The impact of stock liquidity portfolios on estimated returns via Capital Asset Pricing Model (CAPM): Evidence from Damascus Securities Exchange (DSE)

Dr.Oubay Mahmoud*
Zeinab Safwan Alsayed Ebrahim*

(Received 13 / 7 / 2023. Accepted 23 / 8 / 2023)

□ ABSTRACT □

This study aims to test the impact of stock liquidity portfolios on estimated returns using the CAPM capital asset pricing model, and was applied to a sample of 17 companies listed on the Damascus Securities Market during 2010-2020, by verifying that the most traded (and thus the most liquid) stocks yield higher returns. In addition to a test as there has been an impact on the stock returns of companies in the Damascus Securities Market, various liquidity measures are as follows: Turnover measure The turnover rate, liquidity scale according to Trade-volume trading volume, market value measure and size)), liquidity ratio (AMIVEST), liquidity ratio AMIHUD, Zero Return zero returns, The equation of the CAPM model was used to estimate stock returns, The relationship between variables was tested using the simple regression equation after the companies' shares were arranged according to their upward liquidity, and four portfolios of corporate shares were created based on each liquidity measure individually. The results indicated that liquidity is an important factor in pricing stock returns and that the most traded stocks (and thus more liquid stocks) yield higher returns, and also the effect of liquidity on the return varies according to the liquidity index used in the calculation.

Keywords: liquidity of the stock, capital asset pricing model CAPM, earnings per share.

Copyright **:**Tishreen University journal-Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

***Assistant Professor, Department Of Business Administration, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria .btemmana2000@yahoo.com**
***Postgraduate Student, Finance And Banking Department, Faculty Of Economics, Tishreen University, Lattakia, Syria. zeinab7alsayed299@gmail.com**

أثر محافظ سيولة السهم في العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM : دليل من سوق دمشق للأوراق المالية

الدكتور أبي محمود*

زينب صفوان السيد ابراهيم**

(تاريخ الإيداع 13 / 7 / 2023. قُبِل للنشر في 23 / 8 / 2023)

□ ملخّص □

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر محافظ سيولة السهم في العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، و تم التطبيق على عينة مكون من 17 شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2020، وذلك من خلال التحقق من كون الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى. إضافةً لاختبار فيما إذ كان هناك أثر لسيولة السهم في عوائد الأسهم للشركات في سوق دمشق للأوراق المالية، بمختلف مقاييس السيولة والتي تمثلت بما يلي: مقياس معدل الدوران The turnover rate، مقياس السيولة وفقاً لحجم التداول Trade-volume، مقياس القيمة السوقية والحجم (Size)، نسبة سيولة (AMIVEST)، نسبة سيولة AMIHUD، العوائد الصفرية Zero Return ، و تم استخدام معادلة نموذج CAPM في تقدير عوائد الأسهم ، و اختبار العلاقة بين المتغيرات باستخدام معادلة الانحدار البسيط بعد أن تم ترتيب أسهم الشركات بحسب سيولتها تصاعدياً، وتم إنشاء أربع محافظ من أسهم الشركات بالاعتماد على كل مقياس سيولة على حدة ، و أشارت النتائج إلى أن السيولة عامل مهم في تسعير عوائد الأسهم و أن الأسهم الأكثر تداولا (و بالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى ، و أيضا يتباين أثر السيولة في العائد تبعا لمؤشر السيولة المستخدم في الحساب .

الكلمات المفتاحية :سيولة السهم ، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ، عائد السهم.

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

* مدرس، قسم إدارة الاعمال، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، سورية btemmana2000@yahoo.com

** طالبة ماجستير، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، اللاذقية، سورية zeinab7alsayed@gmail.com

مقدمة :

شهدت أسواق رأس المال تطورا كبيرا في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء ، والذي ساعد على هذا التطور الاستخدام المكثف لوسائل الاتصالات الحديثة ،إذ تتجلى أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية بسبب استقطابها للمستثمرين والمدخرات المتراكمة ، وتوجيهها إلى الاستثمارات الصحيحة من خلال المعلومات المنشورة التي تعكس وضع السوق والأصول التي يتم تداولها بطريقة تمنح المستثمرين الخيار الأفضل بين الاستثمارات المتاحة ، حيث يبحث المستثمرون عن عائد مناسب يتناسب مع المخاطر في هذا الاستثمار . لذلك ، يجب تقييم الاستثمارات قبل اتخاذ القرار ، فهناك العديد من الآليات التي يتم استخدامها في التحليل المالي وتحديد العائد المطلوب على الاستثمارات ، أهم هذه الطرق هو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية(Capital Asset Pricing Model (CAPM ، والذي يعتمد في قياس العائد المطلوب على عدد من العوامل ، و هي طبيعة العلاقة والارتباط بين عوائد الأسهم وعوائد مؤشر السوق بالإضافة إلى ذلك مخاطر الاستثمار التي قسمها النموذج إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة .

حيث أصبح مجال البحث في تسعير الأصول الرأسمالية من أهم المجالات ، و أكثرها تحديا في الاقتصاد المالي ، وذلك لأنها تحدد العوامل المؤثرة على العوائد ، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار لتحسين النموذج ، والتي بالمقابل لها دور مهم في تسعير الأصول ، كي تمثل القيمة الحقيقية العادلة لسعر السهم ، إذ تلعب أسواق رأس المال دورًا مهمًا في هذا الصدد من خلال توجيه رأس المال إلى أعلى استخداماته الإنتاجية ، وهو أمر ضروري للنمو الحيوي للاقتصاد الوطني ، من السمات الرئيسية لسوق رأس المال التي تسهل هذه العملية سيولة الأسهم ، والتي تمت دراستها على نطاق واسع في سياق تسعير الأصول، ومن هنا أتت أهمية هذه الدراسة لمعرفة إذا كان متغير سيولة السهم له دور مهم في تسعير الأصول ، إذ أن من المهم إدخال عامل السيولة في تسعير الأصول ، فتوفر السيولة يوصل السهم إلى قيمته ، و يساعد في تسعير السهم بسهولة وانتظام مما يقود إلى كفاءة السوق في التسعير، كما أن انخفاض السيولة يزيد من المخاطر و الخسائر و خاصة في الأسواق التي تتصف بالتذبذب كالأسواق الناشئة نظرا لانخفاض السيولة ، و أيضا يفضل عموم المتعاملين في السوق المالي اقتناء الأسهم التي تتمتع بخاصية السيولة لقدرتها على التداول بسرعة وبكلفة منخفضة من جانب ، ولكون السيولة عامل مهم في تسعير الأصول المالية لأنها معبرة عن أداء الجهة المصدرة للسهم والقدرة على تداوله في سوق الأوراق المالية من جانب آخر (Shams et al. ,2010) . و سيولة السهم تعني كما عرفها (Amihud & Mendelson ,2000)" مقياس للسهولة التي يمكن بها تحويل النقد إلى استثمار في السهم أو العكس " فقد ظهر مؤخرا اهتمام متزايد في سيولة السهم و خاصة في الأدب المتعلق بموضوع CAPM و كذلك الاهتمام الكبير بالدور الهام الذي يمكن أن تلعبه السيولة في تقييم الأصول كونها أهم خصائص الورقة المالية .

مشكلة البحث:

تحظى سيولة السهم باهتمام كبير في واقع النشاط الاقتصادي لشركات الأعمال والمستثمرين وأصحاب المصالح ، حيث يعد عنصر السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية المسبب الرئيسي لعدم كفاءة السوق ، كما تعد عملية تحديد العائد المطلوب للسهم و الذي يتناسب مع مخاطره بمثابة حجر الأساس في عملية اتخاذ القرار الاستثماري ، و يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM من أهم الآليات التي يتم استخدامها في التحليل المالي وتحديد العائد المطلوب على الاستثمارات، في الدراسات الحديثة التي تناولت موضوع CAPM أظهرت أن توضيح وشرح عوائد

السهم في الوقت الحالي له قصور كبير حيث أن بعض الدراسات أظهرت أن CAPM لا يستطيع تفسير عوائد السهم المتوقعة من بعض الاستراتيجيات الاستثمارية المعتمدة على خصائص الشركة مثل سيولة السهم مع CAPM، كدراسة (علي و شمخي ، 2021) بعنوان دور متغيرات نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ونموذج فاما &فرنش ذي العوامل الخمسة في تحديد معدل العائد المطلوب (دراسة تحليلية على أسهم المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2018–2009) ، و كان من نتائجها ضعف عوامل نموذج CAPM في تحديد معدل العائد المطلوب اللازم لتعويض المستثمرين عن تحملهم مستوى من المخاطرة، بناء على ذلك فان مشكلة البحث تتمحور حول مدى تأثير سيولة السهم على عوائده المقدرة باستخدام CAPM ، وبالتالي تكمن مشكلة البحث في السؤال الرئيسي التالي :

ما هو أثر سيولة السهم في عوائده المقدرة باستخدام CAPM؟ و يتفرع عنه السؤالين الفرعيين :

1.هل الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى؟

2. هل يختلف أثر سيولة السهم فيالعائد باختلاف مؤشر السيولة المستخدم في الحساب ؟

أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في اكتشاف أثر سيولة السهم في عوائده المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPMفي سوق دمشق للأوراق المالية، و يتفرع عنه الهدفين الفرعيين التاليين :

1.التحقق فيما إذا كانت الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

2.اختبار أثر نوعية مؤشر سيولة السهم المستخدم في عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أهمية البحث و أهدافه :

- **الأهمية النظرية للبحث :**

تكمن الأهمية النظرية للبحث إذ أنها تسلط الضوء على مفهوم سيولة السهم و أهميتها ، و بيان أثرها على العوائد في السوق المالي ، إذ يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية ، لما توفره السوق المالية من مدخرات تساهم في دعم الاقتصاد الوطني و رفاهية الأفراد ، و يتطرق البحث إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر و ذلك منخلال تطوير موديل يظهر العلاقة بين سيولة السهم و نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية ، و كذلك تبيان أثر نوعية مؤشر السيولة على العائد ، مما يغني الأدبيات النظرية الموجودة في هذا المجال .

- **الأهمية العملية للبحث :**

تأتي الأهمية العملية للبحث بأنه استخدم مقياسين للسيولة لم يتم استخدامها من قبل في سوق دمشق للأوراق المالية وهما مقياس AMIVEST **و مقياس** AMIHUD،وتحفز هذه الدراسة سوق دمشق للأوراق المالية بضرورة الحث وتوعيه الأفراد المستثمرين و زيادة ثقافتهم تجاه نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPM من اجل تحديد العوائد المالية المطلوبة على الاستثمار ، و كذلك يقدم توصيات و مقترحات للمستثمرين الفرديين و المؤسساتيين تمكنهم من الأخذ بعين الاعتبار أثر السيولة على عائد السهم وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

فرضيات البحث:

بناءً على الأسئلة البحثية، وعلى الدراسات السابقة، يتم صياغة الفرضيات البحثية التالية:

الفرضية الأولى:الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

الفرضية الثانية : يتباين أثرسيولة السهم فيالعائد تبعا لمؤشر السيولة المستخدم في الحساب.

منهجية البحث :

تَّم إنجازهذا البحث بالاعتماد على المنهج التحليلي الكمي، حيث تم جمع قاعدة بيانات حول عينة مؤلفة من سبع عشرة شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتحليل خصائصها واختبار فرضيات البحث لتحديد أثر السيولة في العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في سوق دمشق للأوراق المالية ، و اعتمدت الدراسة على طريقة Black Jensen Scholes في استراتيجتها، إذ أجرى Scholes بحثاعام 1972 ، لفحص ما إذا كان هناك ارتباط خطي إيجابي بين العائد المتوقع للمحفظة ومعامل بيتا،وكانت العينة التي اختاروها هي معدل العائد الشهري على جميع الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك من عام 1926 إلى عام 1965، إذ يتمثل منهج Black Jensen Scholesفي أن استخدام محفظة بدلاً من أصل واحد، من خلال تنويع المحفظة، يقضي على معظم عدم تجانس الشركة ويحسن دقة مقدار بيتا (المخاطر النظامية)، أي βpp والعائد المتوقع. هذا يعني أن المشكلة الإحصائية الناتجة عن خطأ القياس لتقدير بيتا يتم تخفيفها عن طريق المحفظة. كما تمّ في هذه الدراسة استخدام عدة مقاييس لسيولة السهم وهي:(معدل الدوران The turnover rate، حجم التداول Trade-volume، القيمة السوقية والحجم (size)، نسبة AMIVEST، نسبةAMIHUD، العوائد الصفرية Zero Return) ، و تم حساب العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPM ، وذلك من خلال اتباع الخطوات التالية:

1.معامل بيتا (المخاطر النظامية) βi.

2.معدل العائد الخالي من المخاطر Rf.

ثم تم ترتيب أسهم الشركات بحسب سيولتها تصاعدياً، وتم إنشاء أربع محافظ من أسهم الشركات بالاعتماد على كل مقياس سيولة على حدة:

- محفظة أولى تحوي 23% من أسهم الشركات ذات أدنى سيولة.
- محفظة تحوي ثانية تحوي 23% من أسهم الشركات الأعلى من سابقتها سيولة.
- محفظة ثالثة تحوي 23% من أسهم الشركات الأعلى سيولة من أسهم المحفظة الثانية.
- محفظة رابعة تحوي 31% من أسهم الشركات الأعلى سيولة.

تم قياس أثر محافظ سيولة السهمبمقاييسها الستة ، مقياس معدل الدوران (The turnover rate)، مقياس السيولة وفقاً لحجم التداول (Trade-volume)، مقياس القيمة السوقية والحجم (size)، نسبة سيولة (AMIVEST)، نسبة سيولة (AMIHUD)، العوائد الصفرية (ZeroReturn) ، في متوسط العوائد السنوية للشركات عينة الدراسة (العوائد المقدرة باستخدام CAPM) ، باستخدام معادلة الانحدار البسيط اعتمادا على البرنامج الإحصائي Spss-23 ، ثم تم إجراء اختبارات تشخيص النموذج المقدر ، للتأكد من جودة النموذج وصلاحية النتائج التي تمّ التوصل إليها، حيث تمّ إجراء عدة اختبارات لتقييمه قياسياً وهي: اختبار الارتباط الذاتي، اختبار ثبات التباين، واختبار التوزيع الطبيعي.

مجتمع و عينة البحث:

يشمل مجتمع البحث على أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (DSE) والتي بلغ عددها 27شركة في نهاية عام 2020. وتتوزع الشركات المدرجة على خمسة قطاعات و هي : قطاع المصارف وعددها (14

مصرف)، قطاع التأمين عددها (6 شركات)، قطاع الخدمات (شركتين)، قطاع الصناعة (شركتين)، قطاع الزراعة (شركة واحدة)، وقطاع الاتصالات وعددها (شركتين).

فيما يخص عينة البحث فقد تضمنت أسهم جميع الشركات المكونة لمجتمع البحث تقريبا حيث تم استبعاد المصارف الإسلامية من قطاع المصارف وعددها 3 وذلك نظراً لطبيعة عملها الخاص، وبنك سورية والخليج لعدم توفر البيانات المطلوبة لفترة الدراسة. كما تم استبعاد شركتي تأمين، واحدة منها إسلامية والأخرى لم يتوفر لها البيانات المطلوبة للدراسة، وشركة هندسية زراعية، وشركة صناعية لعدم توفر البيانات المطلوبة لفترة الدراسة. كما تم استبعاد شركات الاتصالات لتأخر دخولها في سوق دمشق للأوراق المالية.

بناءً على ما سبق، توصل البحث إلى عينة مؤلفة من 17 شركة، ويستعرض الجدول (1) الشركات التي تضمنتها عينة البحث ورموزها وتاريخ إدراجها.

	أسماء الشركات	رمز الشركة	تاريخ الإدراج
قطاع المصارف			
1	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	2/2/2009
2	البنك العربي _ سورية	ARBS	2/3/2009
3	بنك الائتمان الأهلي (عودة سابقا)	BASY	5/3/2009
4	بنك سورية والمهجر	BSO	5/3/2009
5	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	30/3/2009
6	بنك بيبلوس _ سورية	BBS	17/11/2009
7	بنك قطر الوطني _ سورية	QNBS	8/4/2010
8	بنك الأردن _ سورية	BOJS	23/6/2010
9	بنك الشرق	SHRQ	2/12/2010
10	فرنسبنك _ سورية	FSBS	5/1/2011
قطاع التأمين			
11	الشركة المتحدة للتأمين	UIC	24/6/2009
12	السورية الدولية للتأمين	AROP	7/4/2010
13	الشركة السورية الوطنية للتأمين	NIC	7/6/2010
4	الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	27/7/2011
قطاع الخدمات			
15	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	UG	3/2/2009
16	الشركة الأهلية للنقل	AHT	2/3/2009
قطاع الصناعة			
17	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت	AVOC	10/6/2009

	النباتية		

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى النشرات السنوية لسوق دمشق للأوراق

طرق جمع البيانات:

استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية للفترة (2010–2020)، **و** تم جمع البيانات بالاعتماد على المتوسطات الحسابية السنوية لمتغيرات الدراسة، والتي تشمل على عائد الأسهم والأصول المتداولة ومؤشر معدل الدوران ومقياس المخاطر، وأسعار الإغلاق الشهرية ومعامل بيتا الخاص لجميع الشركات محل الدراسة وأسعار الفائدة الشهرية على أذونات الخزانة. يعود سبب اختيار البيانات السنوية للأسهم نتيجةً لتوفر عدد كبير من المشاهدات مما يزيد من قوة الاختبارات والاستدلال الإحصائي ويعطي موثوقية أكبر بالنتائج ، حيث تم جمع البيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية وموقع هيئة الأوراق ومن قسم البحوث في المصرف المركزي في دمشق.

الدراسات السابقة :

1. دراسة (عمير،2018)بعنوان:

تأثير سيولة الأسهم على عوائدها الرأسمالية: بحث تطبيقي على أسهم شركات قطاع التأمين في سوق العراق للأوراق المالية

الهدف من هذا البحث هو دراسة تأثير سيولة الأسهم العادية على عوائدها الرأسمالية ،و تمثل مجتمع البحث بمجموعة شركات التأمين التي تم التداول على أسهمها في سوق العراق للأوراق المالية، البالغ عددها 4 شركات مساهمة ، و خلال الفترة 2013–2015() على الأساس الشهري ، و تم اختبار تأثير سيولة الأسهم العادية على عوائدها الرأسمالية باستخدام برنامجSPSSلاختبار علاقات الارتباط و الانحدار بين متغيري البحث ، باعتماد نسبة التغير في حجم التداول كمقياس للسيولة ، و نسبة التغير في أسعار الأسهم كمقياس للعوائد الرأسمالية للأسهم ، وأظهرت نتائج الاختبارات وجود تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لنسبة التغير في حجم التداول على عوائدها الرأسمالية ، وهناك تأثير سلبي لزيادة حجم التداول على عوائد الأسهم لقطاع التأمين في سوق العراق للأوراق المالية و يعود سبب هذا التأثير السلبي إلى توقعات المستثمرين للعوائد المستقبلية ، إذ أن العائد المتوقع هو الذي يؤثر على حجم التداول الحالي.

2.دراسة (Dalgaard,2009) بعنوان :

Liquidity and stock returns: Evidence from Denmark

السيولة وعوائد السهم: دليل من الدنمارك

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين السيولة وعائدات الأسهم نظريًا وتجريبيا ،و استندت الدراسة التجريبية على عينة من الأسهم الدنماركية المدرجة في الفترة من يناير 1987 حتى نوفمبر 2008، و تمت دراسة العلاقة المقطعية بين السيولة وعوائد الأسهم ، والعلاقة المقطعية بين مخاطر السيولة وعوائد الأسهم. في الدراسة التجريبية لهذه الدراسة تم استخدام الفرق بين العرض والطلب النسبي ومعدل الدوران كمقاييس للسيولة .وتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد المقطعي ، باستخدام منهجية Fama –MacBeth (1973) لقد طوروا نهج الانحدار المقطعي وضعوا نهج الانحدار الشامل لعدة قطاعات لاختبار فرضية CAPM على أساس أن بيتا الأسهم تشرح التباين في عوائد السهم المتوقعة ، و تم إجراء ذلك بطريقتين مختلفتين لتحديد تأثير السيولة على عوائد الأسهم وتأثير مخاطر السيولة على عوائد الأسهم و قد تم تقسيم الأسهم في العينة إلى محافظ مرجحة بالقيمة على أساس السيولة وبيتا الأسهم. شكلت هذه المحافظ أساس التحليلات المقطعية .و تم توسيع هذا الإطار ليصبح CAPM رباعي العوامل ويتألف من ثلاثة عوامل خطر

ومقياس للسيولة من أجل تحديد التأثير المباشر للسيولة على عوائد الأسهم ، حيث كانت عوامل الخطر هي تلك الخاصة بـ Fama– French1993 ثلاثي العواملبالإضافة إلى علاوة العائد على محفظة السوق ، لذلك في الواقع يصبح نموذجا ل APT.

وكانت النتائج أنهلم يقدم أي من فرق بين العرض والطلب النسبي ولا معدل دوران المحافظ أي دليل على وجود علاقة مهمة بين السيولة وعائدات الأسهم. هذه النتائج قوية بالنسبة لنموذجFama–French،كما أن النتائج قوية بالنسبة لنظرية المراجحة ، مع ذلك ، النتائج ليست قوية لمعايير تكوين المحفظة ، إذ كشفت المحافظ الموزونة بالقيمة على أساس تجريبي للأسهم عن دليل على وجود تأثير كبير للسيولة على عوائد الأسهم مع وجود علامات تتماشى مع مقاييس السيولة كل من انتشار العرض والطلب النسبي ومعدل الدوران.

أما النتائج حول تسعير مخاطر السيولة في سوق الأسهم الدنماركية، يمكن القول أن الأدلة غامضة ، كانت هناك مؤشرات على أن مخاطر السيولة تجتذب علاوة ، لكن النتائج ليست قوية ، إن أهم مصدرين للخطأ في الدراسة يمكن أن يسهما في جعل النتائج غامضة يتعلقان بحجم العينة والفترة الزمنية المدروسة ، حيث أن حجم العينة صغير للغاية ، والفترة الزمنية المدروسة قصيرة نسبيًا.

3.دراسة (Lam&Tam،2011) بعنوان:

Liquidity and asset pricing: Evidence from the Hong Kong stock market

السيولة وتسعير الأصول: دليل من بورصة هونغ كونج

بحثت هذه الدراسة في دور السيولة في تسعير عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في هونغ كونج ، جرت هذه الدراسة على 769 شركة مدرجة في بورصة هونج كونج من يوليو 1981 إلى يونيو 2004 ، اعتمد الباحثان نهج الانحدار المتسلسل الزمني لدراسة علاقة العائد والسيولة من خلال استخدام تسعة مقاييس للسيولة مستخدمة على نطاق واسع وتم استخدام نسبة الدوران كمقياس رئيسي للسيولة،و قاما بإنشاء 25 محفظة لكل عام باستخدام بيانات الأسهم في هونج كونج و بعد أخذ نماذج تسعير الأصول الموثقة جيدًا في الاعتبار و التي هي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPMو نموذج Fama– Frenchثلاثي العوامل و نموذج السيولة رباعي العوامل ، أظهرت النتائج أن السيولة عامل مهم في تسعير عوائد الأسهم في هونغ كونج الاعتبار ، و أن أفضل نموذج من بين جميع نماذج تسعير الأصول ، هو نموذج السيولة رباعي العوامل الذي يتضمن فائض عائد السوق ، والحجم ، ونسبة القيمة الدفترية إلى السوق ، وعامل السيولة. من ناحية أخرى ، لا يتم تسعير عامل الزخم في سوق الأوراق المالية في هونغ كونج

4.دراسة (Violita&Soeharto ,2019) بعنوان :

Stock Liquidity And Stock Return

سيولة الأسهم وعوائد الأسهم

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر سيولة الأسهم على عوائد الأسهم في شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا، نوع البحث المستخدم كمي ، و عينة الدراسة هي جميع شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا من عام 2013 إلى 2017 ، طريقة تحديد العينة المستخدمة هي أخذ عينات هادفة ، كانت تقنيات ت/حليل البيانات المستخدمة في هذه الدراسة هي الانحدار الخطي المتعدد واختبار t ومعامل التحديد ، و أظهرت النتائج استنادًا إلى تحليل الانحدار الخطي المتعدد لعينات البحث في شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) في 2013–2017 ،إلى أنسيولة الأسهم لها تأثير إيجابي كبير على عوائد الأسهم،وهذا يدل على أنه كلما زادت سيولة أسهم

الشركة ، زادت عوائد الأسهم للشركة ، و توصلت أيضا إلى أن حجم الشركة(SIZE)ليس له تأثير كبير على عوائد الأسهم، و هذا يدل على أن حجم الشركة (SIZE) لا يؤثر على عوائد الأسهم للشركة ، و أيضافرص النمو لها تأثير إيجابي كبير على عوائد الأسهمهذا يدل على أنه كلما زادت فرصة نمو الشركة ، زاد عائد أسهم الشركة.

مساهمة الدراسة الحالية:

تتمثل مساهمة هذه الدراسة في الجوانب التالية:

1.بالنسبة لمجتمع الدراسة سوف يتم على سوق دمشق للأوراق المالية ، أما الدراسات السابقة فقد تمت على أسواق عربية مثل سوق عمان المالي وسوق العراق للأوراق المالية، بالإضافة للدراسات الأجنبية.

2.شملت هذه الدراسة جميع القطاعات في السوق المالي كعينة للبحث، ولم تنحصر الدراسة في قطاعات محددة كما في غيرها من الدراسات.

3.استخدمت هذه الدراسة مقياسين جديدين للسيولة لم يتم استخدامها في الدراسات السابقة و لم يتم استخدامها في سوق دمشق سابقا ، و هما مقياس نسبة سيولة Amihud و مقياس نسبة سيولة Amivest مما يضيف أصالة علمية قيمة للبحث كونه الأول من نوعه الذي يستخدم هذين المؤشرين .

4.تبيان أثر نوعية مؤشر السيولة في العائد من خلال حساب السيولة وفق ستة مؤشرات و تبيان أثر كل منها في العائد .

المراجعة الأدبية :

1. سيولة السهم :

1.1. مفهوم سيولة السهم ، و أهميتها :

تعد السيولة أحد الأهداف المهمة من وجهة نظر المستثمرين، و تعني كلمة السيولة في سوق الأسهم القدرة على شراء أو بيع كمية كبيرة من الأوراق بسرعة، وبتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على الأسعار، وعلى هذا النحو، فالسيولة مفهوم متعدد الأبعاد، بما في ذلك تكاليف التداول وأثر الأسعار وحجم التداول، ومع ذلك فإن معظم التدابير الحالية تبرهن على قدرة محدودة للتعبير عن مفهوم السيولة(الزرير & الدكي ،2017) يفضل عموم المتعاملين في السوق المالي اقتناء الأسهم التي تتمتع بخاصية السيولة لقدرتها على التداول بسرعة وبكلفة منخفضة من جانب، ولكون السيولة عامل مهم في تسعير الأصول المالية لأنها معبرة عن أداء الجهة المصدرة للسهم والقدرة على تداوله في سوق الأوراق المالية من جانب آخر (Shams et al. ,2010)

تشير سيولة السهم إلى السهولة التي يمكن من خلالها بيع الأصل مباشرة بعد الشراء دون خفض السعر ودون تكبد تكاليف المعاملة. هذا يعني أنه عندما يفكر المستثمر في استثمار محتمل في أحد الأصول ، فإنه يفكر تمامًا في القدرة على بيعه مرة أخرى ، وما سيكلف تداوله في المستقبل وبأي سعر يمكن بيعه .تتعلق هذه الاعتبارات بسيولة الأصل ، ويمكن أن تؤثر القضايا التي يتم النظر فيها التدفقات النقدية المستقبلية للأصل. بما أن التدفقات النقدية المستقبلية تتأثر بالسيولة ، يجب أن تكون عاملاً مهمًا في تسعير الأصول. وتعد السيولة أحد الخصائص الهامة التى ينبغي توافرها في الأسهم من وجهة نظر المستثمر حتى يستطيع بيعها عندما تظهر الحاجة إلى النقدية ، كما تسهم السيولة في زيادة مصداقية أسعار الأسهم التي تتداول في السوق نظرا لأن المنافسة بين المتعاملين تساعد على لخفيض أخطاء التسعير (Berglunf,2020). **و لقد** تطرق العديد من الكتاب والباحثين إلى مفهوم سيولة السهم فقد عرفها كل من Jain &Khanأن السيولة تشير إلى القدرة على تحويل الأسهم العادية بسهولة إلى نقد بدون خسارة وبتكاليف منخفضة إن

وجدت (محمد،2014) ، و عرفها (Leuz& Wysock,2008) بأنها قدرة المستثمر على شراء أو بيع السهم بسرعة و بتكلفة منخفضة دون أن يكون هناك تأثير كبير على السعر و هي إمكانية تداول الورقة المالية بسعر قريب من آخر صفقة أبرمت فيه هذه الصفقة مع الأخذ بعين الاعتبار لعدم ورود معلومات جديدة إلى السوق ، و عرفتها أيضا (Quah) القدرة على التعامل مع الأسهم بسرعة وبكميات كبيرة بدون تسبب في تغيير سعر المواد.و تشير السيولة العالية للأسهم إلى أن هناك دائمًا عدد لا يحصى من المشترين والبائعين المستعدين لاتخاذ صفقات معاكسة لأي تداول بالسعر الحالي .وبالتالي ، يتم التعامل مع الأسهم بشكل أكثر كفاءة وبتكاليف أقل(2017، Quah) .

ومما سبق يمكننا استنتاج تعريف لسيولة السهم بأنها :قدرة المستثمر على تداول الورقة المالية بسهولة وبسرعة و بتكلفة منخفضة دون أن يكون هناك تأثير كبير على السعر.

و تنعكس أهمية السيولة على جميع جوانب السوق المالي ، وتمكن المستثمرين الأفراد من تلبية احتياجاتهم المالية غير المتوقعة من دون التعرض إلى خسائر كبيرة ، أما المؤسسات الاستثمارية فإن السيولة لديها تعني العوائد العالية على الأصول و حجم تداول أكبر و القليل من المخاطرة و العكس من ذلك في حالة عدم السيولة (, Instefjord) 1999فالسيولة عامل مهم للأصول ، ويجب على المستثمرين أن يأخذوها في الحسبان عند اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم ، فإنهم يأخذون بالاعتبار السيولة لتزويدهم بالأمان ، و يقللون من خطر الخسائر عند تنفيذ الصفقات ذات القيمة الكبيرة (الكساسبة ، 2014) ، كما و يعد مفهوم السيولة للسهم ذو أهمية كبيرة للشركة المصدرة ، فالأوراق المالية التي تصدرها الشركة ، وتباع بسعر مرتفع بسبب ما تتسم به من سيولة ، لها تأثير مباشر يظهر في ارتفاع القيمة السوقية للشركة ، نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المصدرة من قبلها ، و الممتعة بسيولة عالية (الدكي ، 2015) ، و السيولة هي أحد العوامل المهمة والفعالة في الدراسات المالية ، وهي عامل يمكن أن يؤثر على أداء الشركة ، يأخذ المشاركون في السوق في الاعتبار العديد من العوامل أثناء اتخاذ قرارات التداول ، أحد هذه المعايير هو سيولة السهم، يعتقد العديد من المستثمرين أن الأوراق المالية السائلة أكثر جاذبية ، على افتراض أن العوامل الأخرى مستقرة ، قام Amihud and Mendleson (1986) بتقييم العلاقة بين السيولة وعائدات الأسهم ، وتوصلا إلى أنه بما أن السيولة تؤدي إلى زيادة عائد الشركة وقيمتها ، تميل الشركات إلى تبني سياسات لزيادة سيولة أسهمها ، تؤكد دراسات مختلفة التأثير الإيجابي للأسهم ذات السيولة العالية (أو حجم التداول المرتفع ، والذي يعتبر وكيلًا للسيولة)

(Mansouri,2012)

2.1.أبعاد و مستويات سيولة السهم :

يمكن التوقع بإيجاد حجم تداول كبير بسعر معين، او إيجاد أفضل سعر بحجم قليل، وكذلك عندما يرغب المستثمرين التداول بحجم عالي فإنه من الممكن أن تكون الأسعار غير جيدة مما يتوجب قضاء المزيد من الوقت في البحث للحصول على سعر أفضل بالكمية المطلوبة، كما أنه من المتوقع الحصول على أكبر حجم للتداول عندما يكون السعر جيدا ، و تعد أبعاد سيولة الأسهم مهمة لأغراض وضع مقاييس للسيولة ، و التي تتمثل بالأبعاد التالية:(Ivanchuk , 2004)

- هامش السعر(Tightness):هو القدرة على الشراء والبيع دون فرق كبير في السعر.
- توقيت المعاملات (the timing of transactions) : وتمثل القدرة على تنفيذ الصفقات التجارية في الوقت المناسب أو بأقصر فترة زمنية ممكنة، ويجري قياسها بمعدل المعاملات لكل وحدة من الزمن.

- عمق السوق(Market depth) : ويمثل القدرة على شراء أو بيع حجم معين من الأسهم مع أقل تأثير ممكن على الأسعار، ويمكن قياس عمق السوق مباشرة من كمية الأسهم المتاحة للتداول الفوري في السوق .
- التعقيد (Resiliency) : يشير إلى القدرة على شراء وبيع كميات كبيرة دون التعرض لتغييرات كبيرة في السعر ،و هذا المفهوم على العكس من عمق السوق فيما يتعلق بحجم التداولات الكبيرة التي تتجاوز عمق السوق عند نقطة معينة من الزمن، أي انه يجسد تأثير سعر التداول الفوري التي يتحملها السوق عندما يكون حجم التداول أبعد من عمق السوق.

و كما تشير مستويات السيولةالعالية للأسهم إلى دخول المستثمرين بشكل أكبر للتعامل في السوق لثقة المستثمرين فيه مما يؤدي لزيادة حجم التداول بشكل كبير، و هو ما يساعد في تعزيز النمو للنظام الاقتصادي بشكل عام ، و قد حدد(Dalgaard,2009)أربع مستويات لسيولة الأسهم :

المستوى الأول: يتضمن أسهم الشركات ذات التداول المكثف بشكل واسع في الأسواق المالية المتطورة.

المستوى الثاني: يتضمن الأسهم للشركات الصغيرة التي تتداول في الأسواق المالية المتطورة.

المستوى الثالث: من حيث السيولة للأسهم المتداولة للشركات مع تعويم صغير أي سيولة قليلة.

المستوى الرابع والأخير: الأسهم الضعيفة التداول خارج السوق المالي، أو المتداولة في الأسواق الناشئة.

3.1.العوامل المؤثرة على سيولة السهم:

أوضح الباحثون إن اختلاف سيولة الأسهم وتقلبها يتأثر بعدة عوامل وكما وضح (Hibbertet .al , 2009) و (Dalagard ,2009) فيما يلي :

- **تكاليف المعاملات الخارجية** :و هي التكاليف التي يتكبدها المشتري أو البائع لورقة مالية في كل مرة يتم تداولها فيها ، بما في ذلك رسوم السمسرة وتكاليف معالجة الطلبات وضرائب المعاملات ، فهذه التكاليف سيكون لها تأثير مباشر على ربح المتداول (البائع والمشتري) ، كما تمثل هذه التكاليف الاحتكاكات في أسواق رأس المال ، يمكن اعتبارها مصادر لعدم السيولة في حال ارتفاعها ،و التي يجب أن تؤثر على الأسعار التي سيتداول بها المستثمرون .
- **مخاطر السهم** :يتحمل البائعون أيضًا تكاليف عندما يضطرون إلى البيع لصناع السوق لأن المشترين "الطبيعيين" للأوراق المالية غير موجودين في السوق وقت البيع ، يحتفظ صانع السوق بالسهم حتى يحين الوقت الذي يظهر فيه المشترون ولكن يحتاج إلى تعويض مقابل مخاطر أداء هذا الدور ، و بالتالي كلما زادت مخاطر السهم ، زاد الفارق بين أسعار العرض و الطلب.
- **ضغط الطلب –تأثيرالسعر** : إذا أصيب المستثمر بصدمة سيولة ، فقد يضطر إلى تصفية مركزه الطويل في سهم(أقل من سيولته تمامًا)، إذا كان حجم المركز كبيرًا ، فهناك خطر يتمثل في عدم تمكن المستثمر من تنفيذ الصفقة بسعر السوق السائد ،ربما يتعين على المستثمر أن يطلب سعرًا أقل إذا احتاج إلى تصفية المركز بالكامل. ومن ثم ، فإن هذه التجارة الكبيرة ستحرك سعر السهم نتيجة لحقيقة أن السهم أقل من سيولته تمامًا ، و يشار إلى هذه الظاهرة بشكل عام بضغط الطلب أو تأثير السعر.
- **البحث عن الطرف الآخر** :عندما يواجه المستثمر صعوبات في العثور على الطرف المقابل الذي يرغب في تنفيذ صفقة ، فقد يؤدي ذلك إلى تقديم تنازلات سعرية لن يقوم بها في بيئة تنافسية تمامًا حيث يتوفر المشترون والبائعون على الفور، وبالتالي يواجه الوكلاء تكاليف الفرصة البديلة بين التنفيذ الفوري للصفقة بسعر مخفض والبحث عن صفقة أكثر جاذبية .

4.1.مقاييس سيولة السهم :

ليس من السهل قياس السيولة لأنه من الصعب التمييز بين تكلفة المعاملة الإضافية، و هل حركة السعر عادية أو منسوبة إلى أوامر كبيرة(Feng et al.,2005) ، لذلك يوجد العديد من الطرق لقياس سيولة السهم، ويستعرض الجدول (2) المقاييس التي سنستخدمها في دراستنا :

اسم المؤشر	طريقة قياسه	تعريفه
مقياس معدل الدوران	حجم التداول / عدد الأسهم المصدرة	عدد الأسهم المتداولة خلال فترة معينة مقسومًا على عدد الأسهم المصدرة خلال تلك الفترة (Datar et al.,1998
مقياس حجم التداول	$Vi= \sum t \ Pit*Qit$	المقياس المستند على الحجم يرتبط ببعدي الوقت والعمق ،ويرتبط حجم التداول ببعد العمق من خلال تزايد الحجم الإجمالي للتداول في سوق الأوراق المالية
مقياس القيمة السوقية والحجم(size)	Size=Pt*Nt	يستخدم Loderer and Roth (2005)القيمة السوقية لقياس السيولة في حساب تأثير السيولة على أسعار الأسهم على المدى الطويل
نسبة السيولة (AMIVEST)	$1/N \sum_{t=1}^{t=n} \frac{volume}{\frac{(Pt-Pt-1)}{Pt-1}}$	نسبة سيولة Amivest تقيس حجم التداول المرتبط بتغير الوحدة في سعر السهم ،فإن نسبة سيولة Amivestهي مقياس لتأثير السعر ، وهذه النسبة غير محددة لأيام العوائد الصفرية(Goyenko et al.,2009).
نسبة سيولة (AMIHUD)	$1/N \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\frac{(Pt-Pt-1)}{Pt-1}}{Volume}$	(Amihud ,2002)طور مقياس تأثير السعر الذي يقيس "استجابة السعر اليومية المرتبطة بدولار واحد من حجم التداول
العوائد الصفرية (Zero Return)	ZR= #ZR / D	مقياس العائد الصفري ZR، محسوبًا على أنه عدد الأيام التي كان بها العائد يساوي الصفر (#ZR)، مقسومًا على إجمالي عدد أيام التداول في كل شهر **D**، (Quiros et all. , 2017)

الجدول (2) من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر مختلفة

2.نموذج تسعير الأصول الرأسمالية(CAPM):

1.2.مفهوم النموذج و افتراضاته :

يعرف النموذج بأنه نموذج لتسعير مخاطر الأصول في ظل توازن السوق في محفظة متنوعة جيدا ، ويشرح العلاقة بين العائد والمخاطرة لأنه يوفر التنبؤ الصحيح بين مخاطرة الأصل والعائد المتوقع (شمخي و علي ،2021) ، و قد تم إنشاء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد حوالي 10 سنوات من مقالة ماركويتز الشهيرة. و تم تطوير النموذج في وقت واحد تقريبًا بواسطة أربعة باحثين(Sharpe & Treynor) ، و (Linter&Mossin) ، و باختصار CAPM هي نظرية حول كيفية ارتباط سعر الأصول بمخاطرها(Copeland & Weston,2005). حيث تم اقتراح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) في البداية من قبل (1961) Treynorو (1964) Sharpe ، وتم تطويره من قبل (1966) Mossin و (1965) Lintnerو(Machado,Machado,2014) (1972)Black، و يعتمد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) على نظرية المحفظة التي طورها(1959) Harry Markowitz ، و يعتبر هذا النموذج من النماذج الرائدة في سوق الأوراق المالية ، حيث يعتبر من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة الملازمة للسهم عندما يتم الاحتفاظ به كجزء من محفظة استثمارية متنوعة. ووفقًا لنموذج CAPM فإن المحدد الوحيد لأسعار وعوائد الأسهم هو المخاطر المنتظمة مقاسة بمعامل بيتا و هي المخاطر التي يجب تعويض المستثمرين عنها. أما المخاطر الخاصة غير المنتظمة فلا يجب تعويض المستثمرين عنها لإمكانية تجنبهم لها بتنويع استثماراتهم ،ويرى النموذج أن العلاقة بين معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة، وعائد السهم علاقة طردية(الجبالي،2021) .في عالم CAPM يتم الاحتفاظ بالأسهم بما يتناسب مع قيمتها السوقية ، حيث يكون العامل الوحيد هو محفظة السوق ، و يمكن إنشاء محفظة السوق من خلال الاحتفاظ بالعديد من الأصول ، مما يساعد على تنويع المخاطر الخاصة ، مما يترك فقط مخاطر منهجية (سوقية). فالأسهم الفردية لها علاوات مخاطر ، والتي تعوض المستثمرين عن تعرضهم لعامل السوق.و تؤثر مخاطر السوق على جميع المستثمرين المعرضين لمحفظة السوق .وفقًا لـ CAPM لا يرغب المستثمرون في الاحتفاظ بالأصول بمعزل عن غيرها ، لأن التنويع يحسن ملف المخاطر والعائد للمحفظة. فالمفهوم بسيط حيث أن التنويع يساعد على ضمان تعويض العوائد السيئة من أحد الأصول من خلال عوائد الأصول الأخرى التي تعمل بشكل جيد. يؤدي هذا أيضًا إلى تحسين نسب Sharpe (أي علاوة المخاطرة مقسومة على إجمالي المخاطر). يستمر المستثمرون في التنويع حتى يتم تركهم مع محفظة السوق ، والتي تمثل المحفظة المتنوعة المثلى(Kaplan ,2018).ويشمل CAPM على نوعين من العلاقات و هي:

1. خط سوق رأس المال (The Capital Market Line) (CML) :يوضح خط سوق رأس المال العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع لمحفظة الأوراق المالية والخطر الكلي (الخطر المنتظم والخطر غير المنتظم) ، فإن المستثمرون يختارون محافظهم الاستثمارية على أي نقطة في الحد الكفء، حيث تمثل كل نقطة في هذا الحد العائد الأعلى من بين كل الاستثمارات التي لها نفس المخاطر، وهي كذلك تمثل المخاطر الأقل من بين كل الاستثمارات التي لها نفس العائد المتوقع، وهذا يعني أن هناك نقاطا عديدة على الحد الكفء وأن كل مستثمر سيختار النقطة التي تتناسب مع موقفه تجاه المخاطر، ومعادلة ذلك الخط تكون كالتالي(Brigham. et.al, 2005):

$$Rp = Rf + [(Rm - Rf) / \sigma M]^* \sigma p \quad CML$$

حيث أن:

Rpمعدل العائد للمتوقع للمحفظة

Rf معدل العائد الخالي من المخاطر

Rm معدل العائد المتوقع لمحفظة سوق الأوراق المالية

σM الانحراف المعياري لعائد السوق

σp الانحراف المعياري للمحفظة

2. **خط سوق الأوراق المالية (The Security Market Line) (SML)** : يوضح هذا المفهوم العلاقة بين العائد المطلوب ومخاطر السوق التي يعبر عنها معامل بيتا(ALafeef,2017)حيث معادلة هذا الخط هي معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و التي هي :

E (Ri) = Rf + βi[E(Rm) – Rf]

إن الأهمية الأساسية لخط سوق الأوراق المالية تنبع من كونه أكثر الأساليب شيوعا ومصداقية في تحديد معدل العائد المطلوب على الأصول المنفردة، حيث يعتبر مبادلة بين المخاطر والعوائد المتوقعة لكل الأصول، وبشكل عام، وفي ظل افتراض وجود الأصل الخالي من المخاطر، فإن العائد المطلوب على أي أصل ذي مخاطر، هو عبارة عن عائد الأصل الخالي من المخاطر مضافا إليه علاوة إضافية تمثل علاوة المخاطر لهذا الأصل(حشايشي ،2018).

وكما استند تطوير النموذج إلى بعض الفرضيات المبسطة و هي(Copeland& Weston,2005):

- المستثمرون هم أفراد يكرهون المخاطرة ويريدون المنفعة المتوقعة من ثرواتهم في نهاية الفترة.
- المستثمرون هم من يتوقعون الأسعار ولديهم توقعات متجانسة حول عوائد الأصول التي لها توزيع طبيعي مشترك.
- يوجد أصل خالي من المخاطر بحيث يمكن للمستثمرين اقتراض مبالغ غير محدودة بسعر خالٍ من المخاطر.
- كميات الأصول ثابتة ،أيضًاجميع الأصول قابلة للتسويق وقابلة للتجزئة تمامًا.
- أسواق الأصول خالية من الاحتكاك والمعلومات غير مكلفة ومتاحة في نفس الوقت لجميع المستثمرين .
- لا توجد عيوب في السوق مثل الضرائب أو اللوائح أو قيود البيع على المكشوف .
- الاستثمارات مقتصرة على الموجودات المالية المتداولة في السوق المالية .
- إن المستثمر يقيم المحافظ الاستثمارية البديلة على أساس متغيرين، وهما: العائد المخاطرة، وعليه لابد أن يكون التوزيع الاحتمالي للعائد توزيعا طبيعيا .
- تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة فقط ، فالمستثمرين لهم أفق استثماري واحد فالشراء و الاحتفاظ يكون خلال نفس الفترة الزمنية .
- الأصول المالية قابلة للتجزئة ، أي أن المستثمر يمكنه شراء أية كمية يرغب بشرائها مهما صغر حجم تلك الكمية .

وعلى وفق هذه الافتراضات فأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM يقدم تحديدا لمعدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين في الأوراق المالية، وعلى الرغم من افتقاد الجزء الأكبر من هذه الافتراضات إلى الواقعية أو ينتابها بعض الشك من الناحية الاقتصادية ، ألا أن ذلك لم يقلل من أهمية النموذج على الإطلاق، إذ أنه يقدم نتائج مهمة في مجال تحديد معدل العائد الذي يسعى المستثمرون في الأوراق المالية لتحقيقه، أي: أنه يتيح إمكانية التنبؤ بالعائد على ضوء حجم المخاطرة النظامية.

2.2.معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM :

يعبر النموذج عن العائد المطلوب لأصل ما في جزئين :

الأول: العائد الخالي من الخطر.

الثاني: علاوة المخاطرة المصاحبة لهذا الأصل .

ويعبر عن CAPMرياضيا باللمعادلة التالية (Machado&Machado,2014) :

E(Ri) = Rf + βi[E(Rm) – Rf]

E(Ri) معدل العائد المطلوب للورقة المالية

Rf معدل العائد الخالي من المخاطر ، ويقاس بالعائد على السندات الحكومية أو أذونات الخزينة.

βi وهي مقياس للمخاطر النظامية .

E(Rm) معدل العائد المتوقع لمحفظة سوق الأوراق المالية.

[E(Rm) – Rf] تمثل علاوة مخاطرة الورقة المالية السوقية.

ويمكنقياس معامل بيتا من خلال إحدى المعادلتين التاليتين(زودة و آخرون ،2020) :

$$\beta_i = \frac{COV(i,m)}{\delta_m^2} = \frac{COV(i,m)}{VAR_m}$$

حيث أن :

βi: معامل بيتا

COV(I , m) : التباين المشترك بين عائد الأصل وعائد محفظة السوق

σ² m : تباين عائد محفظة السوق.

ويتضح من خلال تركيبة معادلة βi أنها تتأثر من خلال ثلاثة متغيرات هي:

التغير في عائد الأصل المالي i،التغير في عائد السوق m، الارتباط أو التباين المشترك بين عائدي الأصل المالي والسوق.

و يتم تفسيرقيمة معامل البيتالأي أصل مالي على النحو التالي:

إذا كان بيتا الأصل βi=1 : يدل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية عادية لأنها تعادل مخاطر السوق، وأي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها نفس الأثر على عوائد الأصل.

إذا كان بيتا الأصل βi1>: يدل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية أكبر من مخاطر السوق، وأي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها أثر أكبر وفي نفس الاتجاه على عائد الأصل المالي.

إذا كان بيتا الأصل βi1>: يدل ذلك على أن مخاطر الأصل النظامية أقل من مخاطر السوق، وأي زيادة أو انخفاض في عوائد السوق يتوقع أن يكون لها أثر أقل وفي نفس الاتجاه على عائد الأصل المالي .

3.2.السيولة و نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

يعتبر المحللون الماليون السيولة محركًا للتأثير على أسعار الأسهم أثناء إنشاء المحافظ الاستثمارية (Amihud & Medelson,1991)، و وضح Amihud et.al أن لنموذج (CAPM) علاقة بالسيولة حيث أن السيولة تتغير من وقت لآخر ، مما يعني عدم التأكد من جانب المستثمرين ، إذ يتحملون تكاليف معاملاتهم في المستقبل عند حاجتهم لبيع الأصول المالية ، و لأن السيولة تتأثر بمستوى الأسعار و تقلباتها فإن تقلبات السيولة تفرض نوع من المخاطر بازدياد مخاطر تدفقات النقد الأساسية ، ويقدم نموذج (CAPM)تأثير مخاطر سيولة الورقة المالية على العائد المتوقع) (Amihud et.al,2005، فإدخال عامل السيولة في نموذج التسعير يحقق التوازن بين عوائد الأسهم ومخاطرها للحد من خطر تقلبات أسعار الأسهم مما يساعد في تنظيم عمل السوق و بالتالي المحافظة على استقراره .

و اقترحAmihud and Mendelsonأن السيولة تؤثر على أسعار الأصول لأن المستثمرين يحتاجون إلى تعويض لتحمل تكاليف المعاملات. تكاليف المعاملات – تُدفع كلما تم تداول الأصل – تشكل سلسلة من التدفقات النقدية الخارجة. القيمة المخصومة لتيار التكلفة هذا تقترب من خسارة القيمة بسبب عدم السيولة ، مما يقلل من قيمة الأصول لأي تدفق نقدي معين يولده الأصل. و بالمثل بالنسبة للأسهم ، من المتوقع أن يكون تأثير عدم السيولة قوياً لأن تسلسل تكلفة معاملاتها غير محدود(Amihud & Mendelson,1986).كما وضح Acharya andPedersen بأن مستوى السيولة يؤثر على العوائد المتوقعة لأن المستثمرين يعرفون أنه في الأسهم الأقل سيولة نسبيًا ، ستؤدي تكاليف المعاملات إلى تآكل المزيد من العائد المحقق. وبالتالي ، يتم تسعير الأسهم الأقل سيولة لتشمل علاوة عدم السيولة.و يؤثر التباين المنهجي في السيولة (مخاطر السيولة) أيضًا على العوائد المتوقعة لأن المستثمرين كذلك تهتم بكيفية اختلاف السيولة عبر دول العالم. وبالتالي ، تم تطوير نماذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث يتم زيادة مخاطر عوائد السوق التقليدية مع مستوى السيولة ومخاطر السيولة (Acharya & Pedersen ,2005)).وكما وضح (Jones, and Amihud, 2002)بأنه هناك علاقة كبيرة بين سيولة السهم وعوائد السهم،تختلف سيولة الأسهم بشكل نظامي حسب سيولة السوق والتي ستحدد في النهاية عائد سهم الشركة ،كما تنبأ السيولة أيضًا بالعائدات المستقبلية وترتبط صدمات السيولة ارتباطًا إيجابيًا بصدمات العائد، و أيضا أظهرت الأبحاث التي أجراها (Bekaert et. al, 2006) أن السيولة مرتبطة بشكل كبير بالعائد ، و يتم تعريف السيولة المرتفعة على أنها مقياس لقدرة المستثمر على بيع أصل ما ، و سيكون من الصعب على البائع القيام ببيع الأصول غير السائلة بحيث يكون لها تأثير على انخفاض أسعار الأصول مما يؤدي إلى انخفاض معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمرون (Violita&Soeharto,2019).

فالسيولة مهمة لتسعير الأصول، حيث يتم تداول الأصول والأصول غير السائلة ذات تكاليف المعاملات المرتفعة بأسعار منخفضة مقارنة بالتدفقات النقدية المتوقعة ، أي متوسط السيولة مسعر، فالسيولة عامل مهم في تسعير الأصول المالية لأنها معبرة عن أداء الجهة المصدرة للسهم والقدرة على تداوله في سوق الأوراق المالية من جانب آخر (Shams et al. ,2010).

3.مفهوم عائد السهم و تصنيفاته:

يعتبر العائد مؤشر أساسي لقياس الأوراق المالية بغرض المفاضلة بينها في مجال الاستثمار ، والذي يعد المقياس المناسب الذي يتم من خلاله ترتيب الأسهم والمفاضلة فيما بينها ، ويعتبر العائد الهدف الرئيسي من الاستثمار حيث إن الاحتفاظ بالأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي يمكن تحقيقه على هذه الأموال، وبالتالي فإن العائد يعتبر هو الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولا تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة للعائد قدر الإمكان ،و عرف العائد عموما بأنه مستوى الأرباح التي يتمتع بها المستثمرون مقابل استثمار تم إجراؤه ، و عوائد الأسهم هي الدخل الذي يحصل عليه المساهمون نتيجة استثمارهم في شركات معينة(Violita& Soeharto,2019)، وتم تعريف عوائد الأسهم بأنها التغيرات في أسعار الأسهم مضافا إليها التغيرات المتحققة خلال مدة شراء الأسهم (Moodi&Hajiha ,2013) .

أما بالنسبة لتصنيفات العائد فيمكن التمييز بين ثلاثة معدلات للعائد هي:

- **معدل العائد الفعلي (أو المتحقق) (Actual Return)**:وهو عبارة عن المكاسب (أو الخسائر) الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن، و يتمثل العائد الفعلي بقيمة التدفقات النقدية المتأتية خلال فترة اقتنائه

(الحشايشي ،2018) ، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية الجارية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً منهما ، ويحسب معدل العائد المتحقق من الاستثمار بالأسهم العادية بالعلاقة التالية (أبو عمرو ،2014):

$$R_{it} = \frac{(P_1 - P_0) + D_{it}}{P_0}$$

حيث أن:

Rit :معدل العائد المتحقق على السهم iفي الفترة t.

P1: سعر السهمi في نهاية الفترة .

P0 :سعر السهمiفي بداية الفترة

Dit : التوزيعات النقدية على السهمiفي الفترةt.

- **معدل العائد المتوقع (Expected Return)** :عرف العائد المتوقع على انه المتوسط الموزون لنتائج العائد المحتمل إذ تكون كل نتيجة مرتبطة باحتمال حدوثه (Hall,2012) ،فعندما نتحدث عن العائد المتوقع فهذا يعني حالة عدم التأكد والتي يكون فيها صعوبة تحديد العائد المتوقع وان المستثمر سوف يواجه صعوبة في تحديد هذا العائد ، لذلك يسعى المستثمر إلى تقدير العائد المتوقع إذ أن ذلك يساعده على تحديد المخاطر المحيطة بهذا العائد ، ويحسب وفق المعادلة التالية :

$$(r) = \sum R \times PrE$$

حيث أن :

(r)= العائد المتوقع

R= مجموع العائد المتوقع خلال الفترة

Pr= احتمال حدوث العائد

- **معدل العائد المطلوب (Required Return)**: هو أدنى عائد للاستثمار الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم تعويضا عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال، والمخاطرة لمصاحبة لذلك الاستثمار(الحسني و الدوري ،2000) ، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة ، وبطبيعة الحال يقبل المستثمر بنوع من أنواع الاستثمار المقترحة أمامه إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإنه يرفض الاستثمار (أبو عمرو ،2014) ، و ويحسب هذا العائد وفق المعادلة التالية (سليماني و بصيري ، 2020) :

معدل العائد المطلوب= معدل العائد الخالي من المخاطرة + (معدل عائد محفظة السوق المالية – معدل العائد الخالي من المخاطرة)* معامل بيتا

وان نمـوذج CAMP يدل على معدل العائد المطلوب على الأصول ، ويحسب معدل العائد المطلوب وفق المعادلة الآتية:

$$E(Ri) = Rf + \beta i[E(Rm) - Rf]$$

وفي دراستنا سنقوم باستخدام معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP و التي تم ذكرها في الفقرات السابقة لحساب العوائد المقدرة التي هي إحدى متغيرات دراستنا .

النتائج و المناقشة :

تمت الدراسة التطبيقية على مرحلتين حيث تم في المرحلة الأولى حساب مقاييس سيولة الأسهم والعوائد في سوق دمشق للأوراق المالية، وفي المرحلة الثانية تم اختبار فرضيات الدراسة .

أولا.تم حساب مقاييس السيولة و هي :

1.مقياس معدل الدوران (The turnover rate):

وتم حساب معدل الدوران وفق المعادلة الآتية:

معدل الدوران = حجم التداول / عدد الأسهم المصدرة

تم الحصول على حجم التداول من مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية حيث تم حساب متوسط حجم التداول لكل عام وتم أخذ متوسط عدد الأسهم المصدرة، حيث يعرض الجدول (3) نسب السيولة مقاسة (بمعدل الدوران) لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2010 حتى نهاية 2020.

الجدول رقم (3): معدل الدوران لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

الشركة -العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
الاهلية للنقل	0.75	0.02	0.18	0.86	0.1	0.03	0.18	0.82	0.21	0.01	0.2
الاهلية للزيوت	0.21	0.07	0.76	0.24	0.04	0.87	0.76	0.03	0.35	0.01	0.21
المتحدة للنشر	0.05	0.87	0.2	0.84	0.1	0.01	0.2	-0.03	0.75	0.82	0.35
البنك الاهلي	0.86	0.01	0.21	0.1	0.84	0.01	0.21	0.87	0.21	0.09	0.75
البنك العربي	0.24	0.82	0.35	0.04	0.11	0.82	0.35	0.01	0.05	0.13	0.21
بنك الشرق	0.84	0.03	0.75	0.1	0.8	0.09	0.75	0.01	0.86	0.02	0.05
بنك قطر	0.1	0.03	0.21	0.84	0.19	0.13	0.21	0.82	0.24	0.91	0.86
فرنسبنك	0.04	0.87	0.21	-0.09	0.75	0.1	0.8	-0.09	0.84	0.01	0.24
المصرف الدولي للتجارة	0.1	0.01	0.05	0.13	0.21	0.84	0.19	0.13	0.1	0.01	0.84
بنك بيمو	0.84	0.01	0.86	0.02	0.05	0.11	0.04	0.02	0.04	0.79	0.1
سورية والمهجر	0.11	0.82	0.24	0.91	0.86	0.8	0.03	-0.35	0.01	0.21	0.1
سوريا والاردن	0.8	-0.09	0.84	-0.01	0.24	0.19	0.03	-0.35	0.01	0.21	0.1
بيبلوس	0.19	0.13	0.1	0.01	0.84	0.04	-0.03	0.75	0.82	0.35	0.04
الدولية للتأمين	0.04	0.02	0.04	0.79	0.1	0.09	0.87	0.21	0.09	0.75	0.1
الوطنية للتأمين	0.09	0.91	0.1	0.14	0.04	0.98	0.03	0.35	0.01	0.21	0.1
المتحدة للتأمين	0.98	-0.01	0.84	0.74	0.1	0.03	0.1	0.01	0.84	0.04	0.1
التعاوني للتأمين	0.046	0.01	0.11	0.05	0.84	0.83	0.04	0.79	0.1	0.09	0.04

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

2. مقياس السيولة وفقا لحجم التداول(Trade volume) :

يتم قياس السيولة على أساس الحجم(كحجم أو كمية معينة من الأسهم في اليوم أو الأسبوع أو الشهر أو السنة)، على النحو التالي:

$$Vi = \sum t \ Pit * Qit$$

حيث يعرض الجدول (4) نسب السيولة مقاسة (بحجم التداول) لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2010 حتى نهاية 2020.

الجدول رقم (4): حجم التداول لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

الشركة - العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
الاهلية للنقل	0.75	0.02	0.18	0.86	0.1	0.03	0.18	0.82	0.21	0.01	0.2
الاهلية للزيوت	0.21	0.07	0.76	0.24	0.04	0.87	0.76	0.03	0.35	0.01	0.21
المتحدة للنشر	0.05	0.87	0.2	0.84	0.1	0.01	0.2	0.03	0.75	0.82	0.35
البنك الاهلي	0.86	0.01	0.21	0.1	0.84	0.01	0.21	0.87	0.21	0.09	0.75
البنك العربي	0.24	0.82	0.35	0.04	0.11	0.82	0.35	0.01	0.05	0.13	0.21
بنك الشرق	0.84	0.03	0.75	0.1	0.8	0.09	0.75	0.01	0.86	0.02	0.05
بنك قطر	0.1	0.03	0.21	0.84	0.19	0.13	0.21	0.82	0.24	0.91	0.86
فرنسبنك	0.04	0.87	0.21	0.09	0.75	0.1	0.8	0.09	0.84	0.01	0.24
المصرف الدولي للتجارة	0.1	0.01	0.05	0.13	0.21	0.84	0.19	0.13	0.1	0.01	0.84
بنك بيمو	0.84	0.01	0.86	0.02	0.05	0.11	0.04	0.02	0.04	0.79	0.1
سورية والمهجر	0.11	0.82	0.24	0.91	0.86	0.8	0.03	0.35	0.01	0.21	0.1
سوريا والاردن	0.8	0.09	0.84	0.01	0.24	0.19	0.03	0.35	0.01	0.21	0.1
بيبلوس	0.19	0.13	0.1	0.01	0.84	0.04	0.03	0.75	0.82	0.35	0.04
الدولية للتأمين	0.04	0.02	0.04	0.79	0.1	0.09	0.87	0.21	0.09	0.75	0.1
الوطنية للتأمين	0.09	0.91	0.1	0.14	0.04	0.98	0.03	0.35	0.01	0.21	0.1
المتحدة للتأمين	0.98	0.01	0.84	0.74	0.1	0.03	0.1	0.01	0.84	0.04	0.1
التعاوني للتأمين	0.046	0.01	0.11	0.05	0.84	0.83	0.04	0.79	0.1	0.09	0.04

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

3.مقياس القيمة السوقية والحجم(size):

وتم حساب هذه النسبة وفقا للمعادلة التالية:

size=Pt*Nt

حيثPtهو السعر في الوقت t للسهم وNtيمثل عدد الأسهم القائمة للسهم في الوقتt.

وهنا تم حساب متوسط قيمة Pt لكل سنة، إذ يمثل هذا المؤشر القيمة السوقية للسهم لكل الشركات عينة الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية، ويعرض الجدول (5) نسب السيولة لأسهم الشركات عينة الدراسة و فق مقياس (**size**) خلال الفترة من 2010 حتى 2020.

الجدول رقم (5): مقياس القيمة السوقية لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

الشركة - العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
الاهلية للنقل	1.43	2.54	3.19	3.03	1.24	1.56	1.12	1.35	1.53	1.38	1.5
الاهلية للزيوت	3.22	2.56	2.54	2.11	1.99	1.54	1.76	1.87	1.54	1.32	1.33
المتحدة للنشر	4.13	4.57	4.49	3.56	4.31	4.55	3.22	5.01	4.1	2.12	3.12
البنك الاهلي	1.39	1.31	1.29	1.27	1.28	1.36	1.25	1.19	1.15	1.17	1.12
البنك العربي	1.58	1.23	1.21	1.24	1.29	1.39	1.29	1.19	1.19	1.19	1.19

1.18	1.22	1.2	1.33	1.65	1.65	1.36	1.23	1.23	1.21	1.39	**بنك الشرق**
1.01	1.01	1.04	1.01	1.01	1.21	1.18	1.01	1.01	1.21	1.18	**بنك قطر**
3.56	4.25	4.24	3.84	4.81	4.53	3.66	3.35	3.37.	2.99	3.85	**فرنسبنك**
1.07	1.15	1.14	1.12	1.15	1.18	1.28	1.25	1.21	1.18	1.36	**المصرف الدولي للتجارة**
1.15	1.17	1.15	1.14	1.11	1.13	1.13	1.13	1.13	1.14	1.17	**بنك بيمو**
1.1	1.09	1.08	1.09	1.12	1.14	1.12	1.11	1.11	1.11	1.13	**سورية والمهجر**
1.09	1.11	1.07	1.08	1.11	1.13	1.14	1.16	1.17	1.22	1.24	**سوريا والاردن**
1.2	1.18	1.15	1.15	1.27	1.49	1.31	1.28	1.28	1.27	1.46	**بيبلوس**
7.08	6.74	6.74	6.82	5.09	3.46	3.03	3.48	3.4	3.58	2.52	**الدولية للتأمين**
1.55	1.47	1.45	1.29	1.16	0.97	0.84	1.42	1.92	1.86	1.36	**الوطنية للتأمين**
1.32	1.25	1.23	0.85	0.76	0.49	0.41	1.12	2.63	2.34	1.41	**المتحدة للتأمين**
5.34	5.34	4.65	4.23	3.53	2.34	2.3	1.89	1.34	2.43	1.34	**التعاوني للتأمين**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

4.نسبة سيولة (AMIVEST):

و يتم قياس نسبة السيولة ل AMIVESTكمايلي :

$$1/N \sum_{t=1}^{t=n} \frac{volume}{\frac{(Pt-Pt-1)}{Pt-1}}$$

حيث أن:

N هو عدد أيام التداول في السنة y

Pتشير إلى مؤشر الأسعار.

Tتشير إلى الفترة الزمنية.

Volumeحجم التداول اليومي .

وفي هذه الدراسة، تم حساب حجم التداول (تم شرحه في الفقرة السابقة)، وحساب التغيير في الأسعار بالاعتماد على أسعار الإغلاق والافتتاح لكل سهم من الشركات المدرجة عينة الدراسة، ويعرض الجدول (6) نسب السيولة لأسهم الشركات عينة الدراسة وفق مقياس (**AMIVEST**) خلال الفترة من 2010 حتى 2020.

الجدول رقم (6):مقياس AMIVESTلأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	الشركة - العام
0.79	0.54	0.33	0.95	0.58	0.79	0.58	0.06	0.18	0.36	0.36	**الاهلية للنقل**
0.02	0.51	0.83	0.05	0.65	0.02	0.65	0.93	0.81	0.65	0.29	**الاهلية للزيوت**
0.14	0.69	0.33	-0.15	0.35	0.14	0.35	-0.03	0.4	0.64	0.45	**المتحدة للنشر**
0.85	0.65	0.87	0.76	0.56	0.85	0.56	0.16	0.27	0.01	0.13	**البنك الاهلي**
-0.01	0.14	0.28	0.56	0.54	-0.01	0.54	0.33	0.95	0.58	0.79	**البنك العربي**
0.23	0.88	0.19	0.06	0.51	0.23	0.51	0.83	0.05	0.65	0.02	**بنك الشرق**
0.78	0.32	0.55	0.93	0.69	0.78	0.69	0.33	-0.15	0.35	0.14	**بنك قطر**
0.00	0.18	0.77	-0.03	0.65	0	0.65	0.87	0.76	0.56	0.85	**فرنسبنك**
0.76	0.56	0.85	0.56	0.16	0.27	0.14	0.28	0.56	0.54	-0.01	**المصرف الدولي للتجارة**

بنك بيمو	0.23	0.51	0.06	0.19	0.88	0.95	0.33	0.54	-0.01	0.54	0.56
سورية والمهجر	0.78	0.69	0.93	0.55	0.32	0.05	0.83	0.51	0.23	0.51	0.06
سوريا والاردن	0	0.65	-0.03	0.77	0.18	0.64	0.4	-0.03	0.35	0.14	0.35
بيبلوس	0.36	0.14	0.16	0.05	0.81	0.01	0.27	0.16	0.56	0.85	0.56
الدولية للتأمين	0.23	0.88	0.33	0.73	0.4	0.58	0.95	0.33	0.54	-0.01	0.54
الوطنية للتأمين	-0.03	0.32	0.83	0.49	0.27	0.65	0.05	0.83	0.51	0.23	0.51
المتحدة للتأمين	0.09	0.18	0.33	0.3	0.95	0.35	-0.15	0.33	0.69	0.78	0.69
التعاوني للتأمين	0.1	0.81	0.87	0.69	0.05	0.64	0.4	-0.03	0.35	0.14	0.35

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

5.نسبة سيولة (AMIHUD) :

و تم قياس نسبة السيولة ل **AMIHUD**كمايلي :

$$1/N \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\frac{(Pt-Pt-1)}{Pt-1}}{Volume}$$

حيث أن:

N هو عدد أيام التداول في السنة y

Pتشير إلى مؤشر الأسعار .

tتشير إلى الفترة الزمنية .

Volumeحجم التداول اليومي.

و في هذه الدراسة، تم حساب حجم التداول (تم الشرح عنه في الفقرة السابقة)، وحساب التغيير في الأسعار بالاعتماد على أسعار الإغلاق و الافتتاح لكل سهم من الشركات المدرجة عينة الدراسة، و يعرض الجدول (7) نسب السيولة لأسهم الشركات عينة الدراسة وفق مقياس (**AMIHUD**) خلال الفترة من 2010 حتى 2020.

الجدول رقم (7):مقياس AMIHUDلأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

الشركة - العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
الاهلية للنقل	0.249	0.494	0.19	0.227	0.513	0.227	0.249	0.494	0.19	0.227	0.513
الاهلية للزيوت	0.238	0.557	0.248	0.226	0.579	0.226	0.238	0.557	0.248	0.226	0.579
المتحدة للنشر	0.435	0.58	0.274	-0.22	0.614	0.22	0.435	-0.58	0.274	0.22	0.614
البنك الاهلي	0.478	0.656	0.117	0.206	0.652	0.206	0.478	0.656	0.117	0.206	0.652
البنك العربي	0.271	0.561	0.122	0.18	0.56	-0.18	0.271	0.561	0.122	0.18	-0.56
بنك الشرق	0.405	0.642	0.098	0.153	0.65	0.153	0.405	0.642	0.098	0.153	0.65
بنك قطر	0.264	0.535	-0.002	0.159	0.531	0.159	0.264	0.535	0.002	0.159	0.531
فرنسبنك	0.278	0.498	0.082	0.143	0.522	0.143	0.278	0.498	0.08	0.143	0.52
المصرف الدولي للتجارة	-0.494	0.527	0.143	0.102	0.585	0.102	0.494	0.527	0.143	0.102	0.585
بنك بيمو	0.382	0.545	0.056	0.08	0.565	0.08	0.382	0.545	-0.056	0.08	0.565
سورية والمهجر	0.183	0.424	0.176	0.067	0.448	0.067	0.183	0.424	0.176	0.067	0.448

سوريا والاردن	0.272	0.559	-0.204	0.062	0.606	0.062	0.606	0.272	-0.559	0.204	0.062	0.606
بيبلوس	0.168	0.589	0.048	0.065	0.598	0.065	0.598	0.168	0.589	0.048	0.065	0.598
الدولية للتأمين	0.382	0.545	0.056	0.08	0.565	0.08	0.565	0.382	0.545	0.056	-0.08	0.565
الوطنية للتأمين	-0.183	0.424	0.176	0.067	0.448	0.067	0.448	0.183	0.424	0.176	0.067	0.448
المتحدة للتأمين	0.272	0.559	0.204	0.062	0.606	0.062	0.606	-0.272	0.559	0.204	0.062	0.606
التعاوني للتأمين	0.168	0.589	0.048	0.065	0.598	0.065	0.598	0.168	-0.589	0.048	0.065	0.598

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

6.مقياس العوائد الصفرية(Zero Return):

مقياس العائد الصفريZR، محسوبًا على أنه عدد الأيام التي كان بها العائد يساوي الصفر (ZR #)،مقسوماً على إجمالي عدد أيام التداول في كل شهر**D**، و يعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$ZR = \#ZR \,/\, D$$

وقد تم حساب المعاملات ذات العوائد الصفرية بالاعتماد على الأيام التي لم يتم فيها بيع للسهم، ويعرض الجدول (8) نسب السيولة لأسهم الشركات عينة الدراسة وفق مقياس (**ZeroReturn**) خلال الفترة من 2010 حتى 2020.

الجدول رقم (8):مقياس Zero Returnلأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

الشركة ـ العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
الاهلية للنقل	0.438	0.228	0.225	0.424	0.391	0.136	0.145	0.228	0.225	0.424	0.391
الاهلية للزيوت	0.407	0.258	0.011	0.45	0.4	0.147	0.183	0.258	0.011	0.45	0.4
المتحدة للنشر	0.401	0.494	0.239	0.444	0.419	0.194	0.162	0.494	0.239	0.444	0.419
البنك الاهلي	0.422	0.467	0.265	0.459	0.438	0.08	0.101	0.467	0.265	0.459	0.438
البنك العربي	0.472	0.185	0.131	0.411	0.432	0.082	0.072	0.185	0.131	0.411	0.432
بنك الشرق	0.464	0.46	0.423	0.44	0.421	0.149	0.198	0.46	0.423	0.44	0.421
بنك قطر	0.452	0.371	0.321	0.371	0.453	0.124	0.14	0.371	0.321	0.371	0.453
فرنسبنك	0.442	0.207	0.228	0.192	0.34	0.065	0.101	0.207	0.23	0.192	0.34
المصرف الدولي للتجارة	0.38	0.282	0.354	0.358	0.417	0.093	0.063	0.282	0.354	0.358	0.417
بنك بيمو	0.429	0.413	0.432	0.348	0.416	0.129	0.057	0.413	0.432	0.348	0.416
سورية والمهجر	0.415	0.204	0.309	0.308	0.353	0.206	0.227	0.204	0.309	0.308	0.353
سوريا والاردن	0.399	0.09	0.212	0.153	0.289	0.198	0.208	-0.09	0.212	0.153	0.289
بيبلوس	0.464	0.46	0.423	0.44	0.421	0.149	0.198	0.46	0.423	0.44	0.421
الدولية للتأمين	0.452	0.371	0.321	0.371	0.453	0.124	0.14	0.371	0.321	0.371	0.453
الوطنية للتأمين	0.442	0.207	0.228	0.192	0.34	0.065	0.101	0.207	0.228	0.192	0.34
المتحدة للتأمين	0.38	0.282	0.354	0.358	0.417	0.093	0.063	0.282	0.354	0.358	0.417
التعاوني للتأمين	0.429	0.413	0.432	0.348	0.416	0.129	0.057	0.413	0.432	0.348	0.416

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

ثانيا .**حساب العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:**

ويعبر عن CAPM رياضياً بالمعادلة التالية(Machado&Machado,2014):

$$E(Ri) = Rf + \beta i[\, E(Rm) - Rf \,]$$

الذي تم الشرح عنه في الفقرات السابقة.

و في هذه الدراسة، يتم حساب معالم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

- **بيتا (المخاطر النظامية) βi :**

و يتم قياس معامل بيتا من خلال المعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{COV(i,m)}{\delta_m^2} = \frac{COV(i,m)}{VAR_m}$$

وبناء على معادلة بيتا التي تم الشرح عنها في الفقرات السابقة ، تم قياس بيتا إذ يوضح الجدول (9) نتائج قياس معامل بيتا لأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة من 2010 حتى 2020.

الجدول رقم(9):مقياس معامل بيتاiβلأسهم الشركات عينة الدراسة خلال الفترة (2010–2020).

الشركة - العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
الاهلية للنقل	0.04	0.04	0.035	0.043	0.056	0.038	0.037	0.042	0.039	0.045	0.035
الاهلية للزيوت	0.023	0.018	0.02	0.031	0.034	0.028	0.02	0.028	0.016	0.021	0.017
المتحدة للنشر	0.012	0.014	0.013	0.011	0.023	0.012	0.011	0.013	0.013	0.014	0.011
البنك الاهلي	0.06	0.056	0.048	0.043	0.053	0.06	0.056	0.048	0.043	0.056	0.043
البنك العربي	0.046	0.042	0.041	0.044	0.032	0.046	0.042	0.041	0.04	0.042	0.043
بنك الشرق	0.08	0.06	0.04	0.054	0.063	0.08	0.05	0.04	0.054	0.06	0.054
بنك قطر	0.034	0.034	0.038	0.034	0.033	0.034	0.034	0.035	0.027	0.032	0.024
فرنسبنك	0.025	0.028	0.027	0.022	0.019	0.025	0.028	0.027	0.03	0.023	0.02
المصرف الدولي للتجارة	0.043	0.039	0.038	0.035	0.03	0.043	0.039	0.038	0.028	0.039	0.038
بنك بيمو	0.042	0.047	0.048	0.034	0.028	0.042	0.038	0.048	0.034	0.047	0.034
سورية والمهجر	0.012	0.018	0.017	0.012	0.015	0.017	0.015	0.013	0.012	0.019	0.012
سوريا والاردن	0.045	0.048	0.043	0.035	0.034	0.028	0.038	0.043	0.025	0.048	0.011
بيبلوس	0.014	0.016	0.015	0.017	0.02	0.019	0.015	0.02	0.013	0.017	0.016
الدولية للتأمين	0.047	0.041	0.044	0.034	0.037	0.028	0.028	0.031	0.03	0.029	0.027
الوطنية للتأمين	0.017	0.013	0.015	0.016	0.012	0.01	0.013	0.016	0.015	0.017	0.016
المتحدة للتأمين	0.019	0.021	0.016	0.018	0.019	0.016	0.017	0.02	0.015	0.017	0.018
التعاوني للتأمين	0.028	0.024	0.022	0.028	0.017	0.023	0.024	0.027	0.015	0.02	0.022

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

- **معدل العائد الخالي من المخاطر Rf:**

وفي هذه الدراسة، تم اعتماد أذونات الخزينة كأصل خالي الخطر وتم الحصول على البيانات من مصرف سورية المركزي .

وبعد حساب معالم معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسماليةCAPM تم تقدير العوائد ، إذ يعرض الجدول (10) العوائد المقدرة لكل سهم من أسهم الشركات عينة الدراسة بشكل متوسط سنوي خلال الفترة من كانون الثاني 2010 حتى نهاية كانون الأول 2020.

الشركة - العام	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010

0.630	1.023	1.020	1.030	1.020	1.025	1.042	1.025	1.023	1.012	1.025	**الاهلية للنقل**
0.611	1.010	1.005	1.017	1.009	1.016	1.008	1.019	1.025	1.012	1.013	**الاهلية للزيوت**
0.608	1.007	1.006	1.005	1.004	1.006	1.004	1.004	1.002	1.002	1.009	**متحدة للنشر**
0.632	1.022	1.019	1.031	1.021	1.032	1.028	1.025	1.028	1.053	1.017	**البنك الأهلي**
0.634	1.020	1.021	1.010	1.022	1.026	1.018	1.025	1.033	1.033	1.022	**العربي**
0.634	1.009	1.006	1.012	1.008	1.020	1.007	1.006	1.035	1.014	1.017	**ابنك لشر**
0.616	1.005	1.005	1.017	1.005	1.011	1.006	1.004	1.020	1.011	1.006	**بنك قطر**
0.614	1.011	1.008	1.025	1.010	1.015	1.004	1.012	1.040	1.014	1.008	**فرنسبنك**
0.629	1.014	1.016	1.032	1.014	1.016	1.005	1.012	1.038	1.005	1.015	**المصرف الدولي للتجارة**
0.625	1.020	1.014	1.040	1.014	1.023	1.014	1.018	1.045	1.028	1.025	**بنك بيمو**
0.609	1.009	1.005	1.007	1.007	1.008	1.008	1.006	1.005	1.010	1.007	**سوريا والمهجر**
0.610	1.106	1.013	1.014	1.030	1.016	1.018	1.021	1.006	1.033	1.022	**بنك الاردن**
0.613	1.003	1.007	1.005	1.012	1.002	1.013	1.007	1.005	1.009	0.970	**بنك بيبلوس**
0.618	1.044	1.016	0.932	1.018	1.018	1.015	1.009	1.013	1.023	1.008	**دولية للتأمين**
0.612	1.020	1.007	1.004	1.009	1.010	1.002	1.005	1.006	1.007	1.006	**وطنية تأمين**
0.612	1.026	1.008	1.003	1.004	1.005	1.003	1.003	1.007	1.005	1.004	**متحدة للتأمين**
0.620	1.044	1.008	1.015	1.003	1.005	1.003	1.003	1.016	1.006	1.006	**تعاوني للتأمين**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

ثالثا.نتائج الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

تم استخدام معادلة الانحدار البسيط حيث تم الاعتماد على الصيغة:

$$rp = \gamma 0 + \gamma 1 \beta p + ui$$

للحصول علىنتائج تحليل الانحدار الخاص بالمحافظ الاستثمارية و اختبار أثر محافظ السيولة في العوائد

نتائج تحليل العلاقة بين محافظالسيولةومعدل العائد:

تشكيل محافظ السيولة: بعد حساب مقاييس السيولة تم ترتيب أسهم الشركات بحسب سيولتها تصاعدياً،وتم إنشاء أربع محافظ من أسهم الشركات بالاعتماد على كل مقياس سيولة على حدة(انظر الملاحق من 1 إلى 6)حيث يعرض نتائج تشكيل محافظ السيولة وفق المقاييس الستة المستخدمة في قياس السيولة .

و ثم تمّ استخدام متوسط العائد السنويrp وفق الصيغة التالية $rp = \gamma 0 + \gamma \text{ami} p + ui$ للحصول على نتائج العلاقة بين محافظ سيولة السهم ومعدل العائد، و فيما يلي نتائج تحليل الانحدار بين مقاييس السيولة و معدل العائد المقدر.

و الجدول (11) يعرض نتائج تحليل الانحدار بين مقياس معدل الدوران (سيولة السهم) ومعدل العائد :

		multiple R-Square					
P-value	F-stat		p-value	t-stat	St.Error	estimator	parameter
0.0124	1.0876	0.6122	0.0753	1.2353	0.00232	0.00112	γ0
			0.6234	0.2143	0.0254	0.0012	γ1

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج Spss-23

من الجدول أعلاه نجد ما يلي:

(1) $\gamma 0>0$ ، يكون معدل الفائدة الخالي من المخاطر موجباً، وتظهر إحصائية اختبار t أنه لا يختلف كثيراً عن 0.

(2) $\gamma 1>0$ ، القيمة المقدرة لـ $\gamma 1$ هي 0.00112، وعند مستوى الثقة 95% ، يكون لإحصاء اختبار t القيمة 0.2143، مما يشير إلى أن معامل الانحدار $\gamma 1$ لا يختلف كثيرًا عن صفر. نظرًا لأن $\gamma 1$ايجابي، يمكننا أن نرى أنه في سوق الأسهم في دمشق، يوجد ارتباط إيجابي بين سيولة محفظة الاسهم ومعدل العائد المتوقع كما هو موضح بواسطة CAPM، و من الجدير بالذكر أن معامل الانحدار R=0.6122 بقيمة احتمالية بلغت 0.0124 وهو دال إحصائياً، أي أن المتغيرات الداخلة في النموذج قادرة على تفسير حوالي 61.22% من التغيرات في المتغير التابع (معدل العائد)، بمعنى آخر ان كلما ارتفعت سيولة الاسهم ازداد معدل العائد المتوقع. وهو ما يحقق الفرضية الأولى :الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

و الجدول (12) يعرض نتائج تحليل الانحدار بين مقياس حجم التداول (سيولة السهم) ومعدل العائد:

		multiple R-Square					
P-value	F-stat		p-value	t-stat	St.Error	estimator	parameter
0.000	1.55322	0.7633	0.5613	1.0086	0.0044	0.00115	γ0
			0.7524	0.2231	0.0331	0.0033	γ1

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج Spss-23

من الجدول أعلاه نجد ما يلي:

(1) $\gamma 0>0$ ، يكون معدل الفائدة الخالي من المخاطر موجبًا، وتظهر إحصائية اختبار t أنه لا يختلف كثيرًا عن الصفر.

(2) $\gamma 1>0$ ، القيمة المقدرة لـ $\gamma 1$ هي 0.0033 ، وعند مستوى الثقة95% ، يكون لإحصاء اختبار t القيمة 0.2231، مما يشير إلى أن معامل الانحدار $\gamma 1$ لا يختلف كثيرًا عن صفر. نظرًا لأن $\gamma 1$ايجابي، يمكننا أن نرى أنه في سوق الأسهم في دمشق، يوجد ارتباط إيجابي بين سيولة محفظة الاسهم ومعدل العائد المتوقع. كما هو موضح بواسطة CAPM.

مع الإشارة إلى أن معامل الانحدار R=0.7633 بقيمة احتمالية بلغت 0.000 وهو دال إحصائياً، أي أن المتغيرات الداخلة في النموذج قادرة على تفسير حوالي 76.33% من التغيرات في المتغير التابع (معدل العائد)، بمعنى آخر ان كلما ارتفعت سيولة الاسهم ازداد معدلالعائد المتوقع ، وهو ما يحقق الفرضية الأولى :الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

و الجدول (13) يعرض نتائج تحليل الانحدار بين مقياس القيمة السوقية والحجم (سيولة السهم) ومعدل العائد.

		multiple R-Square					
P-value	F-stat		p-value	t-stat	St.Error	estimator	parameter
0.009	7.1764	0.7092	0.0824	1.5322	0.00549	0.00125	γ0
			0.6584	0.3456	0.01	0.0009	γ1

من الجدول أعلاه نجد ما يلي:

(1) $\gamma 0>0$ ، يكون معدل الفائدة الخالي من المخاطر موجباً، وتظهر إحصائية اختبار t أنه لا يختلف كثيرًا عن 0.

(2) $\gamma 1>0$ ، القيمة المقدرة لـ $\gamma 1$ هي 0.0009 ، وعند مستوى الثقة95% ، يكون لإحصاء اختبار t القيمة 0.3456، مما يشير إلى أن معامل الانحدار $\gamma 1$ لا يختلف كثيرًا عن صفر. نظرًا لأن $\gamma 1$ايجابي، يمكننا أن نرى أنه في سوق الأسهم في دمشق، يوجد ارتباط إيجابي بين سيولة محفظة الاسهم ومعدل العائد المتوقع كما هو موضح بواسطة CAPM.

مع الإشارة إلى أن معامل الانحدار R=0.7092 بقيمة احتمالية بلغت 0.009 وهو دال إحصائياً، أي أن المتغيرات الداخلة في النموذج قادرة على تفسير حوالي 70.92% من التغيرات في المتغير التابع (معدل العائد)، بمعنى آخر ان كلما ارتفعت سيولة الاسهم ازداد معدل العائد المتوقع ، وهو ما يحقق الفرضية الأولى : الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

و الجدول (14) يعرض نتائج تحليل الانحدار بين مقياسAMIHUDومعدل العائد

		multiple R-Square					
P-value	F-stat		p-value	t-stat	St.Error	estimator	parameter
0.0001	1.18566	0.6956	0.0891	1.6453	0.00221	0.00213	γ0
			0.7864	0.2343	0.0176	0.0074	γ1

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج Spss-23

من الجدول أعلاه نجد ما يلي:

(1) $\gamma 0>0$ ، يكون معدل الفائدة الخالي من المخاطر موجبًا ، وتظهر إحصائية اختبار t أنه لا يختلف كثيرًا عن 0.

(2) $\gamma 1>0$ ، القيمة المقدرة لـ $\gamma 1$ هي 0.0074 ، وعند مستوى الثقة95% ، يكون لإحصاء اختبار t القيمة 0.2343، مما يشير إلى أن معامل الانحدار $\gamma 1$ لا يختلف كثيرًا عن صفر. نظرًا لأن $\gamma 1$ايجابي، يمكننا أن نرى أنه في سوق الأسهم في دمشق، يوجد ارتباط إيجابي بين سيولة محفظة الاسهم ومعدل العائد المتوقع كما هو موضح بواسطة CAPM.

مع الإشارة إلى أن معامل الانحدار R=0.6956 بقيمة احتمالية بلغت 0.001 وهو دال إحصائياً، أي أن المتغيرات الداخلة في النموذج قادرة على تفسير حوالي 69.56% من التغيرات في المتغير التابع (معدل العائد)، بمعنى آخر ان كلما ارتفعت سيولة الاسهم ازداد معدلالعائد المتوقع، وهو ما يحقق الفرضية الأولى : الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

و الجدول (15) يعرض نتائج تحليل الانحدار بين مقياس سيولة السهم Zero Returnومعدل العائد:

		multiple R-Square					
P-value	F-stat		p-value	t-stat	St.Error	estimator	parameter
0.000	8.1867	0.7634	0.1524	1.7453	0.00113	0.00264	γ0
			0.6584	0.3225	0.0165	0.0021	γ1

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج Spss-23

من الجدول اعلاه نجد ما يلي:

(1) $\gamma 0 > 0$، يكون معدل الفائدة الخالي من المخاطر موجبًا، وتظهر إحصائية اختبار t أنه لا يختلف كثيرًا عن الصفر.

(2) $\gamma 1 > 0$، القيمة المقدرة لـ $\gamma 1$ هي 0.0021، وعند مستوى الثقة95%، يكون لإحصاء اختبار t القيمة 0.3225، مما يشير إلى أن معامل الانحدار $\gamma 1$ لا يختلف كثيرًا عن صفر. نظرًا لأن $\gamma 1$ايجابي، يمكننا أن نرى أنه في سوق الأسهم في دمشق، يوجد ارتباط إيجابي بين سيولة محفظة الاسهم ومعدل العائد المتوقع كما هو موضح بواسطة CAPM.

مع الإشارة إلى أن معامل الانحدار R=0.7634 بقيمة احتمالية بلغت 0.000 وهو دال إحصائياً، أي أن المتغيرات الداخلة في النموذج قادرة على تفسير حوالي 76.34% من التغيرات في المتغير التابع (معدل العائد)، بمعنى آخر ان كلما ارتفعت سيولة الاسهم ازداد معدلالعائد المتوقع، وهو ما يحقق الفرضية الأولى : الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى.

و الجدول (16) يعرض نتائج تحليل الانحدار بين مقياسسيولة السهمAMIVESTومعدل العائد

		multiple R-Square					
P-value	F-stat		p-value	t-stat	St.Error	Estimator	parameter
0.0255	2.15354	0.6635	0.25464	1.1453	0.00335	0.00354	γ0
			0.43450	0.3546	0.0176	0.00500	γ1

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج Spss-23

من الجدول اعلاه نجد ما يلي:

(1) $\gamma 0 > 0$ ، يكون معدل الفائدة الخالي من المخاطر موجباً، وتظهر إحصائية اختبار t أنه لا يختلف كثيراً عن الصفر.

(2) $\gamma 1 > 0$ ، القيمة المقدرة لـ $\gamma 1$ هي 0.0050 ، وعند مستوى الثقة 95% ، يكون لإحصاء اختبار t القيمة 0.3546، مما يشير إلى أن معامل الانحدار $\gamma 1$ لا يختلف كثيرًا عن صفر. نظرًا لأن $\gamma 1$ايجابي، يمكننا أن نرى أنه في سوق الأسهم في دمشق، يوجد ارتباط إيجابي بين سيولة محفظة الاسهم ومعدل العائد المتوقع كما هو موضح بواسطة CAPM.

مع الإشارة إلى أن معامل الانحدار R=0.6635بقيمة احتمالية بلغت 0.0255 وهو دال إحصائياً، أي أن المتغيرات الداخلة في النموذج قادرة على تفسير حوالي 66.35 % من التغيرات في المتغير التابع (معدل العائد)، بمعنى آخر أنهكلما ارتفعت سيولة الأسهم ازداد معدلالعائد المتوقع.

فالنتائج السابقة تشير إلى صحة الفرضية الأولى و القائلة: الأسهم الأكثر تداولا (و بالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى .

وبناءً على نتائج الانحدار السابقة، والمتعلقة بتحليل أثر محافظ السيولة لكل من المقاييس التالية لسيولة السهم المتمثلة في: مقياس معدل الدوران The turnover rate، مقياس السيولة وفقاً لحجم التداول Trade–volume، مقياس القيمة السوقية والحجم (size)، نسبة سيولة (AMIVEST)، نسبة سيولة AMIHUD، العوائد الصفرية Zero Returnفي متوسط عوائد الأسهم(العوائد المقدرة باستخدام CAPM) للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية محل الدراسة. يُلاحظ أن قيم معامل الانحدار كانت مرتبة من الأكثر تأثيراً إلى الأقل تأثيراً كما يلي:

المقياس	قيمة معامل الانحدار
Zero Return	0.7634
TradeVolume	0.7633
Size	0.7092
AMIHUD	0.6956
AMIVEST	0.6635
Turnover Rate	0.6122

إذ تشير النتائج أن مؤشر العوائد الصفرية يليه حجم التداول كان لهما التأثير الأكبر في متوسط العوائد السنوية للأسهم، بينما كان مؤشر معدل الدوران ذو الأقل تأثير في متوسط معدل العوائد، و هذا مايشير إلى صحة الفرضية الثانية و القائلة: يتباين أثر السيولة في العائد تبعا لمؤشر السيولة المستخدم في الحساب.

رابعا. اختبارات تشخيص النموذج المقدر:

1. اختبار الارتباط الذاتي:

من خصائص النموذج الجيد إحصائياً عدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البواقي، إذ ينص الفرض العدم على عدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البواقي، بينما ينص الفرض البديل على وجود ارتباط في سلسلة البواقي، وللتحقق من صحة تلك الفرضية تمّ استخدام اختبار مضاعف لاغرانج للارتباط الذاتي وكانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (17): نتائج اختبار LM للارتباط الذاتي في بواقي النموذج

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

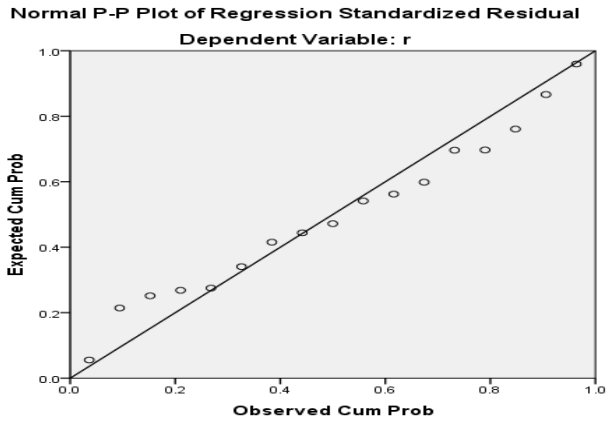
0.1641	Prob. F(2,8)	2.285128	F-statistic
0.0555	Prob. Chi-Square(2)	6.180809	Obs*R-squared

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج EViews10

تشير نتائج الجدول (17) إلى أنّ القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 5%، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة بواقي النموذج.

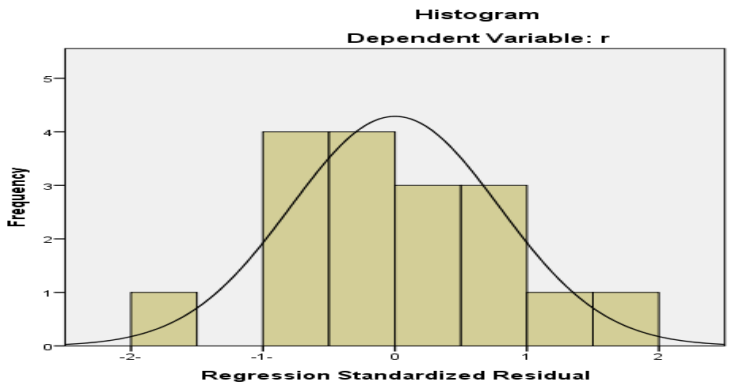
2. اختبار التوزيع الطبيعي:

يمثل خضوع سلسلة البواقي للتوزع الطبيعي من خصائص النموذج الجيد أيضاً، حيث تشير الفرضية العدم إلى أنّ البواقي تتوزع بشكل طبيعي، بينما ينص الفرض البديل إلى أنّ السلسة لا تتبع التوزيع الطبيعي. ويعرض الشكل رقم (1) التمثيل البياني لتوزيع بواقي النموذج:



الشكل رقم (1): التمثيل البياني لتوزيع بواقي النموذج

حتى يكون هناك توزيع طبيعي يجب أنّ تقع النقاط على المستقيم، حيث يشير الرسم البياني إلى أنّ النقاط تقع بشكل قريب من المستقيم. إضافة لما سبق، تمّ الاعتماد على شكل المدرج التكراري رقم (2) والذي يشير إلى أنّ البيانات تتبع التوزيع الطبيعي وفق ما يلي:



الشكل رقم (2): المدرج التكراري البياني لتوزيع بواقي النموذج

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج Spss-23

3. اختبار عدم تجانس التباين:

من الاختبارات المهمة للتأكد من صحة النموذج وصلاحيته، هو اختبار Breusch-Pagan-Godfrey لعدم تجانس التباين، والتي تنص فرضيته العدمية إلى عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين في بواقي النموذج. يوضح الجدول رقم (18) نتائج اختبار Breusch-Pagan-Godfrey:

الجدول رقم (18) نتائج اختبار ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

0.7808	Prob. F(6,10)	0.520726	F-statistic
0.6703	Prob. Chi-Square(6)	4.046982	Obs*R-squared
0.9590	Prob. Chi-Square(6)	1.507361	Scaled explained SS

المصدر: إعداد الباحثة بالاستناد إلى برنامج EViews10

يُلاحظ من الجدول (18) أن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 5%، مما يشير إلى قبول الفرضية العدم التي تنص على ثبات التباين في البواقي.

الاستنتاجات و التوصيات:

هدف هذا البحث إلى اختبار أثر سيولة السهم في العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPMعلى عينة مكون من 17 شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة 20102020 –، وذلك من خلال التحقق من كون الأسهم الأكثر تداولا (وبالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى. حيث تم ترتيب أسهم الشركات بحسب سيولتها تصاعدياً،و ثم إنشاء أربع محافظ من أسهم الشركات بالاعتماد على كل مقياس سيولة على حدة: لاختبار فيما إذ كان هناك أثر لسيولة السهم في عوائد الأسهم للشركات في سوق دمشق للأوراق المالية، بمختلف مقاييس السيولة والتي تمثلت بما يلي: (مقياس معدل الدوران The turnover rate، مقياس السيولة وفقاً لحجم التداول Trade–volume، مقياس القيمة السوقية والحجم (Size)، نسبة سيولة (AMIVEST)، نسبة سيولة AMIHUD، العوائد الصفرية Zero Return).

النتائج و المناقشة:

توصل البحث إلى عدد من النتائج، وفق ما يلي:

1.الأسهم الأكثر تداولا (و بالتالي الأسهم الأكثر سيولة) تحقق عوائد أعلى ، وهذا ما يشير إلى صحة الفرضية الأولى ، إذ تشير مستويات السيولة العالية للأسهم إلى دخول المستثمرين بشكل أكبر للتعامل في السوق لثقة المستثمرين فيه، مما يؤدي لزيادة حجم التداول بشكل كبير، وهو ما يساعد في تعزيز العوائد المحققة للأسهم ، وهذا ما يتفق مع ما جاء به (Dalgaard,2009) إذ قسم السيولة إلى أربع مستويات وفق ما يلي: (أسهم الشركات ذات التداول المكثف بشكل واسع في الأسواق المالية المتطورة، وأسهم للشركات الصغيرة التي تتداول في الأسواق المالية المتطورة، وسيولة الأسهم المتداولة للشركات مع تعويم منخفض، والأسهم ضعيفة التداول خارج السوق المالي، أو المتداولة في الأسواق الناشئة**(حالة سوق دمشق للأوراق المالية)**.

2. أن السيولة عامل مهم في تسعير عوائد الأسهم ، كما جاء في دراسة(Lam&Tam،2011) ، حيث اعتمدت الدراسة إنشاء 25 محفظة لكل عام باستخدام بيانات الأسهم في هونج كونج و بعد أخذ نماذج تسعير الأصول الموثقة جيدًا في الاعتبار ، و من بينها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM ، و يتفق مع

دراسة(Violita&Soeharto,2019)التي توصلت إلى أن سيولة الأسهم لها تأثير إيجابي كبير على عوائد الأسهم، وهذا يدل على أنه كلما زادت سيولة أسهم الشركة ، زادت عوائد الأسهم للشركة.

3.يتباين أثر السيولة في العائد تبعا لمؤشر السيولة المستخدم في الحساب ، و هذا ما يدل على صحة الفرضية الثانية، و كما جاء في دراسة(عمير،2018) إذ كانت نتائج الاختبارات وجود تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لنسبة التغير في حجم التداول على عوائدها الرأسمالية ، وهناك تأثير سلبي لزيادة حجم التداول على عوائد الأسهم لقطاع التأمين في سوق العراق للأوراق المالية.

توصيات البحث والمقترحات المستقبلية:

بناءً على النتائج التي توصل إليها البحث، يوصي البحث بما يلي:

1. ضرورة العمل على تخفيض بدلات وتكاليف الصفقات، بقصد تنشيط حركة التداول من خلال زيادة أوامر البيع والشراء في سوق دمشق للأوراق المالية، مما ينعكس على عملية تنظيم الأسعار واستقرارها الأمر الذي يسهم في تخفيض التقلبات الحادة في الأسعار.

2. ضرورة العمل على توفير أكبر قدر ممكن من المعلومات المتاحة للجماهير، وإتاحتها عبر الوسائل المختلفة من خلال الإسراع بنشر البيانات والتقارير الخاصة بالإفصاح، الامر الذي ينعكس بشكل إيجابي على حركة التداول.

3. من المفضل زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لما له من أهمية في رفع فرص الاستثمار وتنوعها وتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها من خلال تنوع المخاطر، الأمر الي ينعكس بشكل إيجابي على زيادة عدد المستثمرين.

4. قامت الدراسة الحالية باختبار أثر سيولة السهم في العوائد المقدرة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، لذا يوصي البحث بإمكانية إعادة الدراسة وتطبيقها على أكثر من سوق مالي بقصد التعرف على إمكانية اختلاف التأثير باختلاف البيئة المطبقة وإجراء مقارنة في النتائج.

References:

Forigen References:

.1 Books:

Brigham, Eugene F, Ehehardt, Michael c. (2005 **). Financial Management Theory and Practice** . *Lachina publishing services*. The United States of America.

COPELAND, THOMAS E. WESTON, FRED. (2005**). Financial Theory and Corporate Policy.***Library of Congress Cataloging-in-Publication Data*. Los Angeles

Hall, John.C.(2012) . **Risk Management and Financial Institutions**. 5 Edition .canada. Wiley finance series

.2 Scientific Messages:

Dalgaard ,Rune . (2009) . **Liquidity and stock returns: Evidence from Denmark** . A Dissertation Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements for the Degree of Master of Economics and Business Administration. Applied Economics and Finance. Department of Economics. Copenhagen Business School. Denmark.

Ivanchuk , Nataliya .(2004). **Evaluating the Liquidity of Stocks using Transaction Data**. degree of Master of Arts in International Business Economics , at the Department of Economics of the University of Konstanz ,Germany.

Quah , Heidi H. K . (2017) . **Stock Liquidity and Investment Efficiency.** A thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy in Accounting. Faculty of Business and Economics. Department of Accounting . Monash University .

3. Working Papers And Scientific Articles:

Acharya, Viral V and Pedersen, Lasse Heje.(2005**). Asset Pricing with Liquidity Risk**. *Journal of Financial Economics*. New York University. (77).143-183.

ALafeef, Mohammad Abdel Mohsen.(2017). **Capital Asset Pricing Model, Theory and Practice: Evidence from USA (2009-2016)**. *International Journal of Business and Management.* Vol. 12, No. 8.

Amihud, Yakov and Mendelson, Haim.(1986**).Asset Pricing and the Bid–Ask Spread**. *Journal of Financial Economics.* United States of America. 17.18-51

Amihud, Yakov and Mendelson, Haim.(1991). **Liquidity, Maturity, and the Yields on U.S. Treasury Securities**. *Journal of Finance* 46.printed in the United States of America.

Amihud, Yakov . Mendelson, Haim and Pedersen, Lasse Heje.(2005). **Liquidity and Asset Prices.***Foundations and Trends in Finance.* New York University .vol.1, no. 4.269-364.

Berglund, T. (2020). **Liquidity and corporate governance**. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(54). 1-9.

Datar, Vinay T. Naik, Narayan Y. Radcliffe, Robert.(1998**). Liquidity and stock returns: An alternative test**. *Journal of Financial Markets(1).*203-219.

Hibbert et ,Al. (2009). **Liquidity Premium Literature review of theoretical and empirical evidence.** Version 1. www.barrhibb.com .

Instefjord, Norvald .(1999). **A simple model of market liquidity**.department of Economics .Birkbeck collage.london . (64)3 , 329-337.

Leuz, C. & Wysocki, P. (2008). **Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research**. Working paper,http://ssrn.com/abstract=1105398

Machado, Márcio André Veras.(2014). **Liquidity and asset pricing: evidence from the Brazilian market.***Brazilian Business Review*.11(1).69-89.

Mansouri , Samira .; Tehrani , Reza.; Ansari Hojatollah .(2012). **Momentum Returns in Tehran Stock Exchange: The Influences of Size and Liquidity** . *International Business Research*; Vol(5), No. 11. Published by Canadian Center of Science and Education.

Moodi, Raziyeh .,and Hajiha, Zohreh.(2013).**The Investigation of The Effect of Accruals on Stock Returns after Financing Activities**. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, Vol. 4, No. 11.

Quiros,María del ,M. Quirós, José Luis, Q and Oliveira , Celia .(2017) . **The role of liquidity in asset pricing: the special case of the Portuguese Stock Market**, *Journal of Economic Finance and*

Shams, Mirfeyz, Gholamreza, Zamanian,& Zahra, Safari, (2011).**The Relationship between Liquidity Risk and Stock Price: An Empirical Investigation of the Tehran Stock Exchange**.*European Journalof Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 30, pp 7-20.

Violita, Cynthia Eka. Soeharto, Sri Maemunah.(2019). **Stock Liquidity And Stock Return**. *Journal Bisnis dan Manajemen*. Airlangga University, Indonesia .Volume 3,No(2).

Arabic References:
Books:

Al-Husseini, Falah Hassan. Al-Douri, Moayed Abdel-Rahman. (2003), Bank Management: A Contemporary Quantitative and Strategic Approach. Dar Wael for Publishing and Distribution: Jordan.

Scientific Messages:

1. Abu Amr, Salem. (2014). The relationship between fair value gains and losses and stock market returns under corporate governance (an applied study on Palestinian local banks). A dissertation submitted for the master's degree in accounting and finance. College of Commerce, Department of Accounting and Finance. Islamic University: Palestine.
2. Hashashi, Salima. (2017). Towards a proposed model for evaluating financial assets in Arab financial markets - an econometric study - a dissertation submitted to obtain a Doctor of Science degree in economic sciences. Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences. Farhat Abbas University: Algeria.
3. Al-Kasasbeh, Murad Muhammad. (2014). The impact of liquidity on stock returns in emerging financial markets: an applied study on the Amman Financial Market for the period (2005-2011). A dissertation prepared to obtain a master's degree. Mutah University. Jordan.

3.Scientific Articles:

1. Basiri, Mahfouz. Soleimani, Farida. (2020). Analysis of the relationship between return and risk of the investment portfolio under the capital asset pricing model - a case study of a sample of institutions in the Algerian stock market during the period (2013-2017). Academy for Social and Human Studies. Volume (12) Issue (2).
2. Al-Jabali, Issam El-Din. (2021). Testing the Capital Asset Pricing Model CAPM in the Egyptian Stock Exchange. Journal of Financial and Commercial Research. Volume 22 - Issue 3)).
3. Al-Zarir and Al-Daki, (2017). Liquidity and fluctuations in stock returns: A study in the Amman Stock Exchange. Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies. Economic and Legal Sciences Series, Volume (39), Issue (6).
4. Zawda, Ammar. Ben Ali, Abdel Ghani, Bousmina, Amal (2020). The capital asset pricing model: an overview of the theory. Journal of Economic Studies and Research for Renewable Energies. Algeria. Volume (7) - Issue (2).
5. Amir, Erak Abboud. (2018). The effect of a stock's liquidity on its capital returns: applied research on the shares of insurance sector companies in the Iraqi Stock Exchange. Anbar University Journal of Economic and Administrative Sciences. College of Administration and Economics - Anbar University. Iraq . Volume 10 Issue 23.

4. Websites:
Damascus Stock Exchange website http://www.dse.sy/index.php
Syrian Securities Commission website: http://scfms.sy

الملاحق:

الملحق(1) **محافظ السيولة وفق مقياس معدل الدورانلأسهم الشركات عينة الدراسة**

المحفظة الاولى		المحفظة الثانية		المحفظة الثالثة		المحفظة الرابعة	
الشركة	turnover rate	الشركة	turnover rate	الشركة	turnover rate	الشركة	turnover rate
البنك العربي	0.16	المتحدة للنشر	0.244	الاهلية للنقل	0.265	المتحدة للتأمين	0.341
الوطنية للتأمين	0.182	المصرف الدولي للتجارة	0.246	الدولية للتأمين	0.273	بنك سورية والمهجر	0.343
بنك سورية والاردن	0.187	الاهلية للزيوت	0.25	التعاوني للتأمين	0.275	البنك الأهلي	0.36
بنك بيبلوس	0.23	بنك بيمو	0.261	فرنسبنك	0.33	بنك الشرق	0.37
						بنك قطر	0.41

الملحق (2) **محافظ السيولة وفق مقياس حجم التداوللأسهم الشركات عينة الدراسة**

المحفظة الاولى		**المحفظة الثانية**		**المحفظة الثالثة**		**المحفظة الرابعة**	
الشركة	**Trade volume**	**الشركة**	**Trade volume**	**الشركة**	**Trade volume**	**الشركة**	**Trade volume**
الدولية للتأمين	0.12009	المصرف الدولي للتجارة	0.16001	البنك الأهلي	0.195543	بنك قطر	0.29101
سورية والمهجر	0.13345	بنك بيمو	0.18324	الاهلية للتأمين	0.208334	فرنسبنك	0.35126
سوريا والاردن	0.13888	البنك العربي	0.18521	التعاوني للتأمين	0.221765	الوطنية للتأمين	0.47868
بيبلوس	0.15236	الأهلية للنقل	0.19003	الاهلية للزيوت	0.22776	المتحدة للتأمين	0.59546
						المتحدة للنشر	0.69745

الملحق (3) محافظ السيولة وفق مقياس القيمة السوقية والحجملأسهم الشركات عينة الدراسة

المحفظة الاولى		المحفظة الثانية		المحفظة الثالثة		المحفظة الرابعة	
الشركة	size	الشركة	size	الشركة	Size	الشركة	size
بنك قطر	1.08	البنك الاهلي	1.252	بنك الشرق	1.3318	الاهلية للزيوت	1.98
بنك بيمو	1.109	المتحدة للتأمين	1.255	الوطنية للتأمين	1.390	التعاوني للتأمين	3.157
بنك سورية والمهجر	1.14	البنك العربي	1.2718	بنك سوريا والاردن	1.5018	المتحدة للنشر	3.9254
المصرف الدولي للتجارة والتأمين	1.19	بيبلوس	1.2763	الاهلية للنقل	1.8063	فرنسبنك	4.01
						الدولية للتأمين	4.721

الملحق (4) محافظ السيولة وفق مقياس AMIHUDلأسهم الشركات عينة الدراسة

المحفظة الاولى		المحفظة الثانية		المحفظة الثالثة		المحفظة الرابعة	
الشركة	AMIHUD	الشركة	AMIHUD	الشركة	AMIHUD	الشركة	AMIHUD
بنك الشرق	0.340992	فرنسبنك	0.380901	الوطنية للتأمين	0.427633	بنك بيمو	0.492772
المتحدة للنشر	0.358873	سورية والمهجر	0.400122	سوريا والاردن	0.463211	الاهلية للزيوت	0.510031
بيبلوس	0.362342	التعاوني للتأمين	0.418882	الدولية للتأمين	0.483211	بنك قطر	0.534778
المتحدة للتأمين	0.371121	الاهلية للنقل	0.419928	البنك الأهلي	0.488124	المصرف الدولي للتجارة	0.549831
						البنك العربي	0.569892

الملحق (5) محافظ السيولة وفق مقياس Zero Return لأسهم الشركات عينة الدراسة

المحفظة الاولى	المحفظة الثانية	المحفظة الثالثة	المحفظة الرابعة

الشركة	Zero Return	الشركة	Zero Return	الشركة	Zero Return	الشركة	Zero Return
سوريا والاردن	0.173432	التعاوني للتأمين	0.275323	الاهلية للنقل	0.308864	المتحدة للتأمين	0.344546
فرنسبنك	0.235445	المتحدة للنشر	0.276537	بيبلوس	0.304556	المصرف الدولي للتجارة	0.352543
الوطنية للتأمين	0.238904	بنك قطر	0.294345	الدولية للتأمين	0.347564	سورية والمهجر	0.355433
البنك العربي	0.342644	البنك الاهلي	0.296454	بنك الشرق	0.349764	بنك بيمو	0.394623
						الاهلية للزيوت	0.396654

الملحق (6) محافظ السيولة وفق مقياس AMIVEST لأسهم الشركات عينة الدراسة

المحفظة الاولى		المحفظة الثانية		المحفظة الثالثة		المحفظة الرابعة	
الشركة	AMIVEST	الشركة	AMIVEST	الشركة	AMIVEST	الشركة	AMIVEST
المتحدة للنشر	0.300909	التعاوني للتأمين	0.397273	البنك العربي	0.426364	الاهلية للزيوت	0.491818
سوريا والاردن	0.310909	المتحدة للتأمين	0.412727	بيبلوس	0.434545	بنك قطر	0.496364
الدولية للتأمين	0.357273	المصرف الدولي للتجارة	0.423636	فرنسبنك	0.478182	الاهلية للنقل	0.500011
بنك الشرق	0.378182	بنك بيمو	0.424545	سورية والمهجر	0.491818	الوطنية للتأمين	0.501818
						البنك الاهلي	0.515455