03 - Issue 07. 2016, 100-104.
- KHAN, J, KHAN, I. *The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange*. Journal of Economics and Sustainable Development. Vol.9, No.13. 2018.
- RAMADAN, I. Z. *Leverage and the Jordanian Firms' Value: Empirical Evidence.* International Journal of Economics and Finance, Vol. 7, No. 4, 2015. 75-81.
- SHANNAK, O. Financial And Non-Financial Determinants That Affect Stock Market Prices For Industrial Public Shareholding Companies Listed At Amman Stock Exchange - Empirical study-. (Master Thesis). Middle east university, Amman, Jordan . 2018. (in Arabic).
- SHARIF, T, PUROHIT, H, PILLAI, P. *Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange.* International Journal of Economics and Finance. Vol. 7, No. 3, 2015, 207-216.
- SHUQIR, M. M. The Effect of Dividend Policy on Market Value of Companies (An Empirical Study on the Listed companies in Abu Dhabi Securities Exchange). (Master Thesis). HIBA. Higer Institute of Business Administration. Syria. 2019. (in Arabic).
- SUKESTI, F; GHOZALI, I; FUAD, F; ALMASYHARI, A. K; NURCAHYONO, N. Factors *Affecting the Stock Price: The Role of Firm Performance*. Journal of Asian Finance, Economics and Business. Vol. 8, No. 2, 2021, 165-173.
- YOUSEF, A. H. A. *Factors Affecting Stock Prices in the Saudi Stock Market*. Gezira Journal of Economic and Social Sciences. Vol. 10, No. 2, 2019. 38-71. (in Arabic)