تفسير القيمة السوقية وفق نظرية الإشارة ومدخل معلومات المحاسبة

د. مريم مصطفى عبد الحليم [1]

(الإيداع: 25 كانون الثاني 2026، القبول: 16 آذار 2026)

الملخص:

يهدف البحث إلى تفسير تشكل القيمة السوقية للشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عبر ربط مؤشرات التداول بمنطق نظرية الإشارة ومدخل معلومات المحاسبة، انطلاقاً من أن التقييم السوقي يعكس سرعة انتقال المعلومة ومصداقية الإشارة عندما تتحول إلى سلوك تداول فعلي. اعتمدت الدراسة بيانات بانل شهرية متوازنة لعينة تضم 23 شركة ومصرفاً خلال الفترة الشهرية 2015–2022 وبمتغير تابع هو القيمة السوقية، ومتغيرات مفسرة تشمل عدد المستثمرين والعائد الفعلي وعدد أيام التداول وعدد الصفقات ومعدل دوران السهم. طبقت الدراسة اختبارات الاعتماد المتقاطع Breusch–Pagan LM التي أثبتت وجود صدمات مشتركة بين المقاطع، ثم اختبار Pesaran CIPS الذي أظهر استقرار متغيرات التداول بدرجات عالية مع استقرار أضعف للقيمة السوقية، إضافة إلى اختبارات عدم تجانس التباين بحسب المقطع والزمن. تم تقدير علاقة التأثير باستخدام Panel GMM EGLS مع Cross–section SUR وتأثيرات ثابتة للمقاطع لمعالجة التزامن والسببية العكسية. بينت النتائج أن عدد المستثمرين والعائد الفعلي وعدد الصفقات تؤثر إيجابياً وبمعنوية عالية في القيمة السوقية، بينما كان أثر عدد أيام التداول سلبياً ومعنوياً، ولم يكن معدل دوران السهم معنوياً بعد التحكم بباقي القنوات. توصي الدراسة بالتركيز على سياسات تعزز اتساع قاعدة المستثمرين وكثافة الصفقات وشفافية بيانات السوق بوصفها قنوات إشارة أكثر تفسيراً للتقييم.

الكلمات المفتاحية: القيمة السوقية، نظرية الإشارة، معلومات المحاسبة، مؤشرات التداول، سوق دمشق للأوراق المالية.

[1] أستاذ مساعد – قسم المحاسبة– كلية الاقتصاد – جامعة اللاذقية – اللاذقية - سوريا

Explaining Market Capitalization Through Signaling Theory and the Accounting Information Content Approach

Dr. Mariam Mustafa Abd Alhalim[1]

(Received: 25 January 2026, Accepted: 16 March 2026)

Abstract:

This study explains how market capitalization is formed in the Damascus Securities Exchange by linking trading indicators to signaling theory and the accounting information content approach. It assumes that market valuation reflects the speed and credibility of signals when accounting-related information is translated into observable trading behavior. The study uses a balanced monthly panel for 23 listed firms and banks over 2015M01–2022M12. Market capitalization is modeled as the dependent variable, while the explanatory variables include the number of investors, realized return, number of trading days, number of trades, and share turnover rate. Cross-section dependence is first examined using the Breusch–Pagan LM test and the results confirm strong common shocks across firms. The Pesaran CIPS test is then applied to account for cross-sectional dependence and indicates strong stationarity for trading variables, with weaker evidence for market capitalization. Panel heteroskedasticity tests reject homoskedasticity across both cross-sections and periods. The relationship is estimated using a dynamic Panel GMM EGLS specification with cross-section SUR weighting and cross-section fixed effects to address simultaneity and reverse causality. The findings show statistically significant positive effects for the number of investors, realized returns, and the number of trades, while the number of trading days has a significant negative effect. The share turnover rate is not statistically significant after controlling for the other channels. The study recommends policies that expand investor participation, enhance order execution activity, and improve market data transparency as stronger valuation signals.

key words: Market capitalization, Signaling theory, accounting information content, Trading indicators, Damascus Securities Exchange.

[1] Assistant professor, Department of Accounting, Faculty of Economics, University of Latakia, Latakia, Syria.

المقدمة

تتحدد القيمة السوقية في الأسواق المالية بوصفها نتيجة لتفاعل المستثمرين مع معلومات غير مكتملة عن جودة أداء الشركات، إذ لا يستطيع السوق ملاحظة الجودة مباشرة بل يبني تقييم احتمالي اعتماداً على إشارات تصدر عن الشركة أو تنعكس في سلوك السعر والتداول، وهو ما تفسره نظرية الإشارة التي ترى أن الأطراف الأعلى جودة تقدم إشارات أكثر مصداقية لتقليل عدم تماثل المعلومات (Spence, 1973)، بينما يوضح مدخل معلومات المحاسبة أن المعلومات تصبح ذات قيمة ملائمة عندما تتحول إلى فروق قابلة للرصد في الأسعار والعوائد وتقييمات السوق (Ball & Brown, 1968; Ohlson, 1995). في هذا السياق يتنامى اهتمام الأدبيات بكون الإفصاح غير المالي مثل تقارير الاستدامة وCSR قد يعمل كإشارة تقلل عدم تماثل المعلومات وتؤثر في القيمة السوقية مع تباين الأثر حسب مصداقية الإشارة وسياقها المؤسسي (Friske et al., 2023; Nguyen, 2025; Alghamdi & Agag, 2023)، كما تشير أدلة حديثة إلى أن معلومات الاستدامة يمكن أن تكمل الأرقام المحاسبية في تفسير القيمة السوقية دون أن يعني ذلك بالضرورة تفوقها على المدى الطويل في كل البيئات (Migliavacca, 2024)، وأن خصائص التقرير المتكامل من قابلية القراءة والنبرة تحمل محتوى معلوماتي ذا صلة بالقيمة (Hossain et al., 2025). وعلى مستوى قنوات انتقال الإشارة إلى السعر، تؤكد أدبيات سيولة الأسهم أن جودة بيئة الإفصاح قد تغير السيولة عبر تقليل فجوة المعلومات بما ينعكس على خصم السيولة وعلى التقييم (Li et al., 2024)، بينما تبرز أدبيات البنية السوقية أن توزيع حجم التداول وكثافة الصفقات يحملان دلالات على شدة عدم تماثل المعلومات والتداول المطلع (Lof & van Bommel, 2023). وفي الأسواق الناشئة التي تتميز بصدمات مشتركة، يظهر اعتماد مقطعي بين الشركات يحتاج إلى مناهج قياسية تأخذ العوامل المشتركة بالحسبان، وتختبر الاستقرارية باختبارات الجيل الثاني (Pesaran, 2007)، وتستخدم تقديرات بانل ديناميكية لمعالجة التزامن والسببية العكسية بين القيمة السوقية ومؤشرات التداول عبر أدوات داخلية واختبارات صلاحيتها (Baltagi, 2021). بناء على ذلك يدرس هذا البحث تفسير القيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية عبر بانل شهري لشركات ومصارف متعددة، ويختبر كيف تتحول إشارات السوق المتمثلة في العوائد وعدد الصفقات ومعدل الدوران وعدد أيام التداول وعدد المستثمرين إلى تقييم يقاس بالقيمة السوقية، بما يوسع الأدبيات التطبيقية في بيئة سورية محدودة السيولة ويقدم دليلاً مباشراً على قنوات انتقال المعلومات من السلوك السوقي إلى القيمة.

مشكلة الدراسة

تتمثل مشكلة البحث في أن القيمة السوقية لأسهم الشركات والمصارف لا تتحدد فقط وفق الأرقام المحاسبية المعلنة، بل تتشكل داخل السوق عبر عملية تسعير تقوم على إشارات غير مباشرة ناتجة عن سلوك السعر والتداول في ظل عدم تماثل المعلومات وضعف قدرة المستثمرين على ملاحظة جودة أداء الشركة مباشرة، الأمر الذي يخلق فجوة في تفسير سبب ارتفاع القيمة السوقية لبعض الأسهم رغم تشابه المؤشرات المحاسبية الظاهرة مع غيرها، وسبب تباين درجة استجابة السوق للمعلومات بين شركة وأخرى داخل بيئة سوق ناشئ محدود السيولة مثل سوق دمشق للأوراق المالية، مما يستدعي اختبار القنوات التي تنتقل عبرها الإشارة والمحتوى المعلوماتي إلى التقييم من خلال مؤشرات العوائد وعدد الصفقات ومعدل دوران السهم وعدد أيام التداول وعدد المستثمرين وربطها بالقيمة السوقية ضمن إطار قياسي ملائم لخصائص بيانات البانل الشهرية. وبالتالي يمكن كتابة تساؤل البحث وفق الآتي: ما مدى قدرة إشارات السوق المتمثلة في العوائد وعدد الصفقات ومعدل دوران السهم وعدد أيام التداول وعدد المستثمرين على تفسير التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

أهمية الدراسة

تنبع الأهمية النظرية للدراسة من أنها تعيد تفسير تشكل القيمة السوقية داخل سوق ناشئ عبر دمج نظرية الإشارة ومدخل معلومات المحاسبة في إطار واحد يربط بين عدم تماثل المعلومات وبين ترجمة الإشارات إلى أسعار وتقييمات قابلة للقياس، كما توسع الأدبيات من التركيز على الإفصاح المحاسبي وحده إلى اختبار قنوات سوقية مباشرة تتمثل في العوائد وعدد الصفقات ومعدل الدوران وعدد أيام التداول وعدد المستثمرين بوصفها مؤشرات على المحتوى المعلوماتي الذي يتسرب إلى القيمة السوقية، وتزداد هذه الإضافة أهمية في بيئة ذات سيولة محدودة وصدمات مشتركة حيث تبرز الحاجة إلى نماذج بانل تراعي الاعتماد المقطعي وعدم تجانس التباين وتحد من الانحدار الزائف. وتتمثل الأهمية التطبيقية في أنها تقدم دليلاً قابلاً للاستخدام لصناع القرار في سوق دمشق للأوراق المالية ولإدارات الشركات والمصارف عبر تحديد أي مؤشرات التداول أكثر تفسيراً لتغيرات القيمة السوقية بما يدعم سياسات تحسين السيولة وتوسيع قاعدة المستثمرين ورفع كفاءة التسعير، كما تساعد المستثمرين والجهات الرقابية على بناء قراءات أدق لحركة السوق عبر مؤشرات كمية شهرية قابلة للتحديث والمتابعة وبما يعزز جودة القرارات ويقلل أثر فجوة المعلومات في التقييم.

أهداف الدراسة

1- قياس أثر مؤشرات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية في القيمة السوقية للشركات المدرجة خلال فترة الدراسة.
2- اختبار القوة التفسيرية لكل مؤشر من مؤشرات التداول في تفسير تغيرات القيمة السوقية وتحديد المؤشرات الأكثر تأثيراً
3- بناء نموذج قياسي مناسب لبيانات البانل يراعي خصائص السوق من حيث عدم تماثل المعلومات وتباين سلوك الشركات عبر الزمن وبين القطاعات.
4- تقديم نتائج قابلة للتطبيق لدعم قرارات المستثمرين والجهات الرقابية وإدارات الشركات عبر تحسين سياسات السيولة وتعزيز كفاءة التسعير.

حدود الدراسة

الحدود الزمنية للبحث تمتد على بيانات شهرية لعينة بانل متوازنة خلال المدة من 2015-M01 إلى 2022-M12. والحدود المكانية للبحث تقتصر على سوق دمشق للأوراق المالية في الجمهورية العربية السورية وعلى الشركات والمصارف المدرجة فيه ضمن عينة مقاطع بلغت 23 شركة ومصرفاً وفق الرموز المدرجة في جدول العينة:

الجدول رقم (1): الشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حسب الرمز والقطاع

Symbol	Name (Arabic)	Sector
AHT	الشركة الأهلية للنقل	خدمات
ARBS	البنك العربي	مصرف
AROP	السورية الدولية للتامين	تأمين
ATI	العقيلة للتأمين التكافلي	تأمين
AVOC	الأهلية لنصاعة الزيوت النباتية	صناعة
BASY	بنك الائتمان الأهلي	مصرف
BBS	بنك بيبلوس شهبا حاليا	مصرف
BBSF	بنك بيمو	مصرف
BBSY	بنك البركة	مصرف
BOJS	بنك الأردن	مصرف
BSO	بنك سورية والمهجر	مصرف
CHB	بنك الشام	مصرف
FSBS	فرنسبنك	مصرف
IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	مصرف
NIC	السورية الوطنية للتأمين	تأمين
QNBS	بنك قطر الوطني	مصرف
SAIC	سولدراتي للتأمين	تأمين
SGB	بنك سورية والخليج	مصرف
SHRQ	بنك الشرق	مصرف
SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	مصرف
SKIC	السورية الكويتية للتأمين	تأمين
UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	خدمات
UIC	الشركة المتحدة للتأمين	تأمين

المصدر: إعداد الباحثة

منهجية الدراسة

اعتمدت الدراسة المنهج الوصفي مع تطبيق قياسي على بيانات بانل شهرية متوازنة لشركات ومصارف مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتمت معالجة البيانات عبر خطوات مترابطة تبدأ بإحصاءات وصفية لفهم خصائص التوزيع والتشتت وتحديد ملاءمة الافتراضات القياسية، ثم اختبار الاعتماد المقطعي بين المقاطع باستخدام اختبار LM لتأكيد وجود صدمات مشتركة تستلزم اختبارات الجيل الثاني، وبعدها اختبار جذر الوحدة للبانل في ظل الاعتماد المقطعي باستخدام Pesaran CIPS لتفادي الانحدار الزائف، ثم اختبار عدم تجانس التباين لتبرير الانتقال إلى تقديرات معممة أكثر كفاءة، وبعد تحديد خصائص البيانات تم إجراء اختبارات اختيار نموذج البانل للمفاضلة بين التجميعي والآثار العشوائية والآثار الثابتة عبر LM وRedundant Fixed Effects وHausman، ثم جرى تقدير المعادلة بصياغة معممة لملائمة خصائص المتغيرات من خلال Panel GMM مع EGLS وبنية Cross-section SUR وباستخدام أدوات داخلية قائمة على إبطاء المتغيرات، تلا ذلك تشخيص ملاءمة النموذج عبر إعادة اختبار الاعتماد المقطعي على بواقي النموذج واختبار استقرارية البواقي باستخدام PP-Fisher واختبار الارتباط الذاتي في بواقي النموذج لضمان صحة الأدوات، وتم تنفيذ جميع الإجراءات التطبيقية باستخدام برنامج EViews 13.

متغيرات الدراسة

تعكس متغيرات الدراسة قنوات تكوّن السعر والقيمة في سوق الأسهم عبر الجمع بين متغير ناتج يمثل التقييم الكلي للشركة ومتغيرات سلوكية تداولية تمثل تدفق المعلومات والسيولة ونشاط المشاركين. تم اعتماد القيمة السوقية MAV كمتغير لقياس أثر التداول في تعظيم أو تآكل تقييم الشركة لأنها تلخص توقعات المستثمرين المجمعة حول الربحية والمخاطر في لحظة زمنية محددة. وتم إدراج العائد الفعلي RET لقياس استجابة السعر الفورية للمعلومات الجديدة لأنه يمثل المحصلة المباشرة

لإعادة التسعير. كما استُخدم عدد الصفقات TRD كمؤشر على شدة التفاعل في السوق وعمق تنفيذ الأوامر لأنه يعكس كثافة التداول الفعلية بغض النظر عن حجم الصفقة. وأُدرج معدل دوران السهم TUR لقياس السيولة وقابلية التخارج والدخول لأنه يلتقط سرعة انتقال الملكية وحركة السهم داخل السوق. وتم تضمين عدد أيام التداول TDA لضبط اختلاف فرص التداول بين الفترات وتقليل تحيز القياس الناتج عن توقفات السوق أو تفاوت عدد الجلسات. وأخيراً أُضيف عدد المستثمرين INV لتمثيل اتساع قاعدة المشاركين وتنوعها لأنه يرتبط بتوزيع المخاطر وتقليل تركّز السيولة، بينما استُخدمت متغيرات التعريف BANK وYEAR لضمان تتبع المقاطع الزمنية وهيكل بانل بدقة وتمكين تقديرات تتعامل مع تباين الشركات عبر الزمن، والجدول التالي يبين المتغيرات:

الجدول رقم (2) : ترميز متغيرات الدراسة وتعريفها ووحدات قياسها

Unit	Variable name (English)	Variable name (Arabic)	Code
Text	Ticker symbol	رمز الشركة أو المصرف	BANK
YYYY Mmm	Period year month	الفترة الزمنية	YEAR
Percent (%)	Realized return	العائد الفعلي	RET
Count	Number of trades	عدد الصفقات	TRD
Percent (%) or ratio	Share turnover rate	معدل دوران السهم	TUR
Days count	Number of trading days	عدد أيام التداول	TDA
Count	Number of investors	عدد المستثمرين	INV
Syrian pounds (SYP)	Market value market capitalization	القيمة السوقية	MAV

المصدر: إعداد الباحثة

فرضيات الدراسة

الفرضية الرئيسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمؤشرات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية على القيمة السوقية MAV للشركات والمصارف المدرجة خلال فترة الدراسة

الفرضيات الفرعية:

1- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للعائد الفعلي RET على القيمة السوقية MAV للشركات والمصارف المدرجة خلال فترة الدراسة

2- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد الصفقات TRD على القيمة السوقية MAV للشركات والمصارف المدرجة خلال فترة الدراسة

3- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران السهم TUR على القيمة السوقية MAV للشركات والمصارف المدرجة خلال فترة الدراسة

4- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد أيام التداول TDA على القيمة السوقية MAV للشركات والمصارف المدرجة خلال فترة الدراسة

5- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لعدد المستثمرين INV على القيمة السوقية MAV للشركات والمصارف المدرجة خلال فترة الدراسة.

مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ضمن الجمهورية العربية السورية خلال مدة الدراسة وقد تم تضمينها جميعها كعينة للبحث.

الدراسات السابقة

اختبر (النيرابي، 2021) ما إذا كان الإفصاح الوصفي والكمي عن المخاطر يغيّر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية في المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. اعتمدت الدراسة بيانات الفترة 2015 إلى 2018 وطبقت

منهج دراسة الحدث حول تاريخ نشر التقارير عبر نوافذ زمنية قبل الإعلان وأثناءه وبعده بما فيها نافذة 9 أسابيع. خلصت النتائج إلى أن المصارف تفصح عن المخاطر بصيغتين وصفية وكمية لكن دون أثر معنوي لهذا المستوى من الإفصاح في المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وفق تصميم الاختبار المعتمد ما يعني أن الإشارة المحاسبية المتعلقة بالمخاطر لم تتحول إلى استجابة سعرية قابلة للالتقاط في نافذة الحدث المختارة.

طوّر (الطحان وكريشان، 2023) دراسة لاختبار أثر تبني لغة تقارير الأعمال الموسعة XBRL في سيولة الأسهم مع اختبار دور الإفصاح عن المخاطر كوسيط. استخدمت الدراسة منهجاً وصفياً تحليلياً بالاعتماد على استبانة طبقت على مجتمع المحاسبين والعاملين في المجال المالي في 12 بنك تجاري أردني مع عينة مقدارها 250 واسترداد 199 استبانة. بينت النتائج وجود أثر معنوي لتبني XBRL على سيولة الأسهم بينما لم يثبت دور وسيط للإفصاح عن المخاطر في هذه العلاقة. تدعم هذه النتيجة منطق معلومات المحاسبة عبر اعتبار المعايرة الرقمي للمعلومة قناة لتحسين بيئة المعلومات وبالتالي تخفيض كلفة التداول ورفع السيولة حتى عندما لا يعمل الإفصاح عن المخاطر كآلية وسيطة داخل النموذج.

درس (Friske et al., 2023) تجريبياً العلاقة الإفصاح الطوعي عن الاستدامة بقيمة الشركة وفق منظور نظرية الإشارة باستخدام بيانات لوحة كبيرة للفترة 2011 إلى 2020 وقياس قيمة الشركة عبر Tobin's q ضمن نموذج آثار ثابتة. أظهرت النتائج علاقة سلبية إجمالاً في البداية بما ينسجم مع كون التقرير إشارة مكلفة ثم تتحول العلاقة تدريجياً إلى إيجابية بمرور الوقت مع تحسن قدرة الشركات على تقديم الإشارة وتطور قدرة المستثمرين على تقييمها. كما وجدت الدراسة أن التأكيد الخارجي يزيد قيمة الشركة بما يعزز مصداقية الإشارة ويخفض شكوك السوق حول جودتها.

طبّق (Migliavacca, 2024) دراسة لقياس تطور الملاءمة القيمية لأرقام المحاسبة ومعلومات الاستدامة في تفسير القيم السوقية. اعتمدت الدراسة عينة واسعة من 3025 شركة غير مالية في منطقة اليورو خلال 2005 إلى 2020 لاختبار ما إذا كانت القيمة التفسيرية للربح والقيمة الدفترية تتراجع مقابل صعود ملاءمة مؤشرات الاستدامة. توصلت النتائج إلى انخفاض عام في القوة التفسيرية للأرقام المحاسبية خصوصاً لدى الشركات المصنفة ESG بينما لم تظهر تصنيفات ESG مكاسب ملحوظة في الملاءمة القيمية عبر الزمن. تفيد هذه النتيجة البحث لأنها تميز بين وجود معلومات غير مالية متاحة وبين تحولها فعلياً إلى مدخل تسعيري قوي داخل القيمة السوقية.

طوّر (Hossain et al., 2025) دراسة دولية لاختبار ما إذا كانت قابلية قراءة التقرير المتكامل ونبرته تحملان محتوى معلوماتي ينعكس في القيمة السوقية لحقوق الملكية. استخدمت الدراسة 2707 مشاهدة شركة سنة عبر 41 دولة واختبرت أثر قابلية القراءة والنبرة المتفائلة على Market value of equity. بينت النتائج أن زيادة القابلية للقراءة والنبرة الإيجابية ترتبط بارتفاع القيمة السوقية مع قوة أكبر للأثر في البيئات الأقل شفافية وفي الدول غير الناطقة بالإنجليزية وفي الأنظمة ذات التوجه لأصحاب المصلحة. يدعم ذلك مسار الإشارة عبر جودة توصيل المعلومة ويخدم مدخل معلومات المحاسبة عبر قياس محتوى معلوماتي يتغلغل في التقييم لا في الإفصاح ذاته فقط.

يتميز هذا البحث عن الأدبيات السابقة لأنه ينقل تفسير القيمة السوقية من مستوى "أثر الإفصاح" أو "ملاءمة رقم محاسبي منفرد" إلى مستوى مسار تسعيري متكامل يراقب كيف يبين السوق الإشارة عبر سلوك السعر والتداول ثم يحولها إلى قيمة سوقية داخل سوق ناشئ محدود السيولة مثل سوق دمشق للأوراق المالية، وهو ما لم تعالجه الدراسات التي ركزت على الإفصاح وحده أو على أسواق أعمق وأكثر كفاءة. كما أن مساهمته المنهجية تتمثل في توظيف بيانات بانل شهرية لشركات ومصارف متعددة مع معالجة الاعتماد المقطعي وعدم تجانس التباين واختبار الاستقرارية وفق اختبارات ملائمة للاعتماد المقطعي، ثم اعتماد تقدير يعالج احتمالات التزامن والسببية العكسية بين القيمة السوقية ونشاط التداول، مما يمنح نتائج أكثر اتساقاً مقارنة بتقديرات تقليدية في بعض الأدبيات. إضافة إلى ذلك يقدم البحث مساهمة تطبيقية عبر بناء مؤشرات سوقية مباشرة قابلة للقياس في بيئة سورية تفتقر للأدلة الحديثة بعد 2020، ويختبر بصورة صريحة أي القنوات

الخمس الآتية: العوائد وعدد الصفقات والدوران وأيام التداول وعدد المستثمرين هي الأكثر تعبيراً عن قوة الإشارة ومحتوى المعلومات، وهو ما يوسع الأدبيات التي درست العلاقة بين الإفصاح والسيولة أو بين الاستدامة والقيمة دون تفكيك قنوات انتقال الإشارة داخل السوق.

الإطار النظري:

يفترض هذا البحث فجوة معلومات بين الإدارة والسوق لأن السوق لا يرى جودة الشركة مباشرة بل يستدل عليها عبر إشارات قابلة للرصد في السعر والتداول مثل العائد الفعلي RET وعدد الصفقات TRD ومعدل دوران السهم TUR وعدد أيام التداول TDA وعدد المستثمرين INV والتي تنعكس في النهاية على القيمة السوقية MAV. تقوم نظرية الإشارة على أن الطرف الأكثر معرفة يرسل إشارات لتقليل عدم تماثل المعلومات وأن مصداقية الإشارة ترتبط بتكلفتها وصعوبة تقليدها. تتحول هذه الإشارات إلى تقييم ثم إلى قيمة سوقية MAV عبر آليات التسعير التي قد تدمج المعلومات الجديدة تدريجياً أو فوراً وفق كثافة التداول واتساع قاعدة المستثمرين INV. وتؤكد أدبيات ملاءمة القيمة أن المعلومات تصبح ملائمة للقيمة عندما تُترجم إلى فروق قابلة للقياس في القيم السوقية MAV.

1- من عدم قابلية ملاحظة الجودة إلى بناء القيمة السوقية عبر الإشارات:

لا يستطيع المستثمر ملاحظة جودة الشركة مباشرة في لحظة التسعير. لذلك يعتمد على مؤشرات قابلة للرصد تصدر عن الشركة أو تظهر في السوق. هذا المنطق يتأسس على نظرية الإشارة التي تفترض أن الأطراف الأفضل جودة تملك حافزاً لتقديم إشارات أكثر مصداقية لأن كلفتها على الشركات الضعيفة أعلى، فتتحول الإشارة إلى أداة فرز في ظل عدم اليقين (Spence, 1973). في أسواق الأسهم تصبح حركة السعر ونشاط التداول جزءاً من لغة الإشارة لأنهما يمثلان استجابة مجمعة لمعلومات متفرقة، ولإدراك السوق لموثوقية الإفصاح وجودة الأداء.

يتكامل ذلك مع مدخل معلومات المحاسبة الذي يركز على كيفية انتقال المعلومات المحاسبية إلى الأسعار، وعلى قياس "محتوى المعلومات" عبر رد فعل العوائد وأحجام أو كثافة التداول حول الأخبار والإفصاح. عندما ترتبط الأسعار والعوائد بصورة منتظمة بأرقام المحاسبة، فهذا يعني أن السوق يستخدم التقارير في التقييم وأن المعلومات ذات ملاءمة قيمية. هذا المنطق يمتد في الأدبيات الكلاسيكية لملاءمة المعلومات المحاسبية (Ball & Brown, 1968) ويتعمق في نماذج التقييم التي تربط القيمة السوقية بالأرباح والقيمة الدفترية والتوقعات (Ohlson, 1995). كما تظهر الأدلة الحديثة أن جودة الإفصاح غير المالي أيضاً قد تصبح ذات ملاءمة قيمة حين تكتسب مصداقية وتقلل عدم تماثل المعلومات (Migliavacca, 2024) وأن خصائص التقرير المتكامل مثل القابلية للقراءة والنبرة يمكن أن تحمل معلومات ذات صلة بالقيمة (Hossain et al., 2025).

2- المتغيرات كقنوات قياس للإشارة ولمحتوى المعلومات:

العوائد تمثل الاستجابة الفورية لتدفق المعلومات الجديدة. في منطق الإشارة تصبح العوائد حصيلة فورية لإشارات الإدارة عن الجودة مثل صدقية النتائج واستدامة الأرباح وتوقعات التدفقات النقدية، أي أنها تقيس كيف ترجم السوق الإشارة إلى إعادة تسعير. وفي معلومات المحاسبة تستخدم العوائد لبيان المحتوى المعلوماتي لأن تغير السعر يعكس تحديث توقعات المستثمرين بعد وصول المعلومة. تتضح أهمية هذا القياس في فترات الصدمات عندما تتغير أوزان التسعير بين الأرباح والتدفقات النقدية، ما يعني أن العوائد تكشف تحولاً في "قواعد" التقييم تحت عدم اليقين (Kim et al., 2025) كما قد تتغير ملاءمة الأرباح مع اتساع إدارة الأرباح في الأزمات (Liu & Sun, 2022).

يعكس عدد الصفقات كثافة التفاعل بين مشترين وبائعين، ويعني ارتفاعه أن المعلومة لم تبق نظرية بل تحولت إلى قرارات تداول فعلية. في نظرية الإشارة زيادة الصفقات تعني أن السوق بيّن إشارة وبدأ يعيد توزيع المحافظ وإعادة التسعير على نطاق أوسع. وفي معلومات المحاسبة يعد ارتفاع الصفقات بعد الإعلان أو مع تغيرات الأرباح دليلاً على أن المعلومة قابلة

للمعالجة واتخاذ القرار وأنها حفزت الطلب على المخاطرة أو التحوط. كما تدعم أدبيات عدم تماثل المعلومات فكرة أن شكل توزيع حجم التداول يمكن أن يحمل دلالات على التداول المطلع وعلى شدة فجوة المعلومات (Lof & van Bommel, 2023).

يمثل معدل دوران السهم سيولة السهم وقابليته للتحول إلى نقد دون خسارة كبيرة. تقلل السيولة الأعلى خصم السيولة في التقييم وترفع مضاعفات التسعير، لذا يرتبط بها ارتفاع القيمة السوقية عند ثبات الأساسيات. من منظور الإشارة تعكس السيولة المرتفعة ثقة أكبر وتكلفة تداول أقل، أي أن السوق يمنح السهم "قابلية تداول" أعلى لأن الإشارات أكثر اطمئناناً. ومن منظور معلومات المحاسبة ترتفع السيولة عندما تصبح المعلومات أوضح ويضعف عدم تماثل المعلومات، فتضيق الفجوة بين الداخل والخارج. تظهر الأدلة أن الإفصاح الطوعي قد يحسن السيولة عبر تقليل عدم تماثل المعلومات (Schoenfeld, 2017) وأن أثر الإفصاح على السيولة قد يكون غير متماثل حسب طبيعة الخبر الجيد أو السيئ، مما يعكس اختلاف تفسير السوق للإشارة (Cho & Kim, 2021). وفي المقابل قد يؤدي الإفصاح الإلزامي في بعض البيئات إلى إعادة توزيع مزايا المعلومات بما يغير السيولة باتجاه معاكس، وهو ما يوضح حساسية قناة السيولة لبنية السوق ونوعية الإفصاح (Li et al., 2024).

يقيس عدد أيام التداول استمرارية الإدراج وعدم الانقطاع، ويعكس انتظام السوق في تسعير السهم وتوافر فرص متكررة لدمج المعلومات. في نظرية الإشارة يشير التداول المنتظم إلى وجود اهتمام مستمر وإلى قدرة أعلى على امتصاص الأخبار، وهو ما يجعل إشارات الشركة قابلة للتحقق عبر سوق نشط. وفي معلومات المحاسبة تعني زيادة أيام التداول أن السعر لديه فرص أكثر لتحديث نفسه بالمعلومة المحاسبية بدلاً من بقاء السعر خاملاً، فتقوى علاقة المعلومات بالتقييم.

يمثل عدد المستثمرين اتساع قاعدة الملاك والاهتمام بالسهم. يخفف اتساع القاعدة مخاطر التركز ويرفع الطلب ويخفض تكلفة رأس المال في المتوسط. في نظرية الإشارة زيادة المستثمرين تعني أن الإشارات أصبحت مقنعة لفئة أوسع وأن السهم اكتسب شرعية معلومات. وفي معلومات المحاسبة قاعدة أوسع تعني طلباً أعلى على الإفصاح وجودة التقارير لأن عدداً أكبر من المستثمرين يعتمد على المعلومات العامة، فتزداد أهمية جودة الأرباح والحوكمة في تثبيت القيمة. وتنسجم هذه الفكرة مع أدلة تربط جودة الأرباح بالقيمة وتبرز دور الحوكمة في تعزيز مصداقية الإشارة (Intara et al., 2024).

3– ربط الإشارات والمحتوى المعلوماتي مباشرة بالقيمة السوقية:

تمثل القيمة السوقية حصيلة تقييم السوق لتوقعات التدفقات النقدية والمخاطر وجودة المعلومات المتاحة. لذلك يفترض البحث أن السوق لا "يرى" الجودة مباشرة، بل يترجم إشارات سلوكية تظهر في العوائد والسيولة وكثافة التداول واتساع قاعدة المستثمرين إلى تقييم ثم إلى قيمة سوقية. هذا الربط ينسجم مع فكرة ملاءمة القيمة التي ترى أن الأسعار تتشكل عبر دمج معلومات التقارير مع توقعات المستثمرين (Ohlson, 1995) ومع الأدلة المبكرة التي بينت ارتباط أرقام المحاسبة برد فعل السوق (Ball & Brown, 1968). كما تشير الأدلة إلى أن تحسين قابلية المقارنة والمعايير المشتركة يمكن أن يرفع دقة التقارير ويؤثر في القيمة والسيولة معاً، بما يدعم قناة "جودة المعلومات ثم السيولة ثم التقييم" (Gao et al., 2019). وتقدم أدبيات الاستدامة والتقارير غير المالية دعماً إضافياً لمنطق الإشارة ولمنطق المعلومات المحاسبية. فتقرير الاستدامة الطوعي قد يعمل كإشارة تخفض عدم تماثل المعلومات وترفع قيمة الشركة عندما يكتسب مصداقية (Friske et al., 2023) كما تؤكد نتائج أخرى أن تقارير الاستدامة ترتبط بالقيمة ضمن تفسير إشاري (Alghamdi & Agag, 2023). وفي نفس الاتجاه، يظهر أن إفصاح المسؤولية الاجتماعية قد ينعكس في قيمة الشركة من منظور الإشارة لأن السوق يفسّره كمؤشر على جودة الإدارة وتقليل المخاطر غير المرصودة (Nguyen, 2025). وعندما تصبح معلومات الاستدامة مكملة للأرقام المحاسبية في تفسير القيمة السوقية، فهذا يعني أن السوق يستخدم حزمة معلومات أوسع في التسعير، وهو ما تدعمه أدلة ملاءمة القيمة لمعلومات الاستدامة إلى جانب المعلومات المحاسبية في أوروبا (Migliavacca, 2024). كما

أن خصائص السرد في التقارير المتكاملة قد تحمل محتوى معلوماتي ينعكس على التقييم، ممّا يعزز فكرة أن السوق يقرأ "إشارات نوعية" إضافة إلى الأرقام (Hossain et al., 2025).

الإطار التطبيقي:

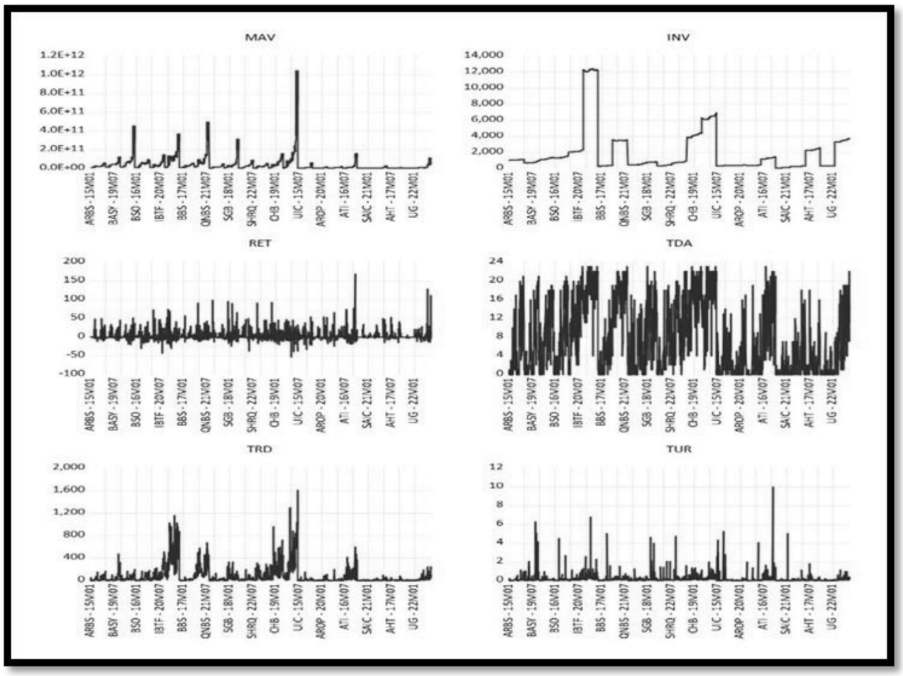
تبدأ منهجية التحليل بتوصيف البيانات لأن فهم شكل التوزيع وحجم التشتت عبر الشركات والفترات يحدد صلاحية الفروض الكلاسيكية قبل الانتقال لأي استدلال قياسي، كما أن مؤشرات الانحراف والتفلطح في بيانات الأسواق المالية تشير غالباً إلى ذيول سميكة وقيم متطرفة قد ترفع حساسية التقديرات وتضعف دقة اختبارات الدلالة إذا تم الاعتماد على افتراض التوزيع الطبيعي (Baltagi, 2021)، وبالتطبيق باستخدام EViews13 نجد:

الجدول رقم (3): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لعينة بانل شهرية متوازنة

	MAV	INV	RET	TDA	TRD	TUR
Mean	3.67E+10	1907.919	3.337636	7.595562	75.79665	0.170623
Median	1.31E+10	801.0000	0.000000	5.000000	12.00000	0.025000
Maximum	1.04E+12	12435.00	167.8200	23.00000	1602.000	9.969100
Minimum	3.00E+08	45.00000	-54.07000	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	7.24E+10	2679.559	13.32806	7.140313	156.2125	0.518180
Skewness	6.384055	2.623022	3.584894	0.561260	3.652053	8.718652
Kurtosis	65.44616	9.976630	27.74994	1.902217	20.32160	109.5268
Jarque-Bera	373754.4	7009.879	61084.82	226.7966	32511.67	1071986.
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	2208	2208	2208	2208	2208	2208

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

جدول 3 يبين أن متوسط القيمة السوقية بلغ 36,700 مليون ليرة سورية مقابل وسيط 13,100 مليون وحد أقصى 1,040,000 مليون ما يعكس تركزاً مرتفعاً في تقييمات عدد محدود من الشركات داخل سوق دمشق. كما بلغ متوسط عدد المستثمرين 1,907.92 ومستوى عدد الصفقات 75.80 ومعدل دوران السهم 0.17 مع قيم وسيط منخفضة جداً 801 و12 و0.03 وهو نمط ينسجم مع سوق يغلب عليه تداول متقطع وسيولة ضعيفة في معظم الأشهر. وتؤكد قيم الالتواء والتفرطح واختبار جارك بيرا باحتمال 0.00 أن توزيعات العائد الفعلي وعدد الصفقات ومعدل الدوران والقيمة السوقية تختلف عن التوزيع الطبيعي وذات ذيول سميكة ما يبرر الاعتماد على نماذج بانل متينة ومعالجات تقلل أثر القيم المتطرفة عند تفسير أثر مؤشرات التداول على القيمة السوقية في سوق دمشق. والشكل 1 يوضح أن القيمة السوقية تتحرك على شكل طفرات حادة عبر الزمن وبين الشركات ما يشير إلى حساسية التقييم لأحداث محددة وإعلانات أو موجات سيولة قصيرة داخل سوق دمشق. ويظهر عدد المستثمرين على شكل قفزات ثم مستويات شبه ثابتة ما يعكس تغيّر قاعدة المشاركين بصورة غير مستقرة وارتباطها بفترات نشاط استثنائية أكثر من كونها اتجاهاً مستقراً. كما تبدو عدد أيام التداول متذبذبة مع فترات قيم منخفضة أو صفرية، ويتزامن ذلك مع هبوط عدد الصفقات ومعدل دوران السهم ما يدعم فكرة أن نشاط التداول هو القناة المباشرة التي تنتقل عبرها الصدمات إلى القيمة السوقية.



الشكل رقم (1): تطور متغيرات البحث خلال الزمن وعبر الشركات

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

تلي مرحلة التوصيف خطوة اختبار الارتباط المقطعي لأن سوقاً واحداً مشتركة وسيولة متزامنة قد تولد اعتماد متبادل بين الشركات، وهذا الاعتماد إذا أُهمل يجعل العديد من اختبارات البانل من الجيل الأول منحازة في الحجم ويقود إلى استنتاجات مضللة في الاستقرارية والمعنوية، لذا يتم تطبيق اختبار من نوع LM على الارتباطات الثنائية للبواقي لاختبار فرضية عدم الاعتماد المقطعي، ويبرر رفض الفرضية الانتقال مباشرة إلى اختبارات جذر وحدة من الجيل الثاني وإلى تقديرات تسمح بمصفوفة تباين غير قطرية عبر المقاطع (Pesaran, 2004; Baltagi, 2021):

$$LM = T \sum(i = 1 \text{ to } N-1) \sum(j = i+1 \text{ to } N) \hat{\rho}_{ij}^2$$

حيث N عدد المقاطع وT عدد الفترات و $\hat{\rho}_{ij}$ معامل الارتباط بين بواقي المقطعين i وj و LM إحصائية الاختبار.

بالتطبيق نجد النتائج التالية:

الجدول رقم(4): نتائج اختبار الاعتماد المتقاطع بين المقاطع Cross-Section Dependence باستخدام Breusch-Pagan LM

Variable code	Test information	d.f.	Statistic	Prob.
MAV	Cross-Section Dependence Test, Breusch-Pagan LM, sample 2015M01–2022M12, periods 96, cross-sections 23, observations 2208	253	18833.37	0.0000
INV	Cross-Section Dependence Test, Breusch-Pagan LM, sample 2015M01–2022M12, periods 96, cross-sections 23, observations 2208	253	17056.39	0.0000
RET	Cross-Section Dependence Test, Breusch-Pagan LM, sample 2015M01–2022M12, periods 96, cross-sections 23, observations 2208	253	2278.258	0.0000
TDA	Cross-Section Dependence Test, Breusch-Pagan LM, sample 2015M01–2022M12, periods 96, cross-sections 23, observations 2208	253	4410.849	0.0000
TRD	Cross-Section Dependence Test, Breusch-Pagan LM, sample 2015M01–2022M12, periods 96, cross-sections 23, observations 2208	253	4183.223	0.0000
TUR	Cross-Section Dependence Test, Breusch-Pagan LM, sample 2015M01–2022M12, periods 96, cross-sections 23, observations 2208	253	663.3059	0.0000

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يبين جدول 4 نتائج اختبار Breusch–Pagan LM للاعتماد المتقاطع بين المقاطع حيث تظهر قيم إحصائية مرتفعة جداً واحتمالية 0.00 لجميع المتغيرات، ما يؤدي إلى رفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود اعتماد مقطعي. تعني هذه النتيجة أن سلوك الشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق لا يتحرك بصورة مستقلة، بل يتشارك صدمات وعوامل سوقية كلية موحدة تؤثر في التداول والتقييم في الوقت نفسه، مثل تغيّر السيولة العامة أو المزاج الاستثماري أو القيود التنظيمية أو ظروف السوق الكلية. بعد ثبوت الاعتماد المقطعي تصبح خطوة الاستقرارية شرطاً لازماً قبل تقدير العلاقة لأن وجود جذر وحدة قد يسبب انحدار زائف ويشوّه تفسير معاملات القيمة السوقية مع مؤشرات السيولة والنشاط، وبما أن الاعتماد المقطعي قائم فإن اختبار بيساران CIPS يعد ملائماً لأنه يبني اختبارات CADF لكل مقطع بعد تضمين متوسطات المقاطع كبديل للعوامل المشتركة ثم يجمعها في إحصائية بانل، وبذلك يوفر اختبار متسق تحت صدمات مشتركة ويؤسس علمياً لقرار الإبقاء على المتغير في المستوى أو تفاضله أو تبني صياغة ديناميكية عند الحاجة (Pesaran, 2007, Baltagi, 2021):

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + b_i\, y_{it-1} + c_i\, \bar{y}_{t-1} + \sum(k = 1\ to\ p)\ \varphi_i k\ \Delta y_{it-}k + \sum(k = 0\ to\ p)\ \theta_i k\ \Delta \bar{y}_{t-}k + \varepsilon_{it}$$

حيث y_{it} سلسلة المقطع i عند t و $\bar{y}_t$ متوسط المقاطع وΔ الفرق الأول وp رتبة الإبطاء وb_i معامل اختبار الجذر وε_{it} حد الخطأ. وبالتطبيق نجد:

الجدول رقم (5): نتائج اختبار جذر الوحدة للبانل مع الاعتماد المتقاطع Pesaran CIPS

Variable code	Test information	Model type	CIPS statistic	Prob.
MAV	Panel unit root test with cross-sectional dependence, Pesaran CIPS, sample 2015M01–2022M12, cross-sections 23, balanced obs. 95, total obs. 2185	Constant	-2.15454	<0.10
INV	Panel unit root test with cross-sectional dependence, Pesaran CIPS, sample 2015M01–2022M12, cross-sections 23, balanced obs. 95, total obs. 2162	Constant	-6.93132	<0.01
RET	Panel unit root test with cross-sectional dependence, Pesaran CIPS, sample 2015M01–2022M12, cross-sections 23, balanced obs. 95, total obs. 2185	Constant	-6.73144	<0.01
TDA	Panel unit root test with cross-sectional dependence, Pesaran CIPS, sample 2015M01–2022M12, cross-sections 23, balanced obs. 95, total obs. 2185	Constant	-5.25798	<0.01
TRD	Panel unit root test with cross-sectional dependence, Pesaran CIPS, sample 2015M01–2022M12, cross-sections 23, balanced obs. 95, total obs. 2185	Constant	-4.82687	<0.01
TUR	Panel unit root test with cross-sectional dependence, Pesaran CIPS, sample 2015M01–2022M12, cross-sections 23, balanced obs. 95, total obs. 2185	Constant	-6.81733	<0.01

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يبين جدول 5 نتائج اختبار Pesaran CIPS لجذر الوحدة في بانل شهري مع وجود اعتماد متقاطع بين الشركات وبنموذج قاطع حيث وجدنا عدم وجود اتجاه عام يحكم المتغيرات، حيث تشير الإحصاءات إلى رفض فرضية العدم بوجود جذر وحدة لمعظم المتغيرات عند مستوى معنوية 5%. فقد جاءت عدد المستثمرين عند −6.93 والعائد الفعلي عند −6.73 وعدد أيام التداول عند −5.26 وعدد الصفقات عند −4.83 ومعدل دوران السهم عند −6.82 مع احتمالية أقل من 0.05، ما يعني أن هذه السلاسل مستقرة I(0) حول متوسط مستقر حتى بعد التحكم بالعوامل المشتركة في سوق دمشق. بالمقابل جاءت القيمة السوقية عند −2.15 مع دلالة عند مستوى أقل من 10.00% فقط، وهو ما يشير إلى عدم استقرار أضعف أو قريب من عدم الاستقرار مقارنة بباقي المتغيرات، ويتسق مع طبيعة القيمة السوقية التي تتأثر باتجاهات أطول أجلاً وبطفرات تقييم مرتبطة بصدمات كلية وتغيرات هيكلية. وتؤكد هذه النتائج أن مخاطر الانحدار الزائف تنخفض بالنسبة

لمتغيرات التداول، بينما تتطلب القيمة السوقية التقدير عبر صيغ ديناميكية أو تحويلات مناسبة وتقديرات متينة تراعي الاعتماد المتقاطع لضمان استدلال صحيح عند قياس أثر مؤشرات التداول على القيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية. بعد تحديد خصائص السلاسل تأتي خطوة اختبار عدم تجانس التباين لأن اختلاف أحجام الشركات وتغيرات حالة السوق عبر الزمن يقود عادة إلى تباينات غير ثابتة بين المقاطع أو عبر الفترات، وهذا يضعف كفاءة المربعات الصغرى ويجعل أخطاءها المعيارية غير ملائمة، لذا يستخدم اختبار نسبة الإمكان LR لقياس رفض تجانس التباين وفق بعدين مستقلين نسبياً هما عدم التجانس عبر المقاطع وعدم التجانس عبر الزمن، ويشكل رفض الفرضية مبرر علمي لتطبيق EGLS أو أوزان SUR لاحقاً لأن التوزين يعيد بناء مصفوفة التباين المشترك بشكل أقرب للواقع ويرفع كفاءة التقدير (Greene, 2012):

$$LR = 2(\ell_1 - \ell_0)$$

حيث ℓ_1 لوغاريتم دالة الإمكان تحت عدم تجانس التباين و ℓ_0 لوغاريتم دالة الإمكان تحت تجانس التباين و LR إحصائية الاختبار. وبالتقدير نجد:

الجدول رقم (6) : نتائج اختبارات عدم تجانس التباين في البانل Panel Heteroskedasticity LR بحسب المقطع وبحسب الزمن

Test information	Model type	LR statistic	Prob.
Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test, H0: residuals are homoskedastic, equation specification: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Cross-section	4707.392	0.0000
Panel Period Heteroskedasticity LR Test, H0: residuals are homoskedastic, equation specification: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Period	3900.729	0.0000

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

ترفض النتائج فرضية العدم التي تفترض تجانس تباين البواقي عند مستوى دلالة 5% لكل من الاختبار بحسب المقطع وبحسب الزمن. فقد بلغت قيمة الإحصاء في اختبار عدم تجانس التباين بين الشركات 4,707.39 باحتمالية 0.00، ما يعني أن تباين أخطاء التقدير يختلف جوهرياً بين الشركات والمصارف المدرجة، وهو بسبب تفاوت أحجام الشركات والسيولة وعمق التداول وتكرار الإفصاح. بعد توثيق الاعتماد المقطعي وعدم تجانس التباين يجب حسم بنية التأثيرات غير المرصودة لأن الشركات تختلف في خصائص ثابتة مثل الحجم والحوكمة وسمعة السهم، ولأجل ذلك يبدأ الاختيار باختبار LM للتأثيرات العشوائية للتحقق من جدوى الابتعاد عن النموذج التجميعي، ثم يُستخدم اختبار التأثيرات الثابتة الزائدة للتحقق من أهمية ثوابت المقاطع، وأخيراً يحسم اختبار هاوسمان المفاضلة بين العشوائي والثابت عبر اختبار اتساق العشوائي تحت فرضية عدم الارتباط بين الأثر غير المرصود والمتغيرات التفسيرية، وعندما يتم رفض هاوسمان يصبح نموذج الآثار الثابتة هو الخيار العلمي لأنه يتجنب عدم الاتساق الناتج عن الارتباط الداخلي بين خصائص الشركة ومؤشرات التداول (Breusch and Pagan, 1980; Hausman, 1978; Baltagi, 2021):

$$H = (\beta_RE - \beta_FE)' \left[Var(\beta_FE) - Var(\beta_RE)\right]^{-1} (\beta_RE - \beta_FE)$$

حيث β_FE مقدر الآثار الثابتة و β_RE مقدر الآثار العشوائية وVar مصفوفة التباين وH إحصائية كاي تربيع. وبالتقدير نجد:

الجدول رقم (7): نتائج اختبارات اختيار نموذج البانل بين التجميعي والآثار العشوائية والآثار الثابتة

Test information	Model type	Statistic	Prob.
LM test for random effects (Breusch-Pagan), H0 no effects, equation: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Cross-section	1535.643	0.0000
LM test for random effects (Breusch-Pagan), H0 no effects, equation: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Time	889.8552	0.0000
LM test for random effects (Breusch-Pagan), H0 no effects, equation: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Both	2425.499	0.0000
Redundant fixed effects test, H0 cross-section fixed effects are redundant, equation: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Cross-section	46.810535	0.0000
Redundant fixed effects test, Cross-section Chi-square, H0 cross-section fixed effects are redundant, equation: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Cross-section	854.261183	0.0000
Hausman test (correlated random effects), H0 random effects are consistent, equation: MAV INV RET TDA TRD TUR C	Cross-section	595.151881	0.0000

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

تشير نتائج اختبارات اختيار نموذج البانل إلى رفض النموذج التجميعي واعتماد وجود تأثيرات غير مرصودة خاصة بالمقاطع والزمن في معادلة القيمة السوقية المفسرة بواسطة عدد المستثمرين والعائد الفعلي وعدد أيام التداول وعدد الصفقات ومعدل دوران السهم. إذ يبين اختبار Breusch–Pagan LM أن فرضية العدم بعدم وجود تأثيرات تُرفض بقوة عند مستوى 5% سواء لتأثيرات المقاطع بقيمة 1,535 أو تأثيرات الزمن بقيمة 889.86 أو التأثيرين معاً ما يعني أن اختلافات الشركات والمصارف عبر الحجم والسيولة والقطاع ليست عشوائية يمكن إهمالها، وأن صدمات الزمن تؤثر على الجميع بدرجات متفاوتة في سوق دمشق. كما يثبت اختبار Redundant Fixed Effects أن تأثيرات المقاطع الثابتة ليست زائدة عن الحاجة حيث بلغت قيمة F نحو 46.81 وقيمة كاي تربيع 854.26 مع احتمالية 0.00، بما يدعم أن إدراج فروق ثابتة بين الشركات يحسن تفسير التباين في القيمة السوقية. والأهم أن اختبار Hausman جاء كبيراً بقيمة 595.15 مع احتمالية 0.00، ما يؤدي إلى رفض فرضية اتساق الآثار العشوائية ويشير إلى ارتباط التأثيرات غير المرصودة بمتغيرات التداول، وبالتالي يصبح نموذج الآثار الثابتة للمقاطع هو الاختيار القياسي الأكثر ملاءمة للاستدلال السببي داخل سوق دمشق عند تقدير أثر مؤشرات التداول على القيمة السوقية. بعد اختيار الآثار الثابتة يظهر في التطبيق سبب إضافي للانتقال إلى نماذج معممة لأن القيمة السوقية والنشاط التداولي قد يتضمنان تزامن والسببية العكسية لذلك يتم اعتماد GMM للبانل لأنه يبني شروط عزم تعتمد على تعامد الأدوات الداخلية مع الخطأ ويعالج الداخلية عبر إبطاء المتغيرات كأدوات، ويعزز هذا الاختيار استخدام مصفوفة أوزان وأسلوب EGLS مع Cross–section SUR عندما تكون الارتباطات بين المقاطع وعدم تجانس التباين مثبتة لأن التوزين يستغل المعلومات في Ω ويزيد الكفاءة، ثم يتحقق اختبار هانسن J من صلاحية القيود الزائدة للأدوات باعتباره اختبار معياري لصحة العزوم ضمن إطار GMM وفق المعادلات التالية (Arellano and Bond, 1991; Baltagi, 2021):

$$MAV_{it} = \alpha_i + \delta\, MAV_{it-1} + \beta_1\, INV_{it} + \beta_2\, RET_{it} + \beta_3\, TDA_{it} + \beta_4\, TRD_{it} + \beta_5\, TUR_{it} + u_{it}$$

حيث α_i أثر ثابت للمقطع وδ معامل الديناميكية وβ معاملات الانحدار وu_{it} خطأ عشوائي:

$$g(\beta) = (1/NT) \sum(i = 1\ to\ N)\, Z_i'\, u_i(\beta) = 0$$

Z_iمصفوفة الأدوات و$u_i(\beta)$ متجه البواقي المشروط بالمعلمات وN عدد المقاطع وT عدد الفترات وg متوسط شروط العزم:

$$\hat{\beta}_GMM = \text{argmin}_\beta\ g(\beta)'\ W\ g(\beta)$$

حيث W مصفوفة الأوزان و$\hat{\beta}_GMM$ مقدر المعلمات بطريقة GMM:

$$J = NT \cdot g(\beta_GMM)' W g(\beta_GMM)$$

حيث J إحصائية هانسن للقيود الزائدة وNT حجم العينة الكلي وg متوسط العزوم عند التقدير:

$$\beta_GLS = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} X' \Omega^{-1} y$$

حيث y متجه التابع وX مصفوفة المفسرات وΩ مصفوفة تباين وتغاير الأخطاء التي تسمح بارتباط المقاطع وعدم تجانس التباين وβ̂_GLS مقدر GLS أو SUR. بالتقدير نجد:

جدول 8: نتائج تقدير نموذج Panel GMM EGLS مع Cross–section SUR لمعادلة القيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية

Dependent Variable: MAV
Method: Panel GMM EGLS (Cross-section SUR)
Sample (adjusted): 2015M02 2022M12
Periods included: 95
Cross-sections included: 23
Total panel (balanced) observations: 2185
2SLS instrument weighting matrix
Iterate coefficients after one-step weighting matrix
Convergence achieved after 31 total coef iterations
Instrument specification: C RET TDA TRD TUR INV
Lagged dependent variable & regressors added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INV	66601174	12110960	5.499248	0.0000
RET	1.11E+08	6326764.	17.57341	0.0000
TDA	-1.55E+08	21189906	-7.335894	0.0000
TRD	9298243.	2210794.	4.205838	0.0000
TUR	-3106763.	98607033	-0.031507	0.9749
C	-6.84E+10	2.43E+10	-2.820419	0.0048
AR(1)	0.931942	0.011568	80.56160	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

Root MSE	0.747927	R-squared	0.948649
Mean dependent var	0.801369	Adjusted R-squared	0.947982
S.D. dependent var	3.733228	S.E. of regression	0.752940
Sum squared resid	1222.277	Durbin-Watson stat	2.194048
J-statistic	182.0162	Instrument rank	34
Prob(J-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

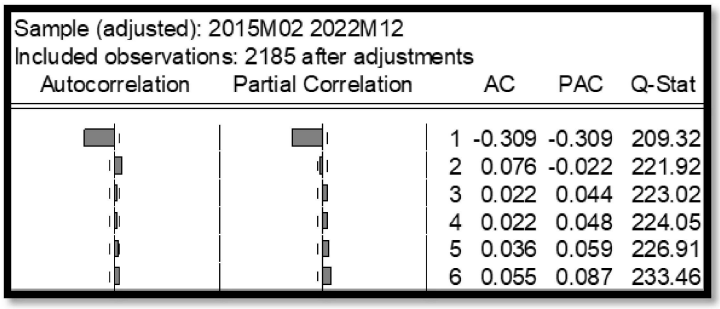
R-squared	0.855035	Mean dependent var	3.70E+10
Sum squared resid	1.67E+24	Durbin-Watson stat	2.616902

Inverted AR Roots .93

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

تظهر نتائج جدول 8 أن نموذج Panel GMM EGLS مع Cross–section SUR وبوجود تأثيرات ثابتة للمقاطع نجح في تفسير سلوك القيمة السوقية للشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق على أساس ديناميكي يعالج التزامن والسببية العكسية بين التداول والتقييم عبر أدوات داخلية قائمة على الإبطاء. وتبين النتائج أن عدد المستثمرين يرتبط إيجابياً وبدرجة دلالة عالية بالقيمة السوقية، إذ إن زيادة عدد المستثمرين بوحدة واحدة ترفع القيمة السوقية بنحو 66,601,174.00 ليرة

سورية، وهو ما ينسجم مع نظرية الإشارة لأن اتساع قاعدة المستثمرين يمثل إشارة سوقية على الثقة والاهتمام ويقلل من فجوة المعلومات، كما يتسق مع مدخل معلومات المحاسبة لأن اتساع المتعاملين يزيد سرعة استيعاب المعلومات المحاسبية وترجمتها إلى تقييمات. كذلك جاء العائد الفعلي موجباً ومعنوياً، حيث ترتبط زيادة العائد بنسبة 1% بزيادة القيمة السوقية بنحو 111,000,000 ليرة سورية، بما يعكس أن العوائد في سوق دمشق تعمل كقناة "تجميع" لإشارات السوق عن الأداء المتوقع، فتتبلور في إعادة تسعير ترفع التقييم الكلي. كما أن عدد الصفقات جاء موجباً ومعنوياً، فكل صفقة إضافية ترتبط بزيادة تقارب 9,298,243 ليرة سورية في القيمة السوقية، وهو تفسير قريب من منطق السيولة، لأن ارتفاع وتيرة التنفيذ يرسل إشارة عن نشاط الطلب وقدرة السوق على امتصاص الأوامر، ما يعزز قابلية التقييم للتوسع. بالمقابل ظهر عدد أيام التداول ذا أثر سلبي ومعنوي، حيث ترتبط زيادة يوم تداول واحد بانخفاض يقارب 155,000,000 ليرة سورية في القيمة السوقية، وهو ما يعكس بأن كثرة الجلسات في حد ذاتها لا تعني تحسن الجودة المعلومات أو السيولة، بل تعكس فترات "تصحيح" أو ضغط بيع ممتد حيث تتكرر الجلسات بينما تتراجع التقييمات، ما يجعل الإشارة هنا مرتبطة بسياق السوق لا بعدد الأيام ككمية مجردة. أما معدل دوران السهم فجاء غير معنوي إحصائياً باحتمالية 0.97 رغم إشارته السالبة، ما يعني أن الدوران لا يضيف تفسيراً مستقلاً بعد التحكم في العائد وعدد الصفقات وعدد المستثمرين، وهو نمط ممكن في سوق دمشق حين يكون الدوران مرتفعاً أحياناً بفعل تداولات ضيقة أو إعادة تموضع قصيرة لا تحمل محتوى معلوماتي جديد. ديناميكياً، يوضح معامل الإبطاء للقيمة السوقية 0.93 أن التقييمات شديدة الاستمرارية وأن الصدمات تنتقل بين الأشهر، وهو ما يدعم فكرة أن الإشارات والمعلومات لا تُسعّر فوراً بالكامل بل تتراكم تدريجياً في سوق ناشئ. وتدعم مؤشرات الملاءمة قوة التفسير إذ بلغ R-squared الموزون 0.95 تقريباً مع Durbin–Watson قريب من 2.19، بينما تشير قيمة J-statistic 182.02 مع احتمالية 0.00 إلى أن النتيجة العامة تبقى أن قنوات الإشارة الأكثر فاعلية في تفسير القيمة السوقية داخل سوق دمشق تمثلت في اتساع قاعدة المستثمرين، وتحقق العائد، وكثافة الصفقات، أكثر من اعتمادها على دوران السهم كمؤشر منفرد، ما يعني رفض فرضية العدم القائلة بصحة قيود التعريف الزائد، وبالتالي يثير ذلك تساؤلاً حول صلاحية مجموعة الأدوات المستخدمة أو احتمال وجود أدوات زائدة عن الحاجة. وعليه معنوية J قد تعكس ارتباطاً متبقياً بين بعض الأدوات وحد الخطأ أو ضعفاً في ملاءمة الأدوات، رغم أن هذا قد يظهر أحياناً في النماذج كبيرة الحجم أو كثيفة الأدوات. وللتحقق أكثر بعد التقدير يتم تطبيق تشخيصات تؤكد أن النموذج شرح الجزء الأكبر من الاعتماد المقطعي وأن البواقي أصبحت أقرب إلى ضوضاء مستقرة، لذا يُعاد اختبار الاعتماد المقطعي على البواقي الموزونة لأن استمرار الاعتماد يشير إلى عوامل مشتركة مهملة، ثم يتم اختبار استقرارية البواقي لأن بقاء اتجاه عشوائي في البواقي يعني أن العلاقة المقدرة لم تفسر المكوّنات غير المستقرة بما يكفي، وأخيراً تتطلب نماذج GMM الديناميكية اختبار الارتباط الذاتي في أخطاء الفروق لأن صحة الأدوات الداخلية تعتمد على غياب ارتباط من الدرجة الثانية في البواقي. بالتقدير يتبين مايأتي:



الشكل رقم (2) اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يُلاحظ من الشكل أن درجات الارتباط التسلسلي للإبطاء ضعيف جداً حيث تراجع من 0.3 إلى 0.02 وبالتالي يتبين عدم وجود مشكلة ارتباط تسلسلي في البواقي. وبتقدير الاعتماد المقطعي يتضح مايأتي:

الجدول رقم (9): اختبار الاعتماد المتقاطع في بواقي النموذج بعد التقدير Residual Cross-Section Dependence Test باستخدام Breusch-Pagan LM

Residual Cross-Section Dependence Test Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in weighted Residuals Periods included: 94 Cross-sections included: 23 Total panel observations: 2162 Note: non-zero cross-section means detected in data Cross-section means were removed during computation of correlations			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	1.689828	253	0.0911

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يُلاحظ من النتائج أن احتمالية الاختبار أكبر من مستوى معنوية 5% وبالتالي يتبين عدم وجود اعتماد مقطعي في بواقي النموذج، وباختبار الاستقرارية يُلاحظ ما يأتي:

الجدول رقم (10): نتائج اختبار جذر الوحدة لبواقي النموذج باستخدام PP-Fisher لقياس استقرارية البواقي والتحقق من ملاءمة النموذج

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process) Series: RESIDMODEL Sample: 2015M01 2022M12 Exogenous variables: None Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel Total (balanced) observations: 2162 Cross-sections included: 23		
Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	5583.32	0.0000
PP - Choi Z-stat	-72.9503	0.0000

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يُلاحظ من الجدول أن القيمة الاحتمالية أقل من مستوى معنوية 5% لإحصائية اختبار الاستقرارية وبالتالي تُرفَض العدم ويتبين أن سلسلة بواقي النموذج مستقرة في المستوى. وفق السابق يمكن اعتماد نتائج النموذج المقدر.

النتائج

1- تؤكد النتائج القياسية رفض فرضية العدم على مستوى النموذج الكلي، إذ ثبت أن مؤشرات التداول مجتمعة تملك أثراً ذا دلالة إحصائية في تفسير تغيرات القيمة السوقية للشركات والمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ضمن بيئة تتسم بصدمات مشتركة واعتماد متقاطع وعدم تجانس تباين، ما يجعل اعتماد تقدير بانل ديناميكي متين خياراً منسجماً مع خصائص البيانات. وبذلك يجيب البحث عن سؤاله الرئيس بأن القيمة السوقية في سوق دمشق لا تتحدد فقط كمحصلة رقمية للأداء المحاسبي الظاهر، بل تتشكل عبر قنوات سوقية قابلة للرصد تنقل الإشارة وتحوّلها إلى تقييم، وهو جوهر التكامل بين نظرية الإشارة ومدخل معلومات المحاسبة في تفسير آلية التسعير داخل سوق ناشئ محدود السيولة.

2- يظهر التفكيك السببي داخل النموذج أن القنوات الأكثر فعالية في رفع القيمة السوقية تمثلت في العائد الفعلي وعدد الصفقات وعدد المستثمرين، وجميعها جاءت موجبة ومعنوية، ما يعني أن السوق يمنح تقييماً أعلى عندما تتراكم إشارات قابلة للتحقق عن قوة الطلب واتساع قاعدة المتعاملين ووجود استجابة سعرية تعكس دمجاً أسرع للمعلومة. محاسبياً، تدعم هذه النتيجة منطق "الملاءمة القيمية" لأن المعلومة لا تكتسب وزنها بمجرد الإفصاح، بل عندما تتحول إلى سلوك تداول وقرار استثماري ثم إلى عوائد، فتغدو الأسعار والقيمة السوقية وعاءً لمحتوى معلوماتي متسرب من توقعات المستثمرين حول جودة الأرباح واستدامة التدفقات والمخاطر، أي أن الإشارة الأعلى مصداقية هي التي تنعكس في نشاط تداول فعلي واتساع مشاركة لا في خطاب معلن فقط.

3- بينت النتائج أن عدد أيام التداول ارتبط سلبياً وبشكل معنوي بالقيمة السوقية، وأن معدل دوران السهم لم يكن معنويّاً بعد التحكم ببقية القنوات، ما يشير إلى أن "كمية التداول" أو "امتداد الجلسات" لا تعمل تلقائياً كإشارة إيجابية في سوق دمشق، بل تعكس فترات ضغط بيع أو تصحيح ممتد تتسع خلالها الجلسات بينما تتراجع التقييمات، كما أن الدوران يحمل ضجيجاً أو إعادة تموضع قصيرة لا تضيف محتوى معلوماتياً جديداً فوق ما يبينه العائد وعدد الصفقات وعدد المستثمرين. إحصائياً، تؤكد ديناميكية القيمة السوقية وارتفاع معامل الإبطاء أن عملية تسعير الإشارات تتسم بالاستمرارية والتراكم عبر الزمن، ما ينسجم مع بيئة لا تكتمل فيها كفاءة دمج المعلومات فوراً، ويعني أن تحسين تفسير القيمة السوقية يتطلب التركيز على جودة الإشارة ومصداقيتها عبر اتساع المستثمرين وكثافة الصفقات واستجابة العوائد أكثر من التركيز على مؤشرات تداول شكلية قد لا تعكس معلومات حقيقية في هذا السياق المؤسسي.

التوصيات

- ✓ قيام سوق دمشق للأوراق المالية بتطوير لوحة بيانات شهرية معلنة على مستوى الشركة تتضمن عدد المستثمرين النشطين وعدد الصفقات ومقاييس تنفيذ الأوامر إلى جانب بيانات الإفصاح المحاسبي، مع نشر ملخصات معيارية قابلة للتحميل للباحثين، لأن اتساع قاعدة المستثمرين وكثافة الصفقات ثبت أنهما إشارات سوقية ترفع القيمة السوقية وتقلل فجوة المعلومات عبر رفع شفافية النشاط الفعلي لا الاكتفاء ببيانات الأسعار.
- ✓ توجيه سياسات السوق والجهات التنظيمية نحو تنشيط السيولة "النوعية" عبر إجراءات تستهدف زيادة المشاركين وتنويعهم وتحسين سهولة الدخول والخروج وتخفيض تكاليف التنفيذ، مع تقييم السياسات بناءً على نمو عدد المستثمرين وعدد الصفقات لا على زيادة أيام التداول وحدها، لأن النتائج بينت أن زيادة أيام التداول لا تعني بالضرورة تحسناً في القيمة السوقية بينما تتحدد القيمة بصورة أوضح عبر إشارات المشاركة الفعلية والاستجابة السعرية.
- ✓ تقترح الدراسة امتدادات بحثية لاحقة عبر اختبار دور متغيرات وسيطة أو معدِّلة في تفسير العلاقة بين مؤشرات التداول والقيمة السوقية مثل الحوكمة المؤسسية والتضخم ومستوى السيولة. كما يمكن توسيع التصميم عبر تحليل

مقارن بين القطاعات الاقتصادية أو بين المصارف والشركات غير المالية لقياس اختلاف آليات التسعير واستجابة المستثمرين عبر القطاعات.

المراجع

1- النيرابي، هالة عدنان. (2021). أثر مستوى الإفصاح الوصفي والكمي عن المخاطر في المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية: دراسة تطبيقية على المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة بحوث جامعة حلب. سلسلة العلوم الاقتصادية، 43، 1-21.

2- الطحان، محمد غالب أحمد، وكريشان، خليل محمد عواد. (2023). أثر تبني تقارير الأعمال الموسعة XBRL على سيولة الأسهم: الدور الوسيط للإفصاح عن المخاطر في البنوك التجارية الأردنية. مجلة جامعة الحسين بن طلال للبحوث والدراسات العليا، 9(4)، 362–399.

3- Alghamdi, N., & Agag, G. (2023). Examining the impact of sustainability reporting on firm value. Sustainability, 15(21), 15584. https://doi.org/10.3390/su152115584

4- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. Review of Economic Studies, 58(2), 277–297.

5- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. Journal of Accounting Research, 6(2), 159–178. https://doi.org/10.2307/2490232

6- Baltagi, B. H. (2021). Econometric analysis of panel data (6th ed.). Springer.

7- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of Econometrics, 87(1), 115–143.

8- Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. Review of Economic Studies, 47(1), 239–253.

9- Cho, H., & Kim, R. (2021). Asymmetric effects of voluntary disclosure on stock liquidity: Evidence from 8-K filings. Accounting & Finance, 61(1), 803–846.

10- Choi, I. (2001). Unit root tests for panel data. Journal of International Money and Finance, 20(2), 249–272.

11- Friske, W., Hoelscher, S. A., & Nikolov, A. N. (2023). The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: Insights from signaling theory. Journal of the Academy of Marketing Science, 51, 372–392. https://doi.org/10.1007/s11747-022-00879-2

12- Gao, P., Jiang, J., & Zhang, G. (2019). Firm value and market liquidity around the adoption of common accounting standards. Journal of Accounting and Economics, 68(1).

13- Greene, W. H. (2012). Econometric analysis (7th ed.). Pearson.

14- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. Econometrica, 50(4), 1029–1054.

15- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. Econometrica, 46(6), 1251–1271.

16- Hossain, A., Bose, S., & Shamsuddin, A. (2025). Do integrated report readability and tone convey value relevant information? International evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics, 21*(3), 100488. https://doi.org/10.1016/j.jcae.2025.100488

17- Intara, P., Sangwichitr, K., Klangjai, S., & Khongmalai, O. (2024). Earnings quality and firm value: Does corporate governance matter? Cogent Business & Management, 11(1), 2386158.

18- Kim, J.-B., Kim, J., & Lee, J. J. (2025). Earnings versus cash flows in equity valuation: Evidence from the COVID-19 crisis. Advances in Accounting, 69, 100837.

19- Li, Z., Lin, W., & Zhou, S. (2024). The effect of mandatory CSR disclosure on stock liquidity. China Economic Review, 87, 102232. https://doi.org/10.1016/j.chieco.2024.102232
20- Liu, G., & Sun, J. (2022). The impact of COVID-19 pandemic on earnings management and the value relevance of earnings: US evidence. Managerial Auditing Journal, 37(7), 850–868.
21- Lof, M., & van Bommel, J. (2023). Asymmetric information and the distribution of trading volume. Journal of Corporate Finance, 82, 102464. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102464
22- Maddala, G. S., & Wu, S. (1999). A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 61(S1), 631–652.
23- Migliavacca, A. (2024). Value relevance of accounting numbers and sustainability information in Europe: Empirical evidence from nonfinancial companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 55*, 100620. https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2024.100620
24- Nguyen, H. A., & Dang, T. T. G. (2023). Accounting reform and value relevance of financial reporting from non-financial listed firms on the Vietnam stock market. Cogent Business & Management, 10(2), 2220193. https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2220193
25- Nguyen, V. H. (2025). Corporate social responsibility disclosure and firm value: A signaling theory perspective. Journal of Economics and Development, 27(2), 114–128.
26- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research, 11(2), 661–687. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x
27- Pesaran, M. H. (2004). General diagnostic tests for cross section dependence in panels. IZA Discussion Paper No. 1240.
28- Pesaran, M. H. (2007). A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence. Journal of Applied Econometrics, 22(2), 265–312.
29- Phillips, P. C. B., & Perron, P. (1988). Testing for a unit root in time series regression. Biometrika, 75(2), 335–346.
30- Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds. Journal of Accounting and Economics, 63(1), 51–74.
31- Spence, M. (1973). Job market signaling. The Quarterly Journal of Economics, 87(3), 355–374.
32- Zellner, A. (1962). An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions and tests for aggregation bias. Journal of the American Statistical Association, 57(298), 348–368.