اختبار قدرة عاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

فاطمة جليدان* أ.د. هزاع مفلح**

(الإيداع: 26 تشرين الأول 2025، القبول: 23 كانون الثاني 2026)

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى اختبار قدرة عاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2017 وحتى عام 2024 بالاعتماد على البيانات الشهرية.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخرج القيمة السوقية للأسهم من البيانات المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث اشتملت عينة البحث على شركات التأمين المدرجة في السوق وعددها (6) شركات، وتم تحليل البيانات باستخدام الأساليب الإحصائية وذلك بالاعتماد على برنامج (Spss v22)، وقد توصلت الدراسة إلى أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية ، وقد تبين أن عامل الحجم له تأثير إيجابي على القيمة السوقية على عكس عامل القيمة الذي يؤثر بشكل سلبي على القيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: عامل الحجم، عامل القيمة، القيمة السوقية، شركات التأمين.

* طالبة ماجستير ،كلية الاقتصاد،جامعة حماة.

**أستاذ في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حماة.

Testing the Ability of Size and Value Factors to Determine the Market Value of Insurance Company Shares Listed on the Damascus Securities Exchange

Fatima Jlidan * * Prof. Dr. Hazza Mufleh**

(Received: 26 October 2025, Accepted: 23 January 2026)

Abstract:

This study aims to test the ability of size and value factors to determine the market value of insurance company shares on the Damascus Securities Exchange (DSE) during the period from 2017 to 2024, based on monthly data.

To achieve the study's objectives, the market value of shares was extracted from data published on the DSE. The research sample included (6) insurance companies listed on the market. The data were analyzed using statistical methods, using the SPSS v22 program. The study concluded that size and value factors have a statistically significant effect on determining the market value of insurance company shares on the DSE. It was found that size has a positive effect on market value, unlike value, which has a negative effect.

Keywords: size factor, value factor, market value, insurance companies.

* Master's student, Faculty of Economics, Hama University.

**Professor in the Department of Economics, Faculty of Economics, Hama University.

1.المقدمة:

تتطلب عملية تقييم الأسهم معرفة بالنظريات الاقتصادية، واستراتيجيات إدارة الشركات، وطرق التحليل والتقييم، وظروف السوق والمنافسة عدا عن تأثير التطور التكنولوجي على الشركات، والمعاملات داخل أسواق رأس المال. وتتم عملية التقييم من خلال مداخل عديدة باستخدام نماذج تسعير الأصول وتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

يعتمد التقييم الجيد لأي أصل مالي على إيجاد القيمة العادلة، وتعتبر مخاطر الاستثمار من أهم العوامل المؤثرة في الأسواق المالية، وبالتالي فإن القدرة على فهم وقياس وإدارة مخاطر الاستثمار في السوق المالي بصورة صحيحة، هي أساس تقييم الأصول المالية. قدم شارب William sharp نموذج تسعير الأصول الرأسمالية سنة 1964، ومن ثم أصبحت عملية تقييم الأوراق المالية تتم وفق إجراءات تعتمد على أساس علمي، حيث قدم النموذج ما يسمى "عامل السوق" ممثلا بمعامل بيتا β بأهميته البالغة في تقدير المخاطر النظامية للاستثمارات المالية.

ظهرت لاحقا نماذج أخرى لتسعير الأصول في الأسواق المالية بسبب قصور نموذج شارب، مثل نموذج التسعير بالمراجحة والتي افترضت أن معدل العائد المتوقع على أصل ما يتأثر بالعديد من المتغيرات وليس فقط المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق)، وفي السياق ذاته قدم كلاً من فاما وفرنش Fama&French,1993 نموذج العوامل الثلاثة، والذي أضاف عاملي الحجم والقيمة إلى عامل السوق (1993) ومن ثم طوراه إلى نموذج العوامل الخمسة (2015) بإضافة عاملي الربحية والاستثمار.

تأتي هذه الدراسة لاختبار قدرة عاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية، بالإضافة إلى تحديد العامل الذي له تأثير أعلى في القيمة السوقية بالتطبيق على أسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2.مشكلة البحث:

ركزت نماذج تسعير الأصول، على العلاقة بين العائد والمخاطرة ومحاولة تفسير العوائد وتبايناتها عبر تحديد ما أمكن من عوامل المخاطرة التي تسبب هذه التباينات، مروراً بنماذج فاما وفرنش الثلاثي والخماسي وغيرها مما يطلق عليهم بنماذج العوامل بما فيهم نموذج كارهات الرباعي .

تم اختبار النماذج المذكورة أعلاه في عدد كبير من الدراسات وفي أسواق مختلفة، إلا أن هذه الأسواق تختلف من حيث البنية والخصائص، ومن هنا برز التساؤل الآتي:

- **ما قدرة عاملي الحجم و القيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟**

3.أهداف البحث:

يهدف البحث إلى التعرف على قدرة كلا من عاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

4.أهمية البحث: تتمثل أهمية البحث، في اختبار قدرة عاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتحديد أي عامل له تأثير وقدرة أعلى على تفسير القيمة السوقية ، وهو ما يسهم في تقديم معلومات مفيدة تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب بالاستثمار من حيث الأسهم ذات القيمة السوقية الأعلى.

5.فرضية البحث:

استناداً إلى مشكلة البحث وفي سبيل تحقيق أهدافه، تم وضع الفرضية الآتية:

- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعامل الحجم وعامل القيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

6.متغيرات البحث:

-**المتغيرات المستقلة:** عامل الحجم وعامل القيمة

-**المتغير التابع:** القيمة السوقية

7.منهجية البحث:

تم الاعتماد في هذا البحث على المنهج الوصفي، القائم على تجميع المادة العلمية التي يتطلبها البحث من مصادرها المختلفة وتحليلها، ولاختبار فرضيات البحث سيتم الاعتماد على البيانات المنشورة لأسهم شركات التأمين لاستخراج كل من عامل الحجم وعامل القيمة وبيانات القيمة السوقية المنشورة ضمن التقارير الرسمية الشهرية، ومن ثم تحليلها للوصول إلى النتائج باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS.

8.حدود البحث:

-**الحدود المكانية:** شملت عينة البحث شركات التأمين المدرجة في بورصة دمشق للأوراق المالية وهي (الشركة المتحدة للتأمين، شركة آروب ، شركة السورية الوطنية، شركة العقيلة للتأمين التكافلي، شركة الكويتية للتأمين، شركة الاتحاد التعاوني).

-**الحدود الزمانية:** تمت الدراسة التطبيقية الخاصة بهذا البحث خلال الفترة الزمنية من عام 2017–2024 بالاعتماد على البيانات الشهرية للدراسة.

9.الدراسات السابقة:

الدراسات العربية:

- **دراسة عكار وناصح، 2020 اختبار تأثير نموذج العوامل المتعددة(Fama&French) في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في سوق عمان:**

هدفت الدراسة بناء محفظة الأسهم المثلى في سوق عمان للأوراق المالية باستخدام نموذج Fama&French وكان مجتمع وعينة الدراسة في سوق عمان للأوراق المالية حيث استهدف قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة، والقطاع المالي للفترة 2013–2017

اهم النتائج التي توصل لها أن قطاع الخدمات في سوق عمان للأوراق المالية يعد أفضل قطاع في سوق عمان للأوراق المالية بالمقارنة مع قطاع الصناعة والقطاع المالي حيث حقق قطاع الخدمات أعلى عائد وبمخاطرة معقولة قياساً بالقطاعات الأخرى.

- **دراسة جبر وصالح، 2018 تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج Fama&French ذو العوامل الخمسة:**

هدفت الدراسة الى اختبار نموذج Fama&French خماسي العوامل لتقييم الأسهم العادية وتمثل مجتمع وعينة الدراسة القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية إذ تمثلت الفترة من(2005–2014) فيما اشتملت عينة الدراسة (11) مصرفاً الأساليب المستخدمة عوائد الحجم، والقيمة الدفترية الى القيمة السوقية، الربحية، الاستثمار، ومعامل بيتا.

اهم نتائج التي توصلت لها الدراسة يمكن اعتماد نموذج Fama&French خماسي العوامل في تقييم الأسهم العادية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لكونه اظهر قدرة تفسيرية عالية لاختلافات عوائد الأسهم، وهنا يثبت قدرته على احتواء جميع المخاطر ومن ثم يستطيع تعويض المستثمر عنها، كما يعد عامل الربحية من أبرز العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم في هذا النموذج والتي يكون لها انعكاس واضح وملموس على هذه الأسهم وقيمتها السوقية.

- **دراسة عرنوق،2015 أثر عوامل Fama&French في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة:**

هدفت الدراسة الى بيان قدرة نموذج Fama&French في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة وخاصة نموذج Fama&French خماسي العوامل.

كان مجتمع وعينة الدراسة أسواق دبي المالية والأساليب المستخدمة هي معدل النمو، معامل بيتا، معاملات نموذج Fama&French.

اهم نتائج الدراسة هي

–اعتبار عوامل نموذج Fama&French الخماسي قادرة على التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق دبي على المستوى السوقي، على المستوى القطاعي وعلى المستوى القطاعي المعدل .

–اعتبار عوامل نموذج الخماسي المعدل لعامل GDP (Gross Damastic Prednch) قادرة على التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق دبي على المستوى السوقي ، المستوى القطاعي و المستوى القطاعي المعدل.

–تحسن قدرة نموذج Fama&French الخماسي على التنبؤ بعوائد الأسهم بعد إضافة معدل نمو الناتج المحلي GDP ل 68% من مجموع الحالات التي جرى اختبار النموذجين عليها على المستوى السوقي، ول 57% من مجموع الحالات التي جرى اختبار النموذجين عليها على المستوى القطاعي ول 68% من مجموع الحالات التي جرى اختبار النموذجين عليها على المستوى القطاعي المعدل.

الدراسات الأجنبية:

- **دراسة (Chen et al.,2017) بعنوان:"Application in the Portfolio of China's A-share Maket with Fama-French Five-Factor Model and the Robust Median Covariance Matrix"**

تطبيق المحفظة في سوق الصين لنموذج خماسي العوامل لفاما وفرنش ومصفوفة التباين المشترك

هدفت الدراسة الى إمكانية دراسة بناء محفظة استثمارية في سوق الأوراق المالية في الصين من خلال تنفيذ نموذج Fama&French خماسي العوامل.

تمثلت مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في الصين وكانت الأساليب المستخدمة هي مصفوفة التباين، العائد المتوقع.

أهم النتائج التي تم التوصل لها أن أداء المحفظة الذي تم أنشاءه بوساطة نموذج Fama&French خماسي العوامل أكثر حساسية لتذبذب سوق الأوراق المالية في الصين وأن منهج مصفوفة التباين يميل إلى عوائد مستقرة نسبيا للمحفظة.

- **دراسة أوبرين 21 ، 2007 ، بعنوان " :نموذج فاما وفرنش في استراليا هل يعتبر عاملي الحجم وعامل القيمة الدفترية على القيمة السوقية جسور للمخاطر المتطرفة**

- Fama and French factors in Australia- are SMB and HML proxies for extreme Risk"

قام الباحث في هذه الدراسة باستخدام عاملي الحجم ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لدراسة مدى قدرة نموذج فاما و فرنش على تفسير معدل العائد للأسهم في الشركات المدرجة في استراليا مقارنة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

وقد جاءت هذه الدراسة لتستكمل عدد من الدراسات التي تمت في استراليا وخاصة أن معظم الدراسات السابقة كانت قد عانت من عدم القدرة على جمع البيانات المالية اللازمة للشركات لذلك كان من أهم ما يميز هذه الدراسة هي شمولها ل % 98 من الشركات المدرجة في السوق المالي في استراليا و على الفترة الممتدة من سنة 1981 إلى سنة2005

10.مساهمة البحث:

يكمن الاختلاف الرئيسي بين الدراسة المقترحة والدراسات السابقة في الأمور التالية:

- من حيث مجتمع الدراسة: هو سوق دمشق للأوراق المالية، في حين كانت الدراسات السابقة قد تمت في دول أخرى مثل دبي، استراليا، الصين، .... الخ.
- من حيث مضمون الدراسة وأساليبها: تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها تناولت اختبار قدرة عاملي الحجم والقيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين في سوق دمشق المالية، وذلك بالاعتماد على بيانات شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، وهذا مايميز هذه الدراسة هو مجتمع وعينة البحث قطاع التأمين فقط، فيما أن معظم الدراسات طبقت على قطاعات مختلفة منها القطاع الصناعي والقطاع المالي كما أنها قد تشترك مع الدراسات الأخرى في اتباع مجموعة من الأساليب الإحصائية.

11.الإطار النظري للبحث:

في إطار النماذج الحديثة لتسعير الأصول، قدم كل من يوجين فاما وكينيث فرنش (Fama&French)عام 1993 نموذجاً توسعياً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية(CAPM)، يعرف بنموذج فاما–فرنش ثلاثي العوامل. أضاف النموذج عاملين جديدين إلى عامل السوق التقليدي، وهما: عامل الحجم، وعامل القيمة، بهدف تفسير التباين في عوائد الأسهم بشكل أفضل مما يتيحه نموذج CAPM الكلاسيكي.(Fama&French1993).

1.11عامل الحجم:

يمثل الفرق في متوسط العوائد بين الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة وتلك ذات القيمة السوقية الكبيرة، كما أن الشركات الصغيرة تحقق عوائداً أعلى من الشركات الكبيرة على المدى الطويل وهذا ما يعرف ب "أثر الحجم" (Banz,1981).

كما تم التأكيد على أن حجم الشركة له تأثير في عوائد الأسهم، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى أن حجم الشركة مقاساً بالقيمة السوقية، يرتبط عكسياً مع معدل العائد، وأن المحافظ المؤلفة من أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الصغيرة تجني عوائد إضافية أعلى من تلك المؤلفة من أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر، وتم تحديد حجم الشركات الكبيرة والصغيرة بناءً على القيمة السوقية للأسهم. (الكور، الزطيف، 2018)

حيث يعتبر عامل الحجم هو العامل الثاني من عوامل فاما وفرنش الثلاثي ويقاس وفق الصيغة الاتية:

$$\text{Number of Shares traded} * \text{Share Price in the Market} = \mathbf{MVE} \quad \ldots(1)$$

MVE= القيمة السوقية لحقوق الملكية

عدد الأسهم المتداولة = Number of Shares traded

سعر السهم في السوق = Shares Price in the Market

2.11 عامل القيمة

وهو أحد العوامل الثلاثة لفاما وفرنش إذ أن الهدف الأساسي لهذا النموذج يكمن في استعمال مؤشر السوق كممثل للعامل المشترك العام،(Bodie.Z,Alex ،2008) فالقيمة الدفترية للسهم هي عبارة عن القيمة التي يمكن الحصول عليها إذا أن بيع جميع أصول الشركة بسعر مساو تماما لقيمتها الدفترية (المحاسبية) وبعد تسديد كافة الالتزامات على الشركة، وتعرف في علم التمويل حديثا أن القيمة الدفترية هي التكلفة التاريخية لرأس مال الشركة.

أما القيمة السوقية للسهم فهي قيمة السهم في السوق من خلال قوى الطلب والعرض على السهم أثناء تداوله في السوق، تتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي تتقلب باستمرار تبعا لتغير توقعات المستثمرين بخصوص عائد ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية. وتعرف المحافظ التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية عالية بمحافظ القيمة، أما المحافظ التي تكون نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية فيها منخفضة فتعرف بمحافظ النمو. (الكور،الزطيف، 2018).

كما يفترض النموذج بأنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية للسهم فإن المستثمر يكون متفائلا حول مستقبل السهم وبالعكس في حالة إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية للسهم فإن المستثمر يكون متشائما حول مستقبل السهم، وعليه فإن الشركات التي تمتلك معدل مرتفع من القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك قيمة منخفضة ، وعندما اختبر فاما وفرنش افتراضاتهما وجد أن الشركات التي لها قيمة دفترية صغيرة وقيمة سوقية مرتفعة يكون لها معدلات عائد أعلى من متوسطات العوائد السوقية، وعليه فإن لكل شركة نسبة مختلفة من القيمة الدفترية والقيمة السوقية. (جبر، صالح، 2018)

وتقاس بواسطة قسمة القيمة الدفترية للسهم على القيمة السوقية للسهم وفق الصيغة الآتية:

$$....(2)\frac{BV}{MV} = \frac{Book\ Value\ of\ The\ Share}{share\ price\ in\ the\ market}$$

حيث أن :

BV/MV= القيمة الدفترية على القيمة السوقية

$Book\ Value\ of\ The\ Share$ = القيمة الدفترية للسهم

$share\ price\ in\ the\ market$ = سعر السهم في السوق

3.11 القيمة السوقية:

"وهي السعر الذي يتداول به السهم في وقت معين في رأس المال" (Gitman,Lawerence)

وتعرف بأنها السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية ، وهي لا تتسم بالثبات بل بالتقلب من وقت لأخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة، وأداء الشركة المتوقع. (الشنطي ، وشقر، 2007)

وتعرف كذلك بأنها " قيمة السهم العادي في السوق المالية ، وتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على السهم المعروض للتداول في السوق ، وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار ، فهي تتقلب باستمرار تبعا لتغير توقعات المستثمرين بشأن

عائد ومخاطرة السهم والحالة الاقتصادية للبلاد وعادة ما يدخل هذه التوقعات عنصر الإشاعات ، وعدم اعتمادها على التحليل السليم (Hoover,2006)

1.3.11 العوامل المالية المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم:(شقير، معاذ، 2019)

1) القيمة الدفترية:

يهتم معظم الماليين بالسعر الذي يتداول به السهم خاصة إذا كان أقل من القيمة الدفترية للسهم، وهذا يفسر على أنه إشارة للشراء. هذا الرأي يتناقض مع آراء بعض الباحثين الآخرين، وهذا بسبب اعتماد بعض المحللين استراتيجية القيمة كمفتاح للنجاح في شراء الأسهم وتقول هذه الفرضية أن الأسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) متدنية تحقق معدلات أعلى من تلك الأسهم التي تكون (قيمتها السوقية / قيمتها الدفترية) مرتفعة.

2) الأرباح المحققة:

يعتبر ربح الشركة من المحددات الأساسية لسعر السهم، لذلك ينصح المالك المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع أن يكون اتجاه أرباحها إلى الانخفاض. ومع هذا قد ينصح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط بين أسعار الأسهم والربح، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة مع نسبة الزيادة في الربح.

3) توزيعات الأرباح:

إن تحقق الأرباح في الشركات المساهمة العامة يكون بزيادة مجموع الإيرادات خلال السنة المالية عن مجموع المصاريف والاستهلاكات خلال نفس السنة، لكن وجود الأرباح في حسابات الشركة لا يعني بالضرورة أن هذه الأرباح موجودة في شكل نقد جاهز للتوزيع أو التصرف به حيث إن الشركات عادة ما تحتفظ بكمية قليلة على شكل سائل على اعتبار أن النقد بحد ذاته غير منتج ومن غير صالح الشركة أن تجمد أموالها في موجودات غير منتجة.

4) الموقف المالي للشركة ومدى قوته:

يعتبر تحليل المركز المالي للشركة نقطة الانطلاق لتحليل الظروف التي يحتمل أن تواجهها الشركة في المستقبل، أما أدوات التحليل التي يمكن أن يعتمد عليها المستثمر فتتمثل في القوائم المالية المقارنة، وقائمة الموارد والاستخدامات، والنسب المالية، والنموذج التشخيصي لتحليل الربحية، ثم تحليل المخاطر. كما أن البيانات التي تتضمنها تلك القوائم هي بيانات تاريخية في حين أن التاريخ لا يعيد نفسه ولكن يختلف معه حيث اعتقدوا أن أهمية القوائم المالية تنبع من أنها تساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ قرارات اقتصادية أفضل، فلقد أثبت الباحثون أن الأرقام المحاسبية لها مضمون معلوماتي، سواء كانت أرقام أرباح (الربح قبل الضرائب، والربح بعد الضرائب، والربح الموزع، والربح المحتجز) أو أرقام محاسبية عدا أرقام الأرباح (مثلاً: هيكل التمويل، ونسب السيولة، معدلات دوران البضاعة، والمدينون، وأوراق القبض).

5) توقعات المستثمرين والمحللين الماليين حول مستقبل الشركة:

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يجب على المستثمرين والمحللين الماليين تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وذلك بأن يمهد لذلك بإجراء تحليل تفصيلي لمعدل العائد على حقوق الملكية كمحدد رئيسي لمعدل نمو ربحية السهم، كما يجب تحليل الربحية الحالية للسهم تمهيداً لقيامه بتقدير قيمتها في المستقبل. وببلوغ التحليل هذه المرحلة يمكن تقدير القيمة الحقيقية للسهم.

6) الأوضاع الاقتصادية:

إن الحالة الاقتصادية للدولة تتأثر بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، ومستوى التضخم، واتجاه سعر الفائدة، والدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة، وغير ذلك من الأحداث.

7) الاستقرار السياسي:

والمقصود في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن حروب أو توترات محتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية واجتماعية أو اقتصادية في دولة بعينها، والتي عادة ما تترك آثاراً على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة أسواق المال بها.

12.الدراسة التطبيقية واختبار الفرضيات:

إن شركات التأمين هي نوع من المؤسسات المالية، حيث تمارس دوراً مزدوجاً، فهي مؤسسة للتأمين ومؤسسة مالية في الوقت نفسه.

1) مؤسسة للتأمين تقوم بتقديم الخدمات التأمينية لمن يحتاجها ويطلبها.
2) مؤسسة مالية تقوم بالحصول على الأموال من المؤمن لهم، ومن ثم تعيد استثمارها في مقابل عائد يشاركون فيه، وذلك إما بطريق مباشر (كما هو الحال في بعض وثائق التأمين على الحياة)، أو بطريق غير مباشر (من خلال دفع أقساط تأمين تقل في مجموعها عن مبلغ التأمين المستحق في حالة وقوع الخطر المؤمن منه).(حسين ، 2009).

كانت بداية قطاع التأمين في سورية من خلال الشركات والوكالات العربية والأجنبية حيث زاد عددها على 77 شركة ووكالة، وتأسست أولى شركات التأمين السورية عام 1952 باسم شركة الضمان.

بعد ذلك صدرت قرارات التأميم بالقانون رقم 117 تاريخ 1961/7/20 والذي جرى بموجبه تأميم جميع شركات التأمين في سورية.

كما تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 43 للعام 2005 فتغيرت السوق من سوق احتكارية إلى سوق مفتوحة، فمع دخول أول شركة تأمين خاصة عام 2006 بدأت المنافسة بين الشركات الخاصة من جهة والمؤسسة العامة السورية للتأمين من جهة ثانية .فتنوعت الخدمات التأمينية وتعددت أساليب التسويق والخدمة وأصبح المواطن السوري مخيّراً بين عدّة شركات تقدّم خدمات تأمينية متنوعة، وهذا ما أدى إلى تنشيط قطاع التأمين ممّا انعكس إيجابياً على حجم أقساط التامين ومعدّل النمو.

فيما يلي عرض للمؤسسات ذات العلاقة بإدارة قطاع التأمين في سورية وهي هيئة الإشراف على التأمين، والاتحاد السوري لشركات التأمين، واتحاد وكلاء ووسطاء التأمين.(ديوب ، 2009).

عينة البحث هي شركات التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية: الشركة المتحدة للتأمين–الشركة الدولية للتأمين اروب–الشركة السورية الوطنية للتأمين– شركة العقيلة للتأمين التكافلي– شركة الاتحاد التعاوني للتأمين– الشركة السورية الكويتية للتأمين

يتم قياس متغيرات البحث لكل شركة من الشركات خلال الفترة (2017 – 2024)، وذلك بالاعتماد على البيانات الشهرية لكل شركة حيث تم حساب عامل الحجم وعامل القيمة وفقا لصياغة المدرجة ضمن نموذج فاما وفرنش وتم استخراج القيمة السوقية من البيانات المدرجة في سوق الأوراق المالية لكل شركة على حدا وذلك من خلال الخطوات التالية:

-عامل الحجم وفقا لنموذج فاما وفرنش:

MVE = Number of Shares traded × Share Price in the Market

القيمة السوقية لحقوق الملكية = Market Value Equity) MVE

عدد الأسهم المتداولة = Number of Shares traded

سعر السهم في السوق = Shares Price in the Market

-عامل القيمة وفقا لنموذج فاما وفرنش:

$$\text{Book Value/Market value} = \frac{Book\ Value\ of\ The\ Share}{Share\ Pricr\ in\ the\ Market}$$

حيث أن :

Book Value/Market value = القيمة الدفترية على القيمة السوقية

$Book\ Value\ of\ The\ Share$ = القيمة الدفترية للسهم

$share\ price\ in\ the\ market$ = سعر السهم في السوق

أما بالنسبة للقيمة السوقية تم استخراجها من البيانات التاريخية المدرجة لأسهم شركات التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول الآتي يبين عدد الأسهم المتداول وسعر السهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بيانات سنوية:

الجدول رقم (1): عدد الأسهم المتداولة وسعر السهم والقيمة السوقية لأسهم الشركات عينة البحث المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

رمز الشركة	عدد الأسهم المتداولة	سعر السهم	القيمة السوقية
UIC	8500	4178	837,400,000,000
AROP	10000	2581	129,050,000,000
NIC	8500	7230	108,450,300,000
AIT	20000	5771	288,560,000,000
SAIC	10000	836	10,456,250,000
SKIC	8500	8433	168,660,600,000

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

- لاختبار الفرضيات والوصول إلى النتائج تم استخدام برنامج ل SPSS وتطبيق نموذج الانحدار المتعدد على المتغيرات المستقلة عامل الحجم وعامل القيمة مع المتغير التابع القيمة السوقية.

اختبار الفرضية: لايوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعاملي الحجم و القيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين في سوق دمشق للأوراق المالية.

Model Summary[b](2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.826[a]	.683	.682	1166771.310	.131

a. Predictors: (Constant), الحجم عامل ,القيمة عامل

b. Dependent Variable: السوقية القيمة

- أظهرت نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بغرض اختبار أثر كل من عامل الحجم وعامل القيمة على المتغير التابع القيمة السوقية. وقد أظهرت نتائج ملخص النموذج (Model Summary)

معامل الارتباط R=0.826 يدل على وجود علاقة قوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وأن قيمة معامل التحديد بلغت ($R^2 = 0.683$)، وهو ما يشير إلى أن النموذج يفسر ما نسبته 68% فقط من التغير في القيمة السوقية.

ANOVA[a](3)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1680344734006093.000	2	840172367003046.800	617.159	.000[b]
	Residual	780056581367393.500	573	1361355290344.491		
	Total	2460401315373487.000	575			

a. Dependent Variable: السوقية القيمة

b. Predictors: (Constant), الحجم عامل ,القيمة عامل

- كما أوضحت نتائج تحليل التباين (ANOVA) أن النموذج ككل معنوي إحصائيًا حيث(F =617.159, Sig. = 0.000)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة (عامل الحجم وعامل القيمة) تساهم بشكل كبير في تفسير المتغير التابع القيمة السوقية.

Coefficients[a](4)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	743295.080	101377.966		7.332	.000		
	الحجم عامل	.023	.001	.799	31.101	.000	.839	1.191
	القيمة عامل	-237829.423-	94984.574	-.064-	-2.504-	.013	.839	1.191

a. Dependent Variable: السوقية القيمة

- وبالانتقال إلى نتائج جدول معاملات الانحدار (Coefficients)، تبين أن عامل الحجم له تأثير إيجابي على المتغير التابع القيمة السوقية (B =0.023. Sig. = 0.000)، مما يعني أن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في عامل الحجم تؤدي إلى زيادة قدرها 0.023 في القيمة السوقية.

عامل القيمة له تأثير سلبي على القيمة السوقية (B=–237829 Sig=0.013) مما يعني أن كل زيادة بمقدار وحدة واحدة في عامل القيمة تؤدي إلى انخفاض قدرة 237829 في القيمة السوقية.

- أما فيما يتعلق باختبار تعدد الانحدار فقد أظهرت القيم الخاصة بكل من (VIF) وTolerance كانت قيمتها 1.191 و0.839 ، مما يدل على عدم وجود تداخل خطي ملحوظ بين المتغيرات المستقلة في النموذج

13.الاستنتاجات:

يمكن الاستنتاج أن كلا من المتغيرات المستقلة عاملي الحجم و القيمة لهم تأثير معنوي في تفسير المتغير التابع القيمة السوقية، غير أن نسبة التباين المفسَّرة تظل محدودة.

أي يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعاملي الحجم و القيمة في تحديد القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عامل الحجم له تأثير ايجابي في تحديد القيمة السوقية اكثر من عامل القيمة الذي يؤثر بشكل سلبي في القيمة السوقية.

14. المقترحات:

تقترح الباحثة بضرورة إدراج متغيرات إضافية أو اعتماد نماذج أكثر تعقيدًا مثل نموذج فاما وفرنش ثلاثي او خماسي العوامل لتعزيز القدرة التفسيرية وتحقيق فهم أشمل للعوامل المؤثرة في تحديد المتغير التابع القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

كما توصي الباحثة المستثمرين بالاعتماد على عامل الحجم لأن له تأثير أكبر في تحديد القيمة السوقية.

15.قائمة المصادر والمراجع:

- **الكتب:**

1. الحناوي، محمد صالح، مصطفى، نهال فريد، العبد، جلال إبراهيم(2001)– تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ص41.
2. البلك وليد، (2020)– تقييم وتسعير الأصول المالية ،كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص 15.
3. أوجين بربنغهام، مشيل ايرهاردت، (2009)– الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، تعريب سرور إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض، ص314.
4. سيد طه بدوي محمد، (2001)– عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، ص 391و392.
5. كنجو كنجو، شيحا أيمن،(2005)– الأسواق المالية ، منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد،ص 119.
6. مفلح، هزاع ، خلف، أسمهان2020– الأسواق المالية، منشورات جامعة حماة، سوريا ط1، ص 407–408.
7. مرعي، عبد الحي، (1993)– المحاسبة المالية المتقدمة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، ص 345.
8. موصلي سليمان، سليمان عدنان، (2013)– الأسواق المالية منشورات جامعة دمشق،ص15.

9. هندي منير،" الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف ،الإسكندرية ،عام 1995، ص 212.

- **الرسائل الجامعية والأبحاث غير المنشورة:**

1. الكور، عزالدين مصطفى، الزطيف، احمد فرج،(2018)– "اختبار قدرة نموذج العوامل الثلاثة في تفسير عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية لنموذجfama&French على الشركات الصناعية في بورصة عمان للأوراق المالية.
2. أيمن الشهاب، (2005)–"اختبار قدرة نظرية تسعير المراجحة على تقييم الأسهم في الأسواق الناشئة –بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وإمكانية الاستفادة منها (1) في سوريا–"، أطروحة دكتوراه، جامعة حلب، سوريا، ص114.
3. جبر، شذى عبد الحسين، صالح ، زينب باسم، (2018) "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج فاما وفرنش ذو العوامل الخمسة:دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية.
4. عرنوق بهاء ، (2015)– رسالة ماجستير "أثر عوامل فاما وفرنس في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة" جامعة دمشق، كلية الاقتصاد.
5. عبد الرؤوف خليل محمد رباعة، (2006)– "تطوير نموذج لتقدير المخاطر النظامية لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان باستخدام منهجية شرطية لتحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة"، أطروحة دكتوراه، جامعة عمان، ص 47–48.
6. لطرش سميرة، (2010)–"كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم" جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية.
7. محمد شقير معاذ، (2019)– رسالة ماجستير "أثر سياسة توزيع الأرباح في القيمة السوقية للشركات" المعهد العالي لإدارة الاعمال، قسم الإدارة المالية والمصرفية ، ص 41.

1–Azhar, K. A., & Ahmed, N. (2019). Relationship between firm siz and profitability: investigation from textile sector of Pakistan.International Journal of Information, Business and Management

2– Bodie.Z,Alex.C& Alan.J, (2008) "Essential of Investment " 4th ed MC.Grow – Hill Companies , Inc.

3– Banz,R.W.(1981). The relationship between return and market value of common stocks.Journal of Financial Economics,9(1),3–18.

4–Campbell, John Y. and Robert J. Shiller. (1989). "The Dividend–Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount actors." Review of Financial Studies. 1:3,

5– Capaul, Carlo, Ian Rowley and William F. Sharpe. (1993). "International Value and Growth Stock Returns." Financial Analysts ournal.January/February, 49,

6– Carhart, Mark M. 1997. "On Persistence in Mutual Fund Performance." Journal of Finance.52:1,

7– Chan, Louis K.C., Yasushi Hamao and Josef Lakonishok. (1991). "Fundamentals and Stock Returns in Japan." Journal of Finance. 46:5,

8– Charles P. Jones, February (2013) – Investments: Principles and Concepts, 12th Edition International Student Version – ISBN: 978–1–118–39172–3 – Wiley