المحددات الداخلية للقيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (دراسة قياسية)

د.منى لطفي بيطار* عيسى محمد حسين**

(الإيداع: 31 كانون الثاني 2024، القبول: 10 شباط 2025)

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر المحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من (2011– 2020). واشتملت العينة على 11 مصرفاً تقليدياً مدرجاً في السوق المذكورة. تم اختيار كل من العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم، حجم المصرف، وحجم التداول كمتغيرات مستقلة، في حين كانت القيمة السوقية للأسهم هي المتغير التابع وتم قياسها من خلال أسعار الإغلاق الربعية. اعتمد البحث على سعر الصرف الحقيقي والاستقرار السياسي كمتغيرات ضابطة.

ولتحقيق الهدف تم استخدام منهجية نموذج **ARDL** لاختبار التكامل المشترك بالاعتماد على بيانات ربعية من نوع **Panel**، وذلك بعد إجراء اختبارات جذر الوحدة للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة. وقد أظهرت نتائج البحث وجود أثر معنوي وإيجابي لكل من حجم التداول، سعر الصرف الحقيقي، وحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة، في حين كان الأثر معنوي وسلبي للعائد على حقوق الملكية، والاستقرار السياسي فيها، ولم يظهر أي أثر لربحية السهم في قيمته السوقية، وذلك في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فتبين وجود أثر معنوي إيجابي لربحية السهم، العائد على حقوق الملكية، والاستقرار السياسي في حين لم يلحظ وجود أثر لكل من حجم المصرف، حجم التداول، وسعر الصرف الحقيقي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة.

الكلمات المفتاحية: المحددات الداخلية، القيمة السوقية للأسهم، المصارف التقليدية، ARDL.

* أستاذ مساعد– قسم العلوم المالية والمصرفية– كلية الاقتصاد– جامعة اللاذقية.

** طالب دراسات عليا (ماجستير)– قسم العلوم المالية والمصرفية– كلية الاقتصاد– جامعة اللاذقية.

The Internal Determinants of the Market Value of Traditional Bank Shares Listed in the Damascus Securities Exchange (Econometric Study)

Mona Lotfi Bittar * Essa Mouhammed Housen**

(Received: 31 December 2024, Accepted: 10 February 2025)

Abstract

This research aims to test the effect of internal determinants on the market value of traditional bank shares listed on the Damascus Stock Exchange during the period extending from (2011–2020). The sample included 11 traditional banks listed on the aforementioned market. Return on equity, earnings per share, bank size, and trading volume were chosen as independent variables, while the market value of the stock was the dependent variable and was measured through quarterly closing prices. The research relied on the real exchange rate and political stability as control variables.

To achieve the goal, the ARDL model methodology was used to test cointegration based on quarterly data of the PANEL type, after conducting unit root tests to ensure the stability of the variables. The results of the research showed a significant and positive effect of the trading volume, the real exchange rate and the size of the bank on the market value of the shares of the banks studied. While the effect was significant and negative for the return on equity and political stability, there was no effect of earnings per share on its market value in the long term. In the short term, it was found that there was a positive moral effect for earnings per share, return on equity, and political stability, while no effect was observed for bank size, trading volume, or real exchange rate on the market value of the shares of the banks studied.

Key words: Internal Determinants, market value of the stock, Traditional banks, ARDL.

* Assistant Professor in Banking and Financial Dep., Faculty of Economics, Tishreen University

**Graduate Student (Master) – Department of Banking and Financial Sciences – Tishreen University – Faculty of Economics

1- المقدمة:

حظيت الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها عبر قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات نموه، كما وتعمل على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات. بالإضافة إلى أنها أداة رئيسة لدعم التنمية الاقتصادية في الدول، وتمثل حافزاً للشركات والمصارف المدرجة فيها على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها، ودفعها إلى تحسين أدائها، وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسين قيمتها السوقية. ويعد القطاع المصرفي من القطاعات الأساسية المدرجة ضمن الأسواق المالية والذي يسهم في تنمية الاقتصاد في تلك الأسواق من خلال دوره في تسهيل المعاملات التجارية والمالية بين الأفراد والمؤسسات في المجتمع. تعد المصارف التقليدية من اللاعبين الأساسيين في عمل سوق الأوراق المالية من خلال ما تقوم به من عمليات ائتمانية متنوعة، وكذلك من استثمارات. حيث يهدف كل مصرف إلى تعظيم ثروته من خلال زيادة حصته السوقية التي تتجسد بقيمة أسهمه في السوق المالي، باعتبار أن أثر القيمة السوقية لا ينعكس على أصحاب الأسهم فقط، بل يؤثر في كثير من الأطراف وخصوصاً الأطراف التي تربطهم علاقة بالمصرف. ومن ثم فإن تعظيم هذه القيمة يمثل هدفاً تسعى إلى تحقيقه كل الإدارات الرشيدة. ويمكن أن تتأثر القيمة السوقية لأسهم المصارف بالعديد من المحددات التي تجعلها تتقلب بصورة مستمرة، منها المحددات الداخلية، ومنها محددات خارجية، بالإضافة للمحددات السياسية كالحروب والإرهاب وغيرها. وقد تناولت العديد من الدراسات التطبيقية موضوع محددات القيمة السوقية لأسهم المصارف، وتوصلت إلى نتائج مختلفة. وانطلاقاً من أهمية القيمة السوقية لأسهم المصارف، والعوامل المؤثرة فيها يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر المحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية[1] المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين 2011 وحتى 2020 [2]وهي الفترة التي خلالها كانت تتعرض سورية للحرب والتي كان لها أثر كبير في مختلف مناحي الحياة ومنها الاقتصادية، والتي انعكس أثرها في القيمة السوقية لأسهم تلك المصارف.

2- مشكلة البحث:

هل يوجد أثر للمحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال القترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجلين الطويل والقصير؟ ويتفرع عنه:

- ✓ هل يوجد أثر للعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال القترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل؟
- ✓ هل يوجد أثر للعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال القترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير؟
- ✓ هل يوجد أثر لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال القترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل ؟
- ✓ هل يوجد أثر لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال القترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير؟

[1] – تم استبعاد المصارف الإسلامية من الدراسة بسبب وجود مصارف لم تكن مدرجة خلال فترة الدراسة كبنك البركة، وبنك الشام.

[2] - اكتفى الباحث بالفترة المحددة كونه لم يتمكن من الحصول على بيانات الاستقرار السياسي إلا حتى عام 2021، حتى تاريخ إعداد البحث بتاريخ 15/12/2023 التي نحتاج إليها في البحث (باعتباره مساهمة لهذه الورقة البحثية من خلال اختبار أثره)، حيث نحتاج إلى سنة إضافية من أجل تحويل البيانات السنوية إلى ربعية، وبالتالي توقفت السلسلة عند عام 2020.

- ✓ هل يوجد أثر لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل ؟
- ✓ هل يوجد أثر لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير؟
- ✓ هل يوجد أثر لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل ؟
- ✓ هل يوجد أثر لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير؟

3- **أهداف البحث:**

يهدف البحث إلى اختبار أثر المحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين عامي 2011 – 2020 في الأجلين الطويل والقصير، ويتفرع عنه:

- ✓ اختبار أثر العائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل ؟
- ✓ اختبار أثر العائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير؟
- ✓ اختبار أثر ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل .
- ✓ اختبار أثر ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.
- ✓ اختبار أثر حجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل .
- ✓ اختبار أثر حجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.
- ✓ اختبار أثر حجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل.
- ✓ اختبار أثر حجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.

4- **فرضيات البحث:** يختبر البحث الفرضية الأساسية التالية:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة بين 2011– 2020 في الأجلين الطويل والقصير ويتفرع عنه:

- ✓ الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر معنوي للعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل.
- ✓ الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر معنوي للعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.

- ✓ الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر معنوي لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل.
- ✓ الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر معنوي لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.
- ✓ الفرضية الفرعية الخامسة: يوجد أثر معنوي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل.
- ✓ الفرضية الفرعية السادسة: يوجد أثر معنوي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.
- ✓ الفرضية الفرعية السابعة: يوجد أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل الطويل.
- ✓ الفرضية الفرعية الثامنة: يوجد أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة خلال الفترة الممتدة من 2011 وحتى 2020 في الأجل القصير.

5- أهمية الدراسة :

5-1- الأهمية النظرية:

تبرز الأهمية النظرية للبحث من أهمية موضوع القيمة السوقية لأسهم المصارف والعوامل المؤثرة فيها، على اعتبار أن موضوع القيمة السوقية ودراسة محدداتها يعتبر من المواضيع المتجددة والمتغيرة باستمرار والتي تحتاج إلى متابعة ودراسة مستمرة. ومن هنا تأتي أهمية هذه الدراسة في كونها تختبر أثر المحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك باستخدام نماذج الاقتصاد القياسي الملائمة، خلال الفترة بين (2011، 2020)، وهي جزء من الفترة التي تعرضت خلالها سورية لحرب أثرت على جميع القطاعات العاملة فيها، كما أنها تقدم إضافة علمية من ناحية اختبار أثر الاستقرار السياسي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة.

5-2- الأهمية العملية:

تأتي أهمية الدراسة العملية من كونها تختبر أثر محددات القيمة السوقية الداخلية للأسهم خلال الفترة (2011- 2020) في المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وخاصةً أن السوق المذكورة هي سوق ناشئة ويجب تناولها بالدراسة والتحليل، وخصوصاً فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم المدرجة فيها. ومن جهة أخرى تأتي هذه الأهمية من النتائج التي سوف يتم التوصل إليها، والتي من الممكن أن تساعد جميع إدارات المصارف المدروسة بالاهتمام بأدائها المالي ومعرفة أسباب ضعفه أو قوته والتركيز عليها، ومعالجة الأسباب التي من شأنها أن تضعفه بهدف تحسينه بما ينعكس إيجاباً في القيمة السوقية لأسهمها. فضلاً عن أخذها بالاعتبار لتأثير محدد خارجي مهم وهو سعر الصرف الحقيقي في القيمة السوقية لأسهما، وبالتالي معرفة كيفية التعامل مع تقلبات هذه المحدد بما لا ينعكس سلباً في قيمة أسهمها السوقية أيضاً، وذلك لما لهذا من أهمية بالنسبة للمساهمين، وكذلك بالنسبة للمستثمرين في السوق حيث يساعدهم ذلك في اتخاذ قرارات أفضل.

a. منهجية البحث:

تم استخدام المنهج الوصفي في إعداد الإطار النظري للدراسة وذلك بالرجوع إلى الدراسات المكتبية والمصادر الثانوية والمقالات والرسائل الجامعية. كما اعتمد المنهج التحليلي لاختبار الفرضيات الخاصة بالدراسة، حيث تم تحليل البيانات المتعلقة بفرضيات الدراسة بعد جمعها من المصادر الأولية وتبويبها ومعالجتها للوصول إلى نتائج الدراسة. وشمل مجتمع البحث جميع المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها 14 مصرفاً (تقليدياً وإسلامياً)، أما عينة

البحث فقد اقتصرت على المصارف التقليدية البالغ عددها (11) مصرفاً للفترة الممتدة بين 2011 وحتى 2020. وتم الاعتماد على بيانات ربعية. كما تم تحويل المتغيرات السنوية إلى ربعية وفق طريقة Cubic– Match Last. ويبين الجدول (1) متغيرات الدراسة، ونوعها، وطرق قياسها، ومصادر بياناتها.

متغيرات البحث:

الجدول رقم (1): متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغير	الترميز	طريقة الحساب	مصدر البيانات
المتغير التابع			
القيمة السوقية للأسهم	MV	أسعار الإغلاق الربعية	القوائم المالية للمصارف المدروسة
المتغيرات المستقلة			
العائد على حقوق الملكية	ROE	صافي الربح بعد الضريبة/ حقوق المساهمين	القوائم المالية للمصارف المدروسة
ربحية السهم	EPS	صافي الدخل – حصة الأسهم الممتازة/ عدد الأسهم العادية المصدرة	
حجم المصرف	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول المصرف	
حجم التداول	V	عدد الأسهم المتداولة	التقارير الربعية لسوق دمشق للأوراق المالية
المتغيرات الضابطة			
سعر الصرف[1]	RER	$RER= E*(P^*/P)$	موقع مصرف سورية المركزي. موقع المكتب المركزي السوري للإحصاء. موقع الاحتياطي الفيدرالي.
الاستقرار السياسي	SPI	مؤشر غياب العنف والإرهاب بحسب تصنيفات البنك الدولي حيث تم اعتماد P–Rank كنسبة (100 حد أعلى– 0 حد أدنى)	منظمة WGI التابعة للبنك الدولي

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على الدراسات السابقة

ولقد تم استخدام طريقة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، حيث يعد هذا الأسلوب من الأساليب القياسية الحديثة نسبياً التي تم استخدامها من قبل (Pesaran et al, 2001) في مجال الاقتصاد القياسي. وتمتاز هذه المنهجية بإمكانية تطبيقها حتى لو كان حجم العينة صغيراً، حيث لا يؤثر ذلك في كفاءة النتائج. ويمكن تطبيقها في حال رتبة تكامل المتغيرات المدروسة متماثلة أو غير متماثلة (بيطار وحمود، 2021).

6- **الدراسات السابقة:** عالجت العديد من الدراسات السابقة موضوع محددات القيمة السوقية لأسهم المصارف بطرائق قياسية متعددة. نذكر منها:

[1] – معبراً عنه بسعر الصرف الحقيقي والذي يساوي سعر الصرف الاسمي لليرة السورية مقابل الدولار مضروباً بمؤشر أسعار المستهلك في الولايات المتحدة الأمريكية مقسوماً على مؤشر أسعار المستهلك في سورية.

7-1- **الدراسات العربية:**

1- دراسة (الطائي والشكرجي، 2022) بعنوان:

مؤشرات الربحية وأثرها في القيمة السوقية- دراسة لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004- 2019.

هدفت الدراسة إلى معرفة قدرة مؤشرات الربحية في توضيح الأداء المالي الحقيقي للمصارف التجارية العراقية الخاصة، وأثر هذه المؤشرات في القيمة السوقية لتلك المصارف خلال الفترة بين 2004- 2019. واعتمدت على البيانات السنوية الواردة في الميزانيات العمومية، والقوائم، والتقارير السنوية للمصارف المدروسة خلال الفترة المذكورة. وتكونت العينة من عشرة مصارف تجارية عراقية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

استخدمت الدراسة مؤشرات الربحية كمتغير مستقل مقاسة بالعائد على حقوق الملكية ROE، العائد على الأصول ROA، بالإضافة لصافي هامش الربح التشغيلي NOPM، ربحية السهم EPS، هامش صافي الربح NPM، استغلال منفعة الموجودات AU، ومضاعف حق الملكية، بينما كان المتغير التابع القيمة السوقية للمصرف مقاساً بالقيمة الكلية للأسهم المتداولة (عدد الأسهم* سعر السهم). ولتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد باستخدام Eviews10، Spss var 26.

توصلت الدراسة إلى أن كل من العائد على حقوق الملكية وهامش صافي الربح لا يؤثران معنوياً في القيمة السوقية للمصارف، بينما كان لكل من العائد على الأصول، استغلال منفعة الموجودات، صافي هامش الربح التشغيلي، ربحية السهم، ومضاعف حق الملكية أثر معنوي في القيمة السوقية للمصارف عينة الدراسة، وكان التأثير الأقوى للمتغيرات بالترتيب الذي وردت فيه بدءاً من العائد على الأصول وانتهاءً بمضاعف حق الملكية.

2- دراسة (الحلبي وكنجو، 2021) بعنوان:

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

هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة الممتدة بين (2015- 2019). واعتمدت على البيانات الواردة في التقارير السنوية الخاصة بالمصارف عينة الدراسة، أما البيانات المتعلقة بحساب القيمة السوقية فقد تم الحصول عليها من موقع سوق دمشق للأوراق المالية. وتكونت العينة من ثلاثة مصارف إسلامية عاملة في سورية وهي: (بنك سورية الدولي الإسلامي- بنك البركة- بنك الشام).

واستخدمت المتغيرات المستقلة التالية: معدل العائد على حقوق المساهمين، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، القيمة الدفترية، معدل المديونية، ربحية السهم، ومعدل دوران السهم، بينما كان المتغير التابع هو القيمة السوقية للأسهم معبراً عنه بمتوسط سعر الإغلاق السنوي. ولتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط وباستخدام برنامج SPSS.

توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر معنوي لكل من ربحية السهم، القيمة الدفترية، معدل المديونية، معدل دوران السهم، في القيمة السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي وبنك البركة، بينما كان هناك أثر معنوي لكل من العائد على حقوق المساهمين، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في القيمة السوقية لأسهم البنوك السابقة، أما فيما يخص بنك الشام الإسلامي فتبين أنه لا يوجد أثر معنوي لكل من العائد على حقوق المساهمين، والقيمة الدفترية، ومعدل دوران السهم، في القيمة السوقية لأسهمه، بينما يوجد أثر معنوي لكل من ربحية السهم، ومعدل المديونية، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، في القيمة السوقية لأسهمه.

3- دراسة (بو عزيز، 2020) بعنوان:

العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للمصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان.

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر العوامل المالية في القيمة السوقية للمصارف التجارية خلال الفترة بين (2005– 2018). واعتمدت على البيانات السنوية الواردة في التقارير المالية السنوية الصادرة عن المصارف المدروسة والمنشورة في الموقع الرسمي لبورصة عمان. وتكونت هذه العينة من ثلاثة عشر مصرفاً تجارياً.

استخدم كل من معدل دوران السهم، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، نسبة الملكية، نسبة المديونية، نسبة السيولة النقدية، حجم المصرف، وحجم التداول كمتغيرات مستقلة، بينما كانت القيمة السوقية لسعر السهم هي المتغير التابع والتي تحسب بعدد الأسهم المتداولة مضروبة بسعر السهم (سعر الإغلاق). ولتحقيق الهدف من الدراسة تم الاعتماد على التحليل الساكن للسلاسل الزمنية المقطعية، وتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية، وتم إجراء الاختبارات التالية للمفاضلة بين النماذج الثلاثة وفق الآتي: (اختبار Breusch–Pagan LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، واختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة)، وتبين أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم، وذلك باستخدام برنامج Stata 16.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي عكسي بين كل من (معدل دوران السهم، معدل العائد على حقوق الملكية، ونسبة الملكية) والقيمة السوقية، ووجود أثر معنوي طردي بين (العائد على الأصول، نسبة السيولة النقدية، حجم المصرف، وحجم التداول) والقيمة السوقية، بينما لا يوجد أثر معنوي بين نسبة المديونية والقيمة السوقية.

2-7- الدراسات الأجنبية:

1- دراسة (Darami et al, 2022) بعنوان:

The Determinants of share price on Commercial Banks in Bursa Malaysia

محددات سعر السهم في المصارف التجارية في بورصة ماليزيا.

هدفت الدراسة إلى البحث في العوامل المؤثرة في أسعار أسهم المصارف التجارية المدرجة في بورصة ماليزيا بين عامي 2011– 2020. تم الاعتماد على البيانات السنوية الواردة في التقارير السنوية للمصارف المدروسة والتي شملت تسعة مصارف تجارية مدرجة في البورصة المذكورة.

استخدم كل من ربحية السهم، نسبة توزيع الأرباح، عائد الأرباح، نسبة السعر إلى الربح، وحجم المصرف كمتغيرات مستقلة، بينما كان سعر السهم هو المتغير التابع مقاساً من خلال أسعار الإغلاق السنوية. ولتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد باستخدام برنامج Eviews.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من ربحية السهم، نسبة توزيع الأرباح، عائد الأرباح وحجم المصرف وسعر السهم. بينما كان لنسبة السعر إلى الربح علاقة ذات دلالة إحصائية لكنها عكسية. وبينت الدراسة إلى أن كل من عائد الربح، وربحية السهم، ونسبة السعر إلى الربح هي أكثر العوامل التي تساهم في تحديد سعر سهم المصارف المدروسة.

2- دراسة (Gharaibeh and Jaradat, 2021) بعنوان:

Determinants of Stock Prices in Jordanian Banks: An Empirical Study of (2006-2018)

محددات أسعار الأسهم في المصارف الأردنية: دراسة تجريبية للفترة (2006-2018).

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر بعض عوامل الاقتصاد الجزئي في أسعار أسهم المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة بين (2006-2018). واعتمدت على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية من نوع Panel للفترة المدروسة، وتم الحصول على البيانات من موقع ASE. وتكونت العينة من جميع المصارف الأردنية والبالغ عددها خمسة عشر مصرفاً اثنان منها إسلاميين والباقي مصارف تقليدية.

استخدمت المتغيرات المستقلة التالية: المخاطر، الحجم، العائد على الأصول، ربحية السهم الواحد، DY (عائد توزيعات الأرباح)، والقيمة الدفترية على القيمة السوقية BE/ME، وسعر السهم كمتغير تابع معبراً عنه بسعر الإغلاق السنوي. ولتحقيق الهدف من الدراسة تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة بعد إجراء اختبار مضاعف لاغرانج Langrange Breusch-Pagan LM للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، واختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي التأثيرات العشوائية والثابتة.

توصلت الدراسة إلى أن العائد على الأصول، والمخاطر لهما أثر معنوي وإيجابي في سعر السهم، أما ربحية السهم فلها أثر معنوي لكنه ضئيل، بينما كان لحجم المصرف، التوزيعات ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية أثر معنوي وسلبي في سعر السهم.

3- دراسة (John, 2015) بعنوان:

Stock Market Price and its Determinants: A Case Study of Nigerian Banks.

سعر السهم السوقي ومحدداته: دراسة حالة المصارف النيجيرية.

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في سعر السهم السوقي للمصارف في نيجيريا، ومعرفة العلاقة بين أسعار الأسهم لهذه المصارف مع المتغيرات المدروسة للفترة بين (2012- 2013). تكونت العينة من اثني عشر مصرفاً تجارياً.

استخدمت المتغيرات المستقلة التالية: (توزيعات الأرباح لكل سهم، صافي قيمة الأصول لكل سهم، نسبة السعر إلى الأرباح، نسبة القيمة الدفترية إلى السعر)، بينما كان المتغير التابع هو سعر السهم معبراً عنه بسعر سوق الأسهم(SMP). ولتحقيق الهدف من الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد. توصلت الدراسة إلى أن صافي قيمة الأصول للأسهم الواحد، ونسبة القيمة الدفترية للسعر لهما أثر إيجابي قوي في سعر السهم السوقي خلال فترة الدراسة، بينما توزيعات الأرباح لكل سهم، ونسبة السعر إلى الأرباح لهما أثر إيجابي قوي خلال 2013، بينما هذا الأثر كان ضعيفاً في عام 2012.

- **التعقيب على الدراسات:**

بعض عرض الدراسات السابقة نلاحظ أنها متفقة من حيث الهدف، حيث هدفت جميعها إلى دراسة أثر المحددات الداخلية في القيمة السوقية للأسهم. أما فيما يتعلق بالبيئة المدروسة فقد اختلفت، حيث طبقت دراسة في سورية وهي دراسة (الحلبي وكنجو، 2021)، ودراسة في العراق وهي دراسة (الطائي والشكرجي، 2022)، وأخرى في الأردن وهي دراسة (Gharaibeh and Jaradat, 2021) ودراسة (بو عزيز، 2020)، وأخرى في ماليزيا وهي دراسة (Darami et al, 2022). ودراسة في نيجريا (John, 2015). كما واتفقت الدراسات السابقة في العينة المدروسة فمعظم الدراسات طبقت

على مصارف تقليدية باستثناء دراسة (الحلبي وكنجو، 2021) فقد طبقت دراستها على المصارف الإسلامية. ويشار إلى اختلاف آخر يتعلق بالأساليب الإحصائية المطبقة، حيث اعتمدت دراسة (Gharaibeh and Jaradat, 2021)، ودراسة (بو عزيز، 2020) على نماذج بانل الساكنة. في حين اعتمدت بقية الدراسات أسلوب الانحدار الخطي المتعدد أو البسيط كدراسة (الطائي والشكرجي، 2022)، ودراسة (كنجو والحلبي، 2021)، ودراسة (Darami et al, 2022). ولربما تكون الاختلافات سابقة الذكر هي السبب في اختلاف نتائج تلك الدراسات. وهذه الاختلافات أعطت دافعاً جديداً لاختبار أثر المحددات الداخلية التي تناولتها الدراسات السابقة في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية، وخصوصاً بعد حدوث الحرب على سورية التي سببت اختلافاً كبيراً في معطيات البيئة الاقتصادية والمصرفية السورية.

7- الإطار النظري:

نظراً لأهمية القيمة السوقية لأسهم المصارف ومحدداتها، سنقوم بدراسة أولاً: مفهوم القيمة السوقية وأهميتها، ثانياً: المحددات الداخلية للقيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية.

8-1- مفهوم القيمة السوقية، أنواعها وأهميتها:

عرفت القيمة السوقية بأنها: "القيمة التي يتم على أساسها تداول السهم في السوق المالية، وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، وتتحدد هذه القيمة على أساس المعلومات المتعلقة بالشركة (المركز المالي، وأداء الشركة، والظروف الاقتصادية والسياسية...الخ)، فضلاً عن توزيعات الأرباح السنوية" (الإمام والهميله، 2022).

تختلف قيمة السهم السوقية عن قيمته الاسمية والحقيقية والدفترية، فالقيمة الاسمية هي القيمة الثابتة في وثيقة الورقة المالية والمنصوص عليها في عقد التأسيس. بينما القيمة الدفترية هي القيمة الثابتة في سجلات الشركات (ومن بينها المصارف)، والتي تمثل حصة كل سهم من حقوق الملكية ويعتمد في حسابها على التقارير المالية Altahtamouni, (2018). بالمقابل يشار إلى القيمة الحقيقة بأنها سعر التوازن الذي يعكس قيمة الأصول، ويتضمن كافة المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين في الوقت ذاته، أي السعر الذي يحصل عليه المستثمر في ظل السوق الكفء (Owolabi and Enyi, 2014). وتظهر أهمية القيمة السوقية للأسهم من خلال عدة نواحي حيث أن مجتمع الاستثمار يستخدم هذه القيمة لتحديد حجم المصرف بدلاً من استخدام أرقام المبيعات أو إجمالي الأصول. وهي مقياس مفيد في تحديد الأسهم التي من الأفضل أن يتم الاهتمام بها لتنويع المحفظة الاستثمارية مع المصارف ذات الأحجام المختلفة. كما وأنها تشير إلى سوق العمل والتقلب في الأسعار والمخاطر وإمكانات النمو. بالإضافة إلى اعتبار القيمة السوقية للأسهم رقم فعال لتقييم –المخاطر التي تعرضت لها المصارف. (الزهراني، 2022):

8-2- محددات الداخلية للقيمة السوقية للأسهم:

تعد الأسهم إحدى الخيارات الشائعة في السوق المالي التي يلجأ إليها المستثمرون بسبب العوائد المرتبطة بها. لكن على الرغم من ذلك فإن المستثمرين يتحملون مخاطرة الاستثمار في السهم بسبب حالة عدم التأكد المرتبطة بعوائدها والمتمثلة في التغيرات التي تحدث في قيمتها السوقية. فحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار استثماري مناسب (عائد مناسب مع مخاطرة أقل). يتطلب الأمر الحصول على المعلومات الكافية، وعليه تعتبر القوائم المالية من أهم مصادر المعلومات التي يلجأ إليها المستثمرون لأنها تعكس الوضع المالي للمصرف وأدائها. ولكن حتى تحقق هذه القوائم الأغراض المرجوة منها يتطلب التعامل معها عن طريق أدوات ونماذج معينة ومنها النسب المالية (عادل، 2022). **وعليه فإن المحددات الداخلية هي "المحددات المتعلقة بالمصرف كالنسب المالية المأخوذة من القوائم المالية، الهيكل التنظيمي، التخطيط المالي، عدد العاملين، وحجم وعمر المصرف، وغيرها"**. هناك العديد من المحددات الداخلية للقيمة السوقية للأسهم، ولكن اقتصر هذا البحث على المحددات الداخلية الآتية:

1- حجم التداول:

ويمكن تعريف حجم التداول "بأنه عدد الأسهم التي تمت الصفقات عليها فقط خلال وقت معين من ضمن كافة العروض والطلبات حيث قد يكون هذا الوقت 5 دقائق، 15 دقيقة، ساعة، يوم...الخ، أو أي وحدة زمن". ويقاس حجم التداول عادةً من خلال مجموعة من المقاييس منها: عدد الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية محددة، معدل دوران السهم، قيمة الأسهم المتداولة، عدد الصفقات، وعدد أيام التداول الإجمالية خلال السنة (فاضل، 2017).

2- حجم المصرف:

يتم تحديد حجم المصرف من خلال إجمالي الأصول التي يمتلكها. والمصرف ذو حجم الأصول الأكبر يكون أكثر ربحية من المصرف ذو حجم الأصول الصغير باعتبار المصرف الأكبر لديه مستوى أعلى من الكفاءة. ويعد حجم المصرف أيضاً عامل يؤثر في قيمته السوقية، وذلك من خلال زيادة قدرته على الحصول على مصادر التمويل الداخلية والخارجية، ومن ثم فإن المصارف ذات حجم الأصول الكبير تكون أكثر جاذبية للمستثمرين وهذا سيؤثر على قيمة أسهمها في السوق (Wahyuni et al, 2022).

3- **ربحية السهم (EPS) :**

تعد ربحية السهم إحدى النسب المالية التي تظهر مقدار الفوائد التي يحصل عليها المساهمين عن كل سهم. ومن خلال مراقبة ربحية السهم يمكن للمستثمرين ومحللي السوق معرفة الوضع الاقتصادي للمصرف، حيث أنه كلما زادت النسبة المئوية من ربحية السهم كلما كان ذلك أفضل(Idawati and Aditio, 2015). وتعد ربحية السهم بشكل عام أهم عامل لتحديد سعر السهم وقيمة المصرف. وتظهر الأدبيات أن معظم المستثمرين الأفراد الذين يهتمون بالاستثمار في الأسهم العادية عليهم تقدير ربحية السهم لأنهم يتخذون قراراتهم الاستثمارية الفردية بناءً عليها (Islam et al, 2014).

4- **العائد على حقوق الملكية (ROE) :**

هو مقياس لكيفية حصول المساهمين على الربح خلال السنة، لكون استفادة ومنفعة حملة الأسهم هو هدف الإدارة المالية لمنشآت الأعمال، وهو يعد مقياساً للأداء. حيث أن تحقيق عائد على حق الملكية عالياً ومتنامياً يظهر أداءً أفضل للمصرف ويعكس كفاءته في استعمال رأسماله الممتلك، ويؤشر نجاح الإدارة في تعظيم معدل العائد للمساهمين والذي سيؤدي إلى جذب مستثمرين أكثر إلى أسهم هذه الشركات والذي سيؤدي إلى الزيادة في أسعارها وفي عوائدها (الإمام، 2018).

3-8- النظريات المفسرة للعلاقة بين القيمة السوقية للأسهم ومتغيرات البحث:

ظهرت عدة نظريات جادلت في العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم والمحددات الداخلية، ومحاولة تفسير العلاقة بينهما، وكان من بين أهم هذه النظريات **نظرية الإشارة، ونظرية كفاءة السوق المالي، والنظريات المتعلقة بالعلاقة بين حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم.**

- **نظرية الإشارة:**

تعد هذه النظرية من أهم النظريات التي اعتمد عليها الباحثون في دراسة العلاقة بين النسب المالية والقيمة السوقية للأسهم. تفترض النظرية أن المؤسسات الناجحة بدلاً من أن تقوم بالإفصاح عن معلومات داخلية مهمة لها كمعلومات عن المنتجات والمشاريع والتكنولوجيا، تقوم بإرسال إشارات للمستثمرين تدل على نجاحها. وهذه الإشارات التي يتم إرسالها للمستثمرين تكون على شكل معلومات حول ما قامت به المؤسسة لتحقيق أهداف المساهمين. ومن بين هذه الإشارات التي اقترحتها هذه النظرية: الإفصاح المباشر في القوائم المالية، نسبة الأسهم التي تمتلكها الإدارة، سياسة توزيع الأرباح، وغيرها. والجدير بالذكر أن المعلومات التي تفصح عنها إدارة المؤسسة في قوائمها المالية تكون بمثابة إشارات مهمة

بالنسبة للمستثمرين تساعدهم في اتخاذ قراراتهم. وتعد النسب المالية وسيلة هامة في تحليل هذه القوائم واستخراج الإشارات الإيجابية والسلبية. فمثلاً إذا كان العائد على الأصول مرتفعاً فهذا يعتبر إشارة إيجابية للمستثمرين، ويزداد الطلب على أسهم المؤسسة ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للأسهم (عادل، 2022).

- **نظرية كفاءة السوق المالي:**

تعد نظرية كفاءة السوق المالية المحدثة على يد (Fama 1970) من الأساسيات المعتمدة في دراسة تأثير النسب المالية في القيمة السوقية للأسهم. تفترض هذه النظرية أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات الخاصة فيها باعتبار أن هذه الأسعار نتجت عن تفاعل المستثمرين الذين يتمتعون بالرشاد الاقتصادي، وعليه فإن أسعار الأسهم تعكس معرفة وخبرة جماعية نتيجة قيام المستثمرين بمعالجة البيانات الخاصة بالأسهم. ومن ثم فإن الإفصاح عن معلومات جديدة أو تصحيح معلومات قديمة سيعدل من أسعار الأسهم، هذا التعديل سيحدث لأن المستثمرين سيراجعون معتقداتهم بشأن أداء المؤسسة المستقبلي بناءً على المعطيات الجديدة، ومن ثم مردودية ومخاطر محافظهم الاستثمارية ستتغير، وعليه سيدخلون في السوق المالي لإعادة التوازن بين المردودية والخطر إلى الحد المقبول بالنسبة لهم. إن دخول الأسواق المالية من خلال بيع وشراء الأسهم سيغير من أسعار الأسهم لتعكس هذه الأخيرة المعلومات الجديدة. ومن بين أهم المعلومات التي تؤثر في أسعار الأسهم نجد الأرباح ، صافي الأصول، مردودية الأموال المستثمرة...، وإن معظم هذه المعلومات متضمنة في القوائم المالية أو مشتقة منها في شكل نسب مالية (عادل، 2022).

- **فرضية مزيج التوزيع:**

طورت هذه الفرضية على يد (Clark 1973, Epps and Epps 1976, Tauchen and Pitt 1983 and Lamoureux and Lastrapes 1990)، وقد افترضت أن تغيرات الأسعار اليومية (العوائد) تكون مقرونة بتدفق المعلومات. إن حجم التداول يستخدم لقياس الخلاف بين المتداولين، حيث يقوم المستثمرون بمراجعة أسعار السوق بناءً على وصول معلومات جديدة إليه. حيث يزداد مستوى حجم التداول مع اتساع درجة الخلاف بين المتداولين. ومن ثم ترتبط عوائد الأسهم وحجم التداول بسبب اعتمادهما المشترك على متغير تدفق المعلومات الكامنة. وتم الوصول إلى علاقة إيجابية معاصرة بين حجم التداول وعوائد الأسهم (Gueyie et al, 2022).

- **فرضية وصول المعلومات المتسلسلة :**

جاءت هذه الفرضية كمساهمة لاحقة ل (Copeland 1976 and Jennings et al 1981) الذين قدموا تفسيراً آخر للارتباط بين القيمة السوقية للأسهم وحجم التداول. حيث تنص على أنه عندما تصل معلومات جديدة إلى السوق لا يتم نقلها إلى جميع المستثمرين في وقت واحد، بدلاً من ذلك يتم نشرها بالتتابع لتصل إلى السوق في أوقات وسرعات مختلفة. تدعو هذه الفرضية إلى وجود علاقة متبادلة وإيجابية بين حجم التداول وتغير سعر السهم (العوائد)، فقد يحتوي حجم التداول المتأخر على معلومات مفيدة في توقع عوائد الأسهم الحالية، وعلى نفس المنوال قد تحتوي عوائد الأسهم المتأخرة أيضاً على معلومات مفيدة في التنبؤ بحجم التداول الحالي (Gueyie et al, 2022).

8- الجانب التطبيقي للبحث:

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

9-1- الاختبارات التمهيدية:

9-1-1- الإحصاء الوصفي للمتغيرات:

الجدول رقم(2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	MV	EPS	EXR	ROE	lSize	SPI	V
Mean (المتوسط)	378.8	24.99	0.205	5.58	24.95	.398	53444.6
Median (الوسيط)	288.88	4.64	0.178	1.95	24.93	.965	2975.5
Maximum (أعلى قيم	2585.34	623.4	0.759	418.77	27.20	3.76	0554261
Minimum (أدنى قيم	51.0000	-301.07	-0.378	-134.6	23.03	1.09	.000000
Std.Dev. (الانحراف المعياري)	322.58	93.29	0.261	30.18	0.775	0.874	203452
Skewness (الالتواء	1.87	3.64	0.021	9.09	0.070	0.128	15.59
Kurtosis (التفرطح	8.68	21.43	2.699	120.91	2.68	.344	268.42
Jarque- Bera	848.24	7201.3	0.154	260978	2.24	.678	309391.
Probability (الاحتمال	0.00000	0.00000	0.925	0.00000	0.326	0.09	.000000
Observations (المشاه	440	440	40	440	40	440	440

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

يقدم الجدول (2) وصفاً إحصائياً لمتغيرات الدراسة Dsescriptive Statistic، حيث يظهر أعلى قيمة، وأدنى قيمة، والمتوسط، والوسيط، وكل من معامل التفرطح والالتواء، وإحصائية Jarque- Bera للتوزيع الطبيعي. وبالنظر إلى الجدول السابق ومعامل الالتواء (Skewness)، والذي يشير إلى مدى تمركز قيم المتغير، وعليه فهناك نوعين من الالتواءات، موجب (نحو اليمين)، وسالب (نحو اليسار). فنجد أن جميع المتغيرات لديها التواءات موجبة مما يدل على وجود عدد كبير من القيم الصغيرة المتطرفة والتي هي أصغر من المتوسط. كما نلاحظ أن بعض المتغيرات كحجم المصرف، سعر الصرف الحقيقي، والاستقرار السياسي قيمة معامل الالتواء لها قريبة من الصفر وهذا يدل على أن هذه المتغيرات قريبة من التوزيع الطبيعي. وفيما يخص مؤشر التفرطح (Kurtosis)، نلاحظ أن قيمته أكبر من 3 (الرقم الطبيعي له) بالنسبة لمعظم المتغيرات، ومن ثم يكون شكل التوزيع لهذه المتغيرات مدبب ويحوي على قيم شاذة، باستثناء متغيرات الاستقرار السياسي، وسعر الصرف الحقيقي وحجم الأصول حيث أن مؤشر التفرطح لهما أقل من 3 ومن ثم فإنها تكون قريبة من التوزيع الطبيعي. أما بالنسبة لنتائج اختبار Jarque- Bera للتوزيع الطبيعي والذي نستطيع من خلاله التأكد من أن العينة مسحوبة من مجتمع يتبع التوزيع الطبيعي أم لا. نلاحظ وجود متغيرات تتبع التوزيع الطبيعي على اعتبار القيمة الاحتمالية لإحصائية Jarque- Bera أكبر من 5% مثل (lsize, RER, SPI)، وهي ذاتها المتغيرات التي كان التوائها قريب من الصفر ومعامل التفرطح الخاص بها أقرب للرقم 3 (الحد الطبيعي له). وبعضها لا يتبع التوزيع الطبيعي بسبب كون احتمالية إحصائية التوزيع الطبيعي أقل من 5% مثل (MV, EPS, ROE, VOL,).

9-1-2- مصفوفة الارتباط :

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

الجدول رقم (3): مصفوفة الارتباط

Covariance Correlation Probability	EPS	LSIZE	RER	ROE	SPI	V
EPS	1.000					
LSIZE	0.23 0.0000	1.000				
RER	−0.002 0.96	0.13 0.0052	1.000			
ROE	0.33 0.000	0.093 0.0502	−0.04 0.31	1.000		
SPI	−0.23 0.0000	−0.605 0.0000	−0.21 0.0000	−0.07 0.13	1.000	
V	−0.007 0.86	−0.0005 0.99	−0.021 0.64	−0.001 0.97	−0.07 0.1	1.000

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

يتبين من الجدول السابق وجود ارتباط معنوي موجب وضعيف بين كل من: حجم المصرف وربحية السهم بمعدل ارتباط (0.23)، وبين العائد على حقوق الملكية وربحية السهم بمعدل ارتباط بلغ (0.33)، وحجم الصرف وسعر الصرف الحقيقي بمعدل (0.13)، ونلاحظ أيضاً وجود ارتباطات معنوية سلبية وضعيفة كالارتباط بين الاستقرار السياسي وربحية السهم (0.23)، وبين الاستقرار السياسي وسعر الصرف الحقيقي (0.21)، مع ملاحظة وجود ارتباط معنوي سلبي ومتوسط كالارتباط بين الاستقرار السياسي وحجم المصرف بمعدل (0.6). في حين باقي الارتباطات لم تكن معنوية، ويمكن اتخاذ القرار بعدم الحاجة لاستبعاد أي متغير من النموذج. باعتبار أن جميع الارتباطات تحقق شرط عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي باعتبارها أقل من 0.9 (Ratnasari et al, 2016).

9-1-3- اختبارات جذر الوحدة (استقرارية السلاسل الزمنية):

تهدف دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث إلى التأكد من خلوها من القيم الشاذة ، بحيث يجب أن يكون الانحراف المعياري ثابتاً، والمتوسط الحسابي ضمن سلسلة قيم المتغير. يطبق اختبار الاستقرارية لتحديد درجة استقرار السلاسل الزمنية الاقتصادية وهذا يساهم في تحديد أي الطرائق القياسية الملائمة التي يمكن أن توظف لاختبار العلاقات بين المتغيرات. وبعد إجراء اختبارات الاستقرارية المناسبة المتمثلة باختبارات ADF واختبار LLC واختبار PP لبيانات من نوع بانل، واختباري ADF وPP لبيانات السلاسل الزمنية، ويمكن تلخيص النتائج بالجدول الآتي:

الجدول رقم (4): تلخيص نتائج الاستقرارية

المتغير	النتيجة	
MV	مستقر عند الفرق الأول I(1)	مع ثابت واتجاه
EPS	مستقر عند المستوى I(0)	بدون ثابت واتجاه
LSIZE	مستقر عند الفرق الأول I(1)	مع ثابت واتجاه
ROE	مستقر عند المستوى I(0)	مع ثابت واتجاه
V	مستقر عند المستوى I(0)	مع ثابت واتجاه
RER	مستقر عند المستوى I(0)	مع ثابت
SPI	مستقر عند الفرق الأول I(1)	بدون ثابت واتجاه

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

نلاحظ من الجدول نتائج الاستقرارية أن بعض المتغيرات استقرت عند المستوى I(0)، كربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية، وحجم التداول، وسعر الصرف، في حين استقرت متغيرات أخرى عند الفرق الأول I(1)، كالمتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم)، وحجم المصرف، والاستقرار السياسي. ومن ثم سيتم استخدام نموذج آردل باعتباره الأنسب في هذه الحالة.

2-9- نموذج الانحدار الذاتي للفترات الموزعة:

يندرج نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع، ضمن النماذج الاقتصادية المستخدمة في اختبار التكامل المشترك، باستخدام منهج الحدود. ويعد الاختبار الأمثل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة مقارنة بالطرق الأخرى المعتادة في اختبار التكامل المشترك كطريقة (Engle– Granger, 1987)، أو اختبار التكامل المشترك لجوهانسون (Johanson Cointegration Test) في إطار نموذج (VAR). ويمكن استخدامه في ظل وجود عينة ذات حجم صغير، حيث أنه يعطي تقديرات كفؤة، كما أنه يقيس ويقدر علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات بغض النظر عن درجة تكاملها سواء أكانت متكاملة من الرتبة (0) أو الرتبة (1)، أو مزيج من هاتين الرتبتين، شريطة ألا تكون متكاملة من الدرجة (2) وذلك في الأجلين الطويل والقصير (إلياس وآخرون، 2022) (Narayan, 2005). أما في إطار البيانات من نوع بانل يتم تقدير نموذج ARDL باستخدام مقاربة Pooled mean groups (PMG) المقترحة من قبل (Pesaran and Shin 1999)، إذ تقوم هذه المقاربة على الجمع بين الطريقة التجميعية والمتوسط الفردي لمعاملات الانحدار الفردية، وتقوم بتقدير جزئين، جزء غير مشترك (أو متجانس فردياً) مرتبط بالأثر قصير الأجل، وجزء مشترك بين جميع الأفراد يقدر بالأثر طويل الأجل.

9-2-1- نتائج تقدير النموذج:

الجدول رقم (5): نتائج تقدير PMG/ARDL

Variable	Coefficient	Std.Error	T-Statistic	Prob
Long Run Equation				
EPS	-0.072	0.246	-0.92	0.77
LSize	222.97	54.28	4.107	**0.0001**
RER	443.65	55.35	8.014	**0.000**
ROE	-1.86	0.42	-4.38	**0.000**
V	7.34	275E-06	2.76	**0.008**
SPI	-42.16	15.83	-2.66	**0.009**
Short Run Equation				
COINTEQ 01	-0.539	0.12	-4.47	**0.0000**
D(MV(-1))	-0.21	0.06	-0.35	0.72
D(MV(-2))	-0.008	0.084	-0.09	0.92
D(MV(-3))	0.0047	0.081	-0.057	0.95
D(EPS)	0.498	0.174	2.85	**0.005**
D(EPS(-1))	-0.124	0.36	-0.34	0.72
D(EPS(-2))	0.067	0.58	0.116	0.907
D(EPS(-3))	0.05	0.49	0.103	0.91
D(Lsize)	276.65	200.15	1.38	0.16
D(Lsize(-1))	-71.92	152.46	-0.471	0.63
D(Lsize(-2))	-32.99	187.13	-0.176	0.86
D(Lsize(-3))	-241.9	173.06	-1.39	0.16
D(RER)	-64.46	72.22	-0.89	0.37
D(RER(-1))	42.85	83.46	0.51	0.608
D(RER(-2))	-4.9	48.99	-0.1001	0.92
D(RER(-3))	47.82	59.207	0.807	0.42
D(ROE)	-1.44	1.011	-1.42	0.15
D(ROE(-1))	1.98	1.11	1.78	**0.07**
D(ROE(-2))	4.307	1.47	2.91	**0.004**
D(ROE(-3))	2.905	1.49	1.94	**0.054**
D(V)	6.55E-05	3.86E-05	1.69	0.1
D(v(-1))	5.39E-05	5.37E-05	1.003	0.317
D(v(-2))	6.96E-05	0.0001	0.62	0.53
D(v(-3))	-1.67E-06	5.03E-05	-0.03	0.97
D(SPI)	31.13	117.9	0.26	0.79
D(SPI(-1))	49.36	154.41	0.319	0.74
D(SPI(-2))	-152.6	91.27	-1.67	**0.09**
D(SPI(-3))	426.48	85.76	4.97	**0.0000**
C	-2809.67	595.13	-2.72	**0.0000**
@TREND	-0.47	1.69	-0.281	0.77

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل تصحيح الخطأ Cointeq 01 معنوية وسالبة (أصغر من الواحد)، مما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وأن 53.9% من الأخطاء قصيرة الأجل يمكن تصحيحها للعودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل. وقد تبين أن أفضل نموذج تم اختياره بين النماذج التي تمت المفاضلة بينها هو نموذج مع اتجاه، حيث كانت معنوية معلمة الاتجاه أكثر قدرة على تصحيح الخطأ من نموذج مع ثابت ونموذج بدون ثابت واتجاه، وبقدرة تصحيحية 53.9% مقارنة بقدرة تصحيحية بلغت 31.9% لنموذج مع ثابت، وقدرة تصحيحية بلغت 31.6% لنموذج بدون اتجاه وثابت. مما يدل على أن علاقة التكامل المشترك بين المتغيرين تأخذ تطور خطي طردي. وقد تم اختيار أفضل نموذج بين النماذج المقارنة بحسب درجات الإبطاء وفق معيار Akaike Information Criteria وهو Model (4.4.4.4.4.4.4)، وهذا يعني اختيار أربع فترات تباطؤ لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدروسة.

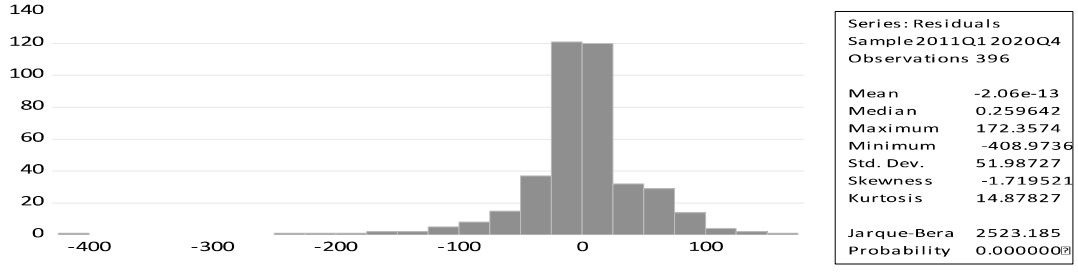
9-3- التأكد من صحة النموذج وجودته:

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

الجدول رقم (6): اختبارات جودة البواقي

الاختبار	النتيجة				
اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي Normality Test	2523.1 (0.000000)				
اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Correlgram		AC	PAC	Q-STAT	Prob
	1	-0.099	-0.09	3.9	.048
	2	-0.072	-0.08	6.002	.05
	3	0.037	.021	0.546	.08
اختبار الارتباط الفردي (Cross-section Dependence Test)	Pesaran CD	−0.83 **(0.4034)**			
اختبار استقرارية البواقي **(Unit Root Test)**	PP	ADF	LLC		
	558.54 **(0.0000)**	331.51 **(0.0000)**	−17.75 **(0.0000)**		

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات Eviews12



الشكل رقم (1): التوزيع الطبيعي للبواقي

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ويمكن عرض نتائج اختبارات جودة البواقي كالآتي:

1- بالنسبة لاختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test)، فنلاحظ من الجدول (6) أنه تم إجراء اختبار jarque– Bera للتأكد من أن بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، وقد بلغت القيمة الاحتمالية 0.000000، وبالتالي نرفض الفرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي وذلك لأن القيمة الاحتمالية للاختبار أصغر من 0.05. مما يعني أن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي(وهذا ما وضحه الشكل (1)).

2- بالنّسبة لاختبار الارتباط الفردي (cross–section dependence tests) ، يلاحظ أنّ القيمة الاحتماليّة ل (Pesaran CD)بلغت 0.4034، وهي أكبر من 0.05 ، وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضيّة العدم الّتي تنص على عدم وجود ارتباطٍ فردي بين بواقي النّموذج.

3- بالنسبة لاختبارات الاستقرارية (Unite root test)، نلاحظ من الجدول (6) أن القيمة الاحتمالية لاختبار , ADF وPP وLLC أصغر من 0.05 وبالتالي نستطيع رفض الفرضية العدم التي تنص على وجود جذر وحدة في سلسلة البواقي. وعليه فسلسة البواقي مستقرة.

4- بالنسبة للارتباط الذاتي: نلاحظ من الجدول (6) ومن خلال النظر لقيم AC التي توضح ارتباط البواقي عبر فترات زمنية متعددة، ونلاحظ أن قيمتها غير مرتفعة بالنسبة للتأخيرات المبكرة وهذا يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي، فضلاً عن ذلك فإن القيم تقع ضمن حدود الأهمية (نطاقات الثقة المحددة بين 1- و 1) حيث نلاحظ ن قيمتها قريبة جداً من الصفر، وهذا دليل آخر على عدم وجود الارتباط الذاتي. وبالمقابل يوضح PAC الارتباط عند كل تأخيرة بعد إزالة التأثيرات السابقة، وإن قيمها (من خلال النظر إلى الجدول 6) غير مرتفعة وقريبة جداً من الصفر ، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي.

بناءً على الاختبارات السابقة يمكن الحكم على النموذج على أنه جيد، وبأن هناك علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، وبالتالي من خلال الاعتماد على نتائج تقدير النموذج في الجدول (5)، يمكن التوصل إلى المتغيرات ذات الأثر المعنوي في القيمة السوقية للأسهم، وعليه يصاغ النموذج كما يلي:

$$MV = -2809.48 + 222.9\ LSize + 443.65\ RER - 1.86\ ROE + 7.34\ V - 42.16\ SPI$$

10- مناقشة النتائج:

بالنسبة لمعامل ROE الممثل للعائد على حقوق الملكية، نلاحظ أنه معنوي وبإشارة سالبة، وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على وجود أثر له في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية، وبناءً على ذلك يوجد أثر عكسي للعائد على حقوق الملكية في المتغير التابع المدروس عند مستوى معنوية 1%، فزيادة بمقدار 1% في هذا العائد سوف يؤدي إلى انخفاض بمقدار 1.86% في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فإن معامل ROE معنوي وبإشارة موجبة في الفترة (T–1) عند مستوى معنوية 10%، وفي الفترة (T–2) عند مستوى معنوية 1%، والفترة (T–3) عند مستوى معنوية 10%، وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على وجد أثر معنوي للعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير، فزيادة بمقدار 10% في الفترة T–1 في العائد على حقوق الملكية تؤدي إلى زيادة بمقدار 1.98% في القيمة السوقة للأسهم، وزيادة بمقدار 1% في المحدد المذكور في الفترة T–2 تؤدي إلى زيادة بمقدار 4.30% في المتغير التابع، وأيضاً زيادة بمقدار 10% في الفترة T–3 تؤدي إلى زيادة بمقدار 2.90% في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

بالنسبة لربحية السهم فقد تبين عدم وجود أثر معنوي لها في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لها 0.77 وهي أكبر من 0.05، وعليه نرفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على وجود أثر معنوي في المتغير التابع المذكور. أما في الأجل القصير فقد كان معامل EPS معنوي وبإشارة موجبة في الفترة T عند مستوى دلالة 1% وعليه نقبل الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على وجود أثر معنوي للمحدد المذكور في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة، فزيادة بمقدار 1% في ربحية السهم تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية للأسهم بمقدار 0.49%.

بالنسبة لمعامل V الممثل لحجم التداول، نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص عل وجود أثر لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية ، وبناءً على ذلك يوجد أثر طردي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة عند مستوى معنوية 1%، فزيادة بمقدار 1% في حجم التداول سوف يؤدي إلى زيادة بمقدار 7.34% في القيمة السوقية لأسهم المصارف محل الدراسة في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فإن معامل V غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية السادسة التي تنص على وجود أثر معنوي لحجم التداول في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

بالنسبة لمعامل Size الممثل لحجم المصرف، نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية السابعة التي تنص على وجود أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية، وبناءً على ذلك يوجد أثر إيجابي بين المتغيرين المذكورين عند مستوى معنوية 1%، فزيادة بمقدار 1% في حجم المصرف سوف يؤدي إلى زيادة بمقدار 222.9% في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فإن معامل Size غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر ذو دلالة معنوية لحجم المصرف في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية الفرعية الثامنة التي تنص على وجود أثر معنوي لحجم المصرف في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

المتغيرات الضابطة:

بالنسبة لمعامل RER الممثل لسعر الصرف الحقيقي، نلاحظ أنه معنوي وبإشارة موجبة، وبالتالي هناك أثر طردي لسعر الصرف الحقيقي في قيمة الأسهم السوقية، فزيادة بمقدار 1% في سعر الصرف الحقيقي سوف يؤدي إلى زيادة بمقدار 443.65% في القيمة السوقية للأسهم في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فإن معامل RER غير معنوي، وبالتالي لا يوجد أثر معنوي لسعر الصرف الحقيقي في القيمة السوقية للأسهم في الأجل القصير.

بالنسبة لمعامل SPI الممثل لمتغير الاستقرار السياسي، نلاحظ أنه معنوي وبإشارة سالبة، وبالتالي هناك أثر عكسي للاستقرار السياسي في قيمة الأسهم السوقية، فزيادة بمقدار 1% في الاستقرار السياسي سوف يؤدي إلى نقصان بمقدار 42.16% في القيمة السوقية للأسهم في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير فقد كان معامل SPI معنوي وبإشارة سالبة في الفترة t–2 عند مستوى معنوية 10%، ومعنوي وبإشارة موجبة في الفترة T–3 عند مستولى معنوية 1%. فزيادة بمقدار 10% في الاستقرار السياسي في الفترة T–2 تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم بمقدار 152.69%، وبالمقابل زيادة SPI بمقدار 1% في الفترة T–3 تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم بمقدار 426.48%.

11- الاستنتاجات:

اعتمدت الدراسة على منهجية ARDL – وهو أحد نماذج بانل الديناميكية والتي تستخدم عندما لا تستقر المتغيرات عند نفس المستوى– لدراسة أثر بعض المحددات الداخلية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية خلال الفترة 2011 حتى 2020 باستخدام بيانات ربعية. تم التعبير عن القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة

من خلال سعر الإغلاق الربعي، على اعتبارها متغير تابع، بينما تم التعبير عن المحددات الداخلية من خلال عدة مؤشرات وهي (العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم، حجم التداول، وحجم المصرف) على أنها متغيرات مستقلة. وتضمنت الدراسة سعر الصرف الحقيقي، والاستقرار السياسي كمتغيران ضابطان. وتوصل البحث إلى:

المتغيرات المستقلة:

1- وجود أثر معنوي وعكسي لمعدل العائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية في الأجل الطويل، ويمكن تفسير ذلك بأنه منذ عام 2011 وبداية التأثير الفعلي للحرب على أنشطة المصارف، بدأت مؤشرات الربحية تشهد تقلبات كبيرة نتيجة الأوضاع الاقتصادية غير المستقرة، فقد حققت معظم المصارف خسارة تشغيلية نتيجة انخفاض في الإيرادات من الفوائد بسبب تعثر العديد من العملاء، ثم شهدت بعدها هذه المؤشرات ارتفاعات متذبذبة على الرغم من الانخفاض في حجم الإيرادات المتحصلة من الفوائد، وذلك نتيجة تقلبات أرباح المصارف غير المحققة والناتجة عن إعادة تقييم مركز القطع البنيوي، ومتأثرةً في الارتفاع والانخفاض بسعر الصرف، وبالنهاية أسهمت هذه التقلبات في عدم ثقة المستثمرين بمؤشرات الربحية المرتفعة والمحققة خاصةً في فترة الحرب نتيجة عدم تحققها من أنشطة المصارف التشغيلية، وبالتالي انخفض الطلب على أسهمها، وانخفضت قيمة هذه الأسهم السوقية. كما وتبين وجود أثر للعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير ويعزى الأمر إلى أنه مع وجود عائد مرتفع على حقوق الملكية فإن المصرف لديه الفرصة لتوفير دخل كبير للمساهمين، مما سيكون له تأثير على زيادة القيمة السوقية للأسهم لأنه سيزداد الطلب عليها من قبل المستثمرين المحتملين.

2- وجود أثر معنوي لربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية في الأجل القصير ويعزى الأمر أنه كلما زادت الأرباح التي يحققها المستثمرون من التعامل في أسهم المصارف المدروسة كلما زادت ثقتهم بقدرة هذه المصارف وتنافسيتها وقدرتها على تحقيق أرباح وبالتالي توزيع عوائد وهذا ما ينعكس إيجاباً في القيمة السوقية للأسهم.

3- وجود أثر معنوي وإيجابي لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية على الأجل الطويل، وربما يكون السبب في ذلك أن زيادة حركة التداول على أسهم مصرف ما، يعني أن هذا المصرف مرغوب به فيزداد الطلب على أسهمه وترتفع قيمتها السوقية. ولم يلحظ وجود أثر لحجم التداول في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير وربما يعزى الأمر إلى أن أثر هذا المحدد يظهر في الأجل الطويل فقد يحتاج خبر زيادة (انخفاض) حجم التداول على أسهم مصرف ما فترة زمنية حتى يصل إلى نطاق أوسع من المتعاملين في السوق، وبالتالي فإن الزيادة الجديدة للتداول (انخفاضها) على أسهم المصرف قد تتأخر، وهذا ما يفسر تأخر تأثر القيمة السوقية للأسهم بالزيادة أو الانخفاض المرتبطة بزيادة (انخفاض) حجم التداول.

4- وجود أثر معنوي وإيجابي لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية في الأجل الطويل، ويعزي الأمر إلى أن الزيادة في حجم أصول المصرف يعد عاملاً يؤثر على قيمته السوقية، وذلك من خلال زيادة قدرته على الحصول على مصادر التمويل الداخلية والخارجية، وبالتالي فإن المصارف ذات حجم الأصول الكبير تكون أكثر جاذبية للمستثمرين وهذا سيؤثر على القيمة السوقية لأسهمها في السوق، حيث يزداد الطلب عليها وبالتالي تميل هذه القيمة للارتفاع. ولم يلحظ وجود أثر لحجم المصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير وربما يعزى الأمر إلى أن أثر هذا المحدد يظهر في الأجل الطويل ويحتاج لفترة زمنية حتى يلحظه المتعاملون مع المصارف سواء ازداد حجمها أو انخفض، وبالتالي لمعرفة العملاء مدى سلامة هذه المصارف وقوتها

(أو هشاشتها وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها) وهذا ما يؤثر على طلبهم على أسهمها، وبالتالي ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية.

المتغيرات الضابطة:

1- وجد أثر معنوي إيجابي لسعر الصرف في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية في الأجل الطويل، وربما يمكن تفسير ذلك بحسب النظرية التقليدية، حيث إن ارتفاع سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) يجعل منتجات المصارف وخدماتها تبدو أرخص، مما يزيد الطلب عليها من قبل المستوردين الأجانب، فيزيد مبيعاتها وبالتالي ربحيتها، وهذا يجعلها بموقف تنافسي كبير، مما يجعل هذا المصارف جذابة للاستثمار فيها، فيسارع المستثمرون لشراء أسهمها والذي ينعكس إيجاباً في القيمة السوقية لهذه الأسهم. ولم يلحظ وجود أثر لسعر الصرف الحقيقي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة في الأجل القصير وربما يعزى الأمر إلى أن أثره طويل الأجل ولا يظهر في الأجل القصير وذلك بسبب مشكلة عدم التجانس الوقتي المرتبطة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، حيث أن أي تغير في هذه المتغيرات يحتاج إلى فترة زمنية معينة حتى تبدأ آثارها بالظهور.

2- كان للاستقرار السياسي أثر معنوي سلبي في القيمة السوقية لأسهم المصارف التقليدية الخاصة العاملة في سورية في الأجل الطويل، وربما يمكن تفسير ذلك بأن عدم الاستقرار السياسي يمكن أن يكون عاملاً حاسماً في زيادة المخاطر للمستثمرين في السوق المالية. حيث أن زيادة حالة عدم اليقين بشأن المستقبل المرافق لحالة عدم الاستقرار السياسي يوثر على مسار العمل في الأسواق المالية بحيث ينخفض الطلب وتداول الأسهم فيها، وهذا يقود إلى انخفاض قيمة الأسهم السوقية، على اعتبار أن المستثمرين يرغبون ببيئة آمنة للاستثمار، وباعتبار الفترة المدروسة هي فترة الحرب السورية وتميزت بمعظم سنواتها بحالة عدم استقرار سياسي، فإن المستثمرين لا يملكون تفاؤلاً كبيراً بخصوص مستقبل الاستقرار السياسي في سورية، ويخشون استمراره أو تكراره، وهذا يؤثر على الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وفي ظل هذا التفكير سيتوقعون انخفاض أسعار الأوراق المالية (الأسهم)، وسيخشون من تحقيق خسائر رأسمالية، وسيمتنعون عن شراء الأسهم، وسينخفض الطلب عليها، وتنخفض قيمتها السوقية. أما في الأجل القصير فقد كان أثر هذا المحدد إيجابي في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة، ويفسر ذلك بأن الاستقرار السياسي يرافقه بيئة استثمار آمنة، ومخاطرة أقل، ودخل جيد للمستثمرين، فيتوجهون إلى أوجه الاستثمارات المختلفة ومنها أسهم المصارف، فترتفع قيمة الأسهم السوقية بسبب زيادة الطلب عليها.

12- التوصيات:

1- ضرورة الاهتمام بالمحددات الداخلية التي تمتلك تأثيراً في القيمة السوقية لأسهم المصارف المدروسة (حجم الأصول، حجم التداول والعائد على حقوق الملكية)، وذلك من أجل الحفاظ على قيمة سوقية جيدة للأسهم.

2- عدم إغفال المحددات الداخلية التي أظهرت نتائج الدراسة أنها لا تمتلك تأثير في القيمة السوقية لأسهم المصارف (مثل ربحية السهم)، وإظهار هذه المحددات بشكل يعكس الوضع الحقيقي لأداء المصارف وخاصةً على صعيد مؤشرات الربحية، حيث أن عدم قدرة هذه المحددات المدروسة على تفسير التغير الحاصل في القيمة السوقية لا يلغي أهميتها.

3- حث السلطات النقدية على الاهتمام بضبط سعر الصرف الليرة السورية لما له من انعكاسات في قيمة الأسهم السوقية.

4- ضرورة العمل على إيجاد بيئة محلية مستقرة سياسياً، تشجع مختلف أنواع الاستثمارات بما فيها الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم)، حيث أن وجود بيئة آمنة تعد من أوائل الأمور التي يتطلع إليها المستثمرون عند اتخاذ قرارات استثمارية.

5- ضرورة إجراء دراسات أخرى تتناول محددات داخلية أخرى، وعدم الاقتصار على المحددات المدروسة في هذا البحث، والوقوف على طبيعة العلاقة بين هذه المحددات وبين القيمة السوقية للأسهم، وتحديد أي المحددات أكثر تأثير في قيمة الأسهم السوقية.

13- المراجع:

1- الإمام، صلاح الدين محمد أمين (2018)، **مؤشرات الربحية وتأثيرها في الأسعار السوقية للأسهم– دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية**، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة الحادية والأربعون– العدد مئة وسبعة عشر.

2- الإمام، صلاح الدين محمد أمين؛ الهميله، تحسين عاصي جاسم (2022)، **تحليل المحددات الخارجية وأثرها في القيمة السوقية للمصارف وشركات القطاع الصناعي**، مجلة كلية مدينة العلم، المجلد 14، العدد 1.

3- بو عزيز، أزهر (2020)، **العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للمصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان**، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 4، العدد 3.

4- بيطار، منى؛ حمود، نشوى (2021)، **المحددات الاقتصادية الكلية للمخاطر الائتمانية في المصارف التقليدية الخاصة في سورية (دراسة قياسية)**، مجلة جامعة حماة، المجلد الرابع، العدد الثاني.

5- الحلبي، جود؛ كنجو، كنجو (2021)، **العوامل المؤثرة في القيمة السوقية لأسهم المصارف الإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة حماة، المجلد الرابع، العدد الثاني.

6- الزهراني، علي خلف إبراهيم (2022)، **أثر السيولة على القيمة السوقية للشركات السعودية المساهمة خلال 2011– 2022**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية المجلد (6)، العدد (15).

7- الطائي، عبدالله محمد طاهر: الشكرجي، بشار ذنون محمد (2022)، **مؤشرات الربحية وأثرها في القيمة السوقية– دراسة لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة2001 – 2019**، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 41– العدد (133).

8- عادل، بولجنيب (2022)، **أثر النسب المالية على أسعار الأسهم– دراسة قياسية باستخدام التحليل العاملي**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 7، العدد 1، جامعة أم البواقي، الجزائر.

9- فاضل، سفيان (2017)، **أثر حجم التداول على أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة 2015– 2016**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي الميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية، فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح–ورقلة –كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير.

10- الياس، بن سبع؛ شهناز، بدراوي؛ عائشة، عوار (2022)، أثر التنمية المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر – دراسة اقتصادية قياسية باستخدام نموذج (ARDL) خلال الفترة 1990– 2020، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 7، العدد 1.

11- Altahtamouni, F. (2018). ***Determinants of Market Value (Case of Jordanian Banks).*** International Business Research, 11(1),

12- Darami, Aflah bt Isaa; Shahidan, Aina Syazwina Bt; Romli, Nurulashikin bt (2022), ***The Determinants of Share Price on Commercial Bank in Bursa Malaysia***, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences Vol. 1 2 , No. 9.

13- Gharaibeh, Omar Khlaif; Jaradat, Mahmoud Ali (2021), ***Determinants of Stock Prices in Jordanian Banks: An Empirical Study of 2006-2018***, Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 8 No 7.

14- Gueyie, Jean-Pierre; Diallo, Mouhamadou Saliou; Diallo, Mamadou Fadel (2022), ***Relationship between Stock Returns and Trading Volume at the Bourse Régionale des Valeurs Mobilières***, West Africa, International journal of Financial Stud. 2022, 10, 113.

15- Idawati, Wiwi ; Wahyudi, Aditio (2015), ***Effect of Earning Per Shares (EPS) and Return On Assets (ROA) against Share Price on Coal Mining Company Listed in Indonesia Stock Exchange***, Journal of Resources Development and Management,Vol.7.

16- Islam, Md. Rashidul; Khan, Tahsan Rahman; Choudhury, Tonmoy Toufic; Adnan, Ashique Mahmood (2014), **How Earning Per Share (EPS) Affects on Share Price and Firm Value**, European Journal of Business and Management, Vol.6, No.17.

17- John, Onyedikachi O (2015), ***stock market price and its determinants: a case study of nigerian bank***, Journal of Advance Research in Business Management and Accounting, Vol. 1 No. 10.

18- Narayan, P, Kishore, P, (2005), ***The Saving and Investment Nexus For China, Evidence From Cointegration Tests***, Applied Economics, Vol. 37

19- Owolabi, A; Enyi, E. (2014). ***Impact of Credit Risk Exposure on The Market Value of Nigerian Banks (2006 – 2012).*** American International Journal of Contemporary Research, 4(10).

20- Ratnasari, D; Nazir, F; Toresano, L O H Z; Pawiro, S A; Soejoko, D S (2016), ***The correlation between effective renal plasma flow (ERPF) and glomerular filtration rate (GFR) with renal scintigraphy 99mTc-DTPA study***, Journal of 11Physics: Conference Series 694 (2016) 012062.

21- Wahyuni, Sri; Tursinawati, Anita Dewi; Dirgantari, Novi; Hapsari, Ira (2022), ***determinant factors analysis of company value: (empirical study on health industry sector during the covid 19 pandemic),*** IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), Volume 24, Issue 4.