

أثر التقلبات في أسعار الأسهم على أداء سوق دمشق للأوراق المالية للمدّة من

2014/5/27 إلى 2018/8/5

¹د. طلال سليمان

(تاريخ الإيداع 18 / 9 / 2019. قُبِلَ للنشر في 26 / 11 / 2019)

□ ملخّص □

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر تقلبات أسعار الأسهم على أداء سوق دمشق للأوراق المالية للمدّة الممتدة من 27 أيار 2014 ولغاية 5 آب 2018 من خلال مشاهدات يومية بلغت 817 مشاهدة. وقد تطلب تحقيق هدف البحث اختيار عينة تكونت من 12 بنك مدرجاً في سوق دمشق للأوراق المالية. وتم استخدام نموذج بانل الذي يعد أحد أساليب الإحصاء الكمية، ثم اختبار الفرضيات إحصائياً، وذلك لقياس تأثير المتغيرات المستقلة والمتمثلة في أسعار الإقفال لأسهم اثني عشر بنكاً مدرجاً في السوق، على أداء السوق من خلال المؤشر. حيث أظهرت النتائج، وبعد استخدام النماذج الثلاثة: الانحدار التجميعي، والتأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل، والملائم لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. **كلمات مفتاحية:** نماذج بانل، نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية.

¹ - أستاذ مساعد في قسم العلوم المالية والمصرفية كلية الاقتصاد الثانية طرطوس سوريا.

The impact of fluctuations in share prices on the performance of the Damascus Stock Exchange for the period from 27/5/2014 to 5/8/2018

Dr. Talal Suleiman ²

(Received 18 / 9 / 2019. Accepted 26 / 11 / 2019)

□ ABSTRACT □

The purpose of this study is to study the effect of stock price fluctuations on the performance of the Damascus Securities Market for the period from 27 May 2014 to 5 August 2018 through daily observations of 817 views.

The objective of the research was to select a sample of 12 banks listed on the Damascus Stock Exchange.

The Pannel model, which is one of the methods of quantitative statistics and statistical tests, was used to measure the effect of the independent variables, namely the closing prices of the twelve listed banks, on the performance of the market through the market index.

Where the results showed that after the use of the three models of aggregate regression, the effects of static and random effects, the model of effects is the best and appropriate to explain the relationship between independent variables and dependent variable.

Keywords: PANEL models, aggregate regression model, static effects model, random effects model.

1- مقدمة:

تتسم أسعار الأسهم بالتقلب ارتفاعاً وانخفاضاً وفقاً لمعطيات ومتغيرات (اقتصادية، مالية، سلوكية)، وقد أشار الفكر المالي المعاصر في مراحل تطوره إلى العديد من الاتجاهات التي يمكن أن يكون لها تأثير في تحركات الأسعار السوقية للأسهم، وقد أوضحت معظم الدراسات السابقة أن ثلاثة قرارات مالية هي: الاستثمار والتمويل ومقسوم الأرباح، لها تأثير في القيمة السوقية للسهم.

تتحدد قيمة السهم في السوق من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، كما أن سعر السهم في السوق هو انعكاس للعديد من المتغيرات: (الاقتصادية، الصناعية، المركز التنافسي واتجاهات الإدارة)، بالإضافة إلى عوامل سيكولوجية مستندة إلى حقائق غير منطقية تؤثر في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم وتوقعاتهم؛ وبالتالي يكون سعر السهم محدداً بناءً على عوامل شخصية.

يركز البحث الحالي في جانبه النظري على أهم العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية للسهم، في حين أنه يهدف في جانبه العملي إلى اختبار تأثير التقلب في أسعار الأسهم على أداء سوق دمشق للأوراق المالية، باستخدام نماذج البائل (نموذج الآثار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية).

2- مشكلة البحث:

يلاحظ أن الجدل مازال قائماً حتى الآن في الفكر المالي بتحديد أي المتغيرات أكثر تأثيراً في تقلب أسعار الأسهم، كما أن الفكر المالي لم يصل إلى حصر هذه المتغيرات ومدى تأثير كل منها في تقلب أسعار الأسهم؛ وهذا امر منطقي بسبب اختلاف البيئة المالية وظهور متغيرات دون غيرها لها تأثير في تقلب أسعار الأسهم، كما أن الكفاءة تختلف من سوق لأخرى.

وبناء على ما سبق تظهر مشكلة البحث في كون معظم الدراسات السابقة تناولت تأثير المتغيرات الداخلية أو الخارجية في تقلب أسعار الأسهم فقط، بمعزل عن أداء السوق بشكل عام؛ وعليه يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلين الآتيين:

1- ما هو أثر التقلب في أسعار أسهم البنوك المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

على أداء هذه السوق؟

2- ما هو النموذج الأفضل من بين نماذج البائل الذي يفسر العلاقة بين المتغيرات

المستقلة والمتغير التابع؟

3- أهمية البحث:

تتبع أهمية هذا البحث من كون التقلب في أسعار الأسهم يثير اهتمام جميع المستثمرين في السوق المالية، وخاصة صغار المستثمرين الذين قد تلحق بهم خسائر كبيرة وغير متوقعة؛ نتيجة التقلبات الحادة في هذه الأسعار، هذا من جهة، كما أن تقلب أسعار الأسهم يترك أثره الكبير على أداء القطاع الذي تنتمي إليه هذه الأسهم بشكل خاص وعلى أداء السوق المالية بشكل عام.

وفي الوقت الراهن يكتسب تقلب أسعار الأسهم أهمية كبيرة؛ بسبب الانفتاح الاقتصادي والمالي والارتباط الكبير بين الأسواق المالية بفضل تطور أنظمة الاتصال الحديثة والتشغيل والتداول الإلكتروني في هذه الأسواق.

4-هدف البحث:

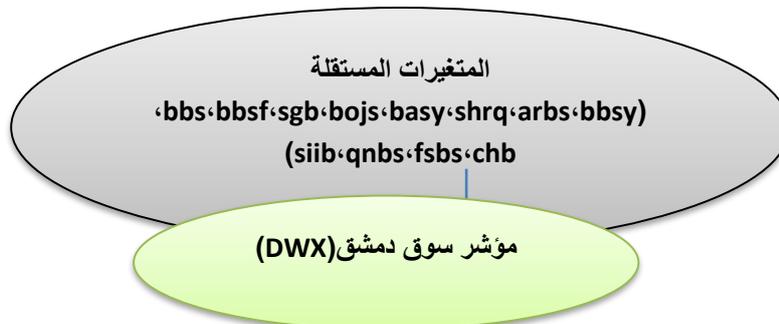
يسعى البحث لتحقيق الأهداف الآتية:

- 1- التعرف إلى العوامل التي تؤدي إلى تقلب أسعار الأسهم.
- 2- التعرف إلى نماذج البائل.
- 3- التعرف إلى الأثر الذي يتركه تقلب أسعار أسهم البنوك على أداء سوق دمشق.

5- متغيرات البحث:

يوضح الشكل الآتي متغيرات البحث والتي تشمل نوعين:

- 1-متغيرات مستقلة: وتشمل أسعار الإقفال لـ 12 بنك مدرجاً في سوق دمشق وهذه البنوك هي: بنك البركة، البنك العربي السورية، بنك الشرق، بنك عودة سورية، بنك الأردن سورية، بنك سورية والمهجر، بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك بيلوس، بنك الشام، فرانس بنك، بنك قطر الوطني، بنك سورية الدولي الإسلامي.
- 2-المتغير التابع: يتمثل بمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية(DWX)، الذي يعد لكل الأسهم المدرجة في السوق؛ حيث يستخدم المؤشر كونه معياراً لتقلب أسعار الأسهم بالارتفاع أو الانخفاض.



المصدر: من اعداد الباحث

6- فرضيات البحث:

في ضوء مشكلة البحث وأهميته وأهدافه يمكن صياغة فرضية البحث على النحو الآتي:
توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين أسعار إقفال أسهم البنوك وبين مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

7- منهجية البحث:

استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من خلال الاطلاع على عدد من المراجع التي تناولت العوامل المؤثرة في تقلب أسعار الأسهم ونماذج البائل، ومن ثم الحصول على بيانات السلسلة التي تمثل أسعار الإقفال لـ 12 بنك مدرجاً في سوق دمشق وبيانات يومية عن مؤشر سوق دمشق، وتم التطبيق عليها، واستخدم برنامج EViews10 في التحليل.

8-حدود البحث:

قُسمت حدود البحث إلى:

-حدود مكانية: أجري البحث من واقع البيانات التاريخية لأسعار إقفال أسهم البنوك ومؤشر سوق دمشق؛ وذلك من الموقع الإلكتروني لسوق دمشق.

-حدود زمنية: أجريت الدراسة التطبيقية لهذا البحث ضمن المدّة الممتدة من 27 أيار 2014 ولغاية

5 آب 2018 من خلال مشاهدات يومية بلغ عددها 817 مشاهدة.

9- مجتمع البحث وعينته:

يتكون مجتمع البحث من البنوك المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والبالغ عددها 14 بنك، في حين إن عينة البحث التي سيتم إجراء الاختبارات الإحصائية عليها هي 12 بنك.

10- الدراسات السابقة:

1- دراسة طه احمد عبد السلام بعنوان **العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق لأوراق المالية دراسة تحليلية عن أسهم القطاعين المصرفي والصناعي**، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي؛ حيث أظهر البحث وجود عوامل لها تأثير سلبي على مناخ الاستثمار في سوق العراق، أهمها المرتبطة بعدم الاستقرار الأمني وعدم تفعيل قانون الاستثمار لغير العراقيين، وغياب التنسيق المؤسسي في تنظيم وتطوير الآليات التي لها علاقة بتغيير المركز المالي للشركات المساهمة، وعدم السماح بتمويل عمليات الشراء من خلال القروض.

2- دراسة امجد ابراهيم البراجنة بعنوان **اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين لأوراق المالية**، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، وتوصل إلى وجود علاقة بين كل من معدل توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في حين لا توجد علاقة بين معدل توزيع الأرباح والقيمة الدفترية.

3- دراسة خالد جمال نصر بعنوان **أثر الاعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان لأوراق المالية**، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، وقد توصل إلى وجود أثر للإعلان عن ربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات، كما أن هناك أثراً للإعلان عن توزيع الأرباح في القيمة السوقية لأسهم الشركات.

4- دراسة أسامة محمد شنك بعنوان **العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان**، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، وأظهرت الدراسة وجود أثر للعوامل المالية ذات الصلة بالأداء المالي للشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، كما أنه يوجد أثر للعوامل غير المالية ذات الصلة ببيئة أو خواص الشركة في تحديد الأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

5- دراسة مجيد محسن محمد الغالبي بعنوان **أثر القوى الخمس ومؤشرات السوق المالية في القيمة السوقية للسهم دراسة تطبيقية**، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي وتوصلت الدراسة إلى أن مؤشر الحصة السوقية يؤثر بصورة مشتركة مع حجم السوق في القيمة السوقية للسهم.

6- دراسة الياس خضير فنوش بعنوان **المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم دراسة في سوق العراق للأوراق المالية**، استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لمقسوم الأرباح النقدي ومقسوم الأرباح بشكل أسهم ومكرر الربحية في التغير في أسعار الأسهم، وأن جانباً كبيراً من هذا التغير لا يستند إلى أسس منطقية؛ أي أنه يخضع لتأثير متغيرات أخرى بعضها داخلي يتعلق بنشاط الشركة وبعضها خارجي ينبع من اتجاهات سيكولوجية تنعكس في سلوك المستثمرين وتصرفاتهم، فضلاً عن ممارسات أخرى تحدث داخل السوق.

7- دراسة آمنة حيدوسي بعنوان **أثر حجم المؤسسات على عوائد الأسهم في بورصة عمان 2012-2014**، وقد استخدمت الباحثة المنهج الوصفي التحليلي، وتوصلت إلى أن عدد العمال ورقم الأعمال لها معنوية إحصائية، وبينت الدراسة أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

11- ادبيات الدراسة:

11-1- مقدمة: لا توجد أسواق مالية ساكنة ولا حاجة لنا بوجودها؛ لأنها لا تحقق أهداف المتداولين بالسوق والشركات المدرجة، ولا تساهم في النمو الاقتصادي خاصة فيما يتعلق بجذب الاستثمارات، وأسعار الأسهم تتقلب من يوم لآخر وأحياناً من لحظة لأخرى لتفسح المجال للتحليلات والتفسيرات التي يكون بعضها منطقياً والبعض الآخر ارتجالي وبعيد عن الواقع؛ مما يفسح المجال للشائعات ويعرض ممتلكات المستثمرين للضياع.

لا يوجد سبب واحد لتقلب أسعار الأسهم؛ بسبب كثرة العناصر المؤثرة في حركة السوق وتداخلها، وبشكل عام يعتمد السعر على العرض والطلب في أثناء التداول، وبدوره يعتمد العرض والطلب على عوامل كثيرة تؤثر في سعر السهم، ويمكن تصنيف العوامل المؤثرة في تقلب سعر السهم على النحو الآتي:

1- عوامل اقتصادية 2- عوامل تتعلق بالشركة المدرجة المصدرة للسهم والقطاع الذي تنتمي إليه، 3- عوامل تتعلق بالمستثمرين والمتداولين، 4- عوامل أخرى.

11-2- العوامل الاقتصادية: توجد مجموعة من العوامل الاقتصادية التي تؤثر في أسعار الأسهم؛ وأهمها:

1- معدل الفائدة: إذا كانت معدلات الفائدة مرتفعة يدفع ذلك المستثمرين إلى تشغيل أموالهم في البنوك لتحصيل أرباح عالية ومضمونة، كما أن معدلات الفائدة المرتفعة على الشركات التي تعتمد المديونية يؤثر سلباً على أرباحها لارتفاع كلفة الاستثمار، مما يقلل الطلب على أسهمها ويدفعها نحو الانخفاض.

2- التضخم: إن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى عدم إقبال المستهلكين على شراء السلع والخدمات وخاصة غير الضرورية، مما يؤدي لانخفاض إنتاجية هذه الشركات؛ وبالتالي أرباحها مما يقلل من إقبال المستثمرين على شراء أسهم هذه الشركات؛ وبالتالي انخفاض أسعارها.

3- سعر العملة: إذا ارتفعت أسعار العملة في دولة يعني أن المستوردين لمنتجات هذه الدولة سيدفعون أكثر لشراء السلع منها، مما يقلل الاستيراد؛ ويعني انخفاض مبيعات الشركات وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

11-3- عوامل متعلقة بالشركة: يتعلق الاستثمار بالشركة وأدائها؛ فالمستثمر الرشيد لا يقبل التملك في شركة ضعيفة وخاسرة لأن ذلك لا يحقق أهدافه في اقتناء أصول جيدة والحصول على أرباح، بينما الشركة الناجحة تجذب المستثمرين بسبب شعورهم بالثقة والأمان عند تملكهم أسهمها.

- 11-4- عوامل متعلقة بالمتداولين وذوي العلاقة بالسوق: إن سلوك المتعاملين له تأثير في سعر السهم، خاصة في حالة قلة وعي بعض المتعاملين ووجود ظواهر سلبية في السوق نذكر منها:
- 11-4-1- الإشاعات: التي تؤثر تأثيراً كبيراً، وخاصة على صغار المستثمرين الراغبين بتحقيق أرباح سريعة الذين يأخذون الأخبار من غير تحقق أو تأكيد، وتكون النتيجة تحقيق خسائر كبيرة.
- 11-4-2- العواطف والصفات الشخصية: تأثيرها ليس جوهرياً في حركة الأسعار، ولكن في الأسواق التي يغلب عليها كثرة المستثمرين الأفراد يظهر تأثيرها بوضوح.
- 11-4-3- تأثير الوسطاء: يخرج أحياناً الوسيط عن أصول المهنة بترغيب البيع والشراء ليس لأسباب موضوعية ومهنية، وإنما لإغراء المستثمرين رغبة منه بتحقيق نسبة عمولات عالية.
- 11-4-4- المضاربة: يتفاوت تأثيرها من سوق لآخر ومن مستثمر لآخر، ويعتمد ذلك على القوانين وتطبيقها في السوق والمعرفة والوعي والخبرة للمضارب.
- 11-5- عوامل أخرى: هناك عوامل أخرى كالحوادث الطبيعية (الزلازل والبراكين والأعاصير) والحوادث السياسية (الحروب والأزمات السياسية والإضرابات) لها تأثير على أداء الشركات المدرجة وعلى أسعار أسهمها.
- 12- الدراسة العملية: تهدف الدراسة العملية إلى اختبار النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ثم المقاضلة بين هذه النماذج لاختيار النموذج الملائم.
- 12-1- اختبار النموذج التجميعي (PRM)
- جدول (1) نتائج نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: DWX

Method: Pooled Least Squares

Date: 07/18/19 Time: 00:00

Sample: 1 817

Included observations: 817

Cross-sections included: 14

Total pool (balanced) observations:

11438

المتغيرات	المعامل (coefficient)	t-statistic	الاحتمال (prob)
BBSYCLO	0.366787	52.91253	0.0000
ARBSCLO	0.435123	28.22795	0.0000
SHRQCLO	-	-8.244137	0.0000
	0.110180		

0.0000	-8.967841	- 0.107752	BASYCLO
0.0000	13.43622	0.166397	BOJSCLO
0.0000	16.37382	0.367666	SGBCLO
0.0000	10.00074	0.078876	BBSFCLO
0.0000	26.17723	0.396988	BBSCLO
0.0000	67.81320	0.994484	CHBCLO
0.0000	23.90354	0.677244	FSBSCLO
0.0000	-17.98454	- 0.228061	QNBCSCLO
0.0000	-15.81761	- 0.180930	SIIBCLO
		0.759343	R-squared
		0.038263	Durbin-Watson stat

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

وفقا للجدول رقم (1) يمكن تقدير معادلة الانحدار التجميعي على النحو الآتي:

$$Dwx=0.366787BBSYCLO+0.435123 ARBSCLO-0.110180SHRQCLO- \\ 0.107752 BASYCLO+ 0.166397BOJSCLO+ \\ 0.367666SGBCLO+0.078876BBSFCLO+0.396988BBSCLO+0.994484 CHBCLO+ \\ 0.677244FSBSCLO- 0.228061QNBCSCLO- 0.180930SIIBCLO$$

دراسة مدى صلاحية النموذج المقدر

أولاً: اختبار معنوية المعلمات

المعلمات المقدرة والقيم المجدولة سنقوم بعرض نتائج ستودنت من خلال الجدول رقم (2)

الجدول رقم (2) نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر

المتغيرات	المقدرات	القيمة المحتسبة <i>Tcal</i>	القيمة المجدولة <i>Ttab</i>	أدنى مستوى معنوية Prob	النتيجة
BBSYCLO	B1	52.91253	12.71	0.0000	قبول
ARBSCLO	B2	28.22795	12.71	0.0000	قبول
SHRQCLO	B3	- 8.244137	12.71	0.0000	قبول
BASYCLO	B4	- 8.967841	12.71	0.0000	قبول
BOJSCLO	B5	13.43622	12.71	0.0000	قبول
SGBSCLO	B6	16.37382	12.71	0.0000	قبول
BBSFCLO	B7	10.00074	12.71	0.0000	قبول
BBSCLO	B8	26.17723	12.71	0.0000	قبول
CHBCLO	B9	67.81320	12.71	0.0000	قبول
FSBSCLO	B10	23.90354	12.71	0.0000	قبول
QNBSCLO	B11	- 17.98454	12.71	0.0000	قبول
SIIBCLO	B12	- 15.81761	12.71	0.0000	قبول

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

تحليل نتائج اختبار النموذج التجميعي: من خلال الجدول رقم (1) و(2) نجد ما يلي:

1- بالنسبة إلى المتغيرات المستقلة يلاحظ أن جميعها تقريبا إشارتها موجبة؛ وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة، والتي تمثل أسعار إقفال أسهم البنوك والمتغير التابع (مؤشر سوق دمشق)؛ حيث إن زيادة سعر سهم البركة (bbsy) مثلا بمقدار وحدة سيؤدي إلى زيادة قيمة المؤشر بمقدار 0.366787 ، وهكذا بالنسبة إلى باقي المتغيرات المستقلة.

2- المتغيرات المستقلة التي تؤثر إيجاباً في مؤشر السوق هي أسعار الإقفال للبنوك الآتية: البنك العربي سورية (arbs)، بنك الأردن سورية (bojs)، بنك سورية والمهجر (sgb)، بنك بيمو السعودي الفرنسي (bbsf)، بنك بيبيلوس (bbs)، بنك الشام (chb)، فرانس بنك (fsbs).

3- المتغيرات المستقلة التي تؤثر سلباً في مؤشر السوق هي أسعار الإقفال لأربعة بنوك وهي: بنك الشرق (shrq)، بنك قطر الوطني (qnbs)، بنك عودة سورية (basy)، بنك سورية الدولي الإسلامي (siib) حيث يلاحظ مثلاً أن زيادة سعر سهم بنك الشرق بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر بمقدار (- 0.161418).

4- يلاحظ بالنسبة إلى المقدرات من خلال الجدول (2) أن جميع مقدرات النموذج لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي يمكن القول إن جميع المتغيرات لها معنوية إحصائية في تفسير مؤشر السوق خلال مدة الدراسة .

5- يلاحظ أن القيمة المتحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ 0.759343 وهي قريبة من الواحد؛ أي أن أسعار إقفال أسهم البنوك تفسر 75.93% من مؤشر سوق دمشق؛ مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له، أما الـ 24.07% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج وهي الخطأ العشوائي.

12-2- اختبار نموذج الآثار الثابتة (FEM)

جدول (3) نتائج نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: DWX
Method: Pooled Least Squares
Date: 07/18/19 Time: 00:00
Sample: 1 817
Included observations: 817
Cross-sections included: 14
Total pool (balanced) observations: 11438

اختبار نموذج التأثيرات الثابتة: جدول رقم (3)

المتغيرات	المعامل (coefficient)	t-statistic	الاحتمال (prob)
C	556.4057	104.7138	0.0000
BBSYCLO	0.232394	45.41665	0.0000
ARBSYCLO	0.295582	26.64056	0.0000
SHRQCLO	-	-16.88018	0.0000
	0.161418		

0.7731	0.288345	0.002494	BASYCLO
0.0000	21.15227	0.187232	BOJSCLO
0.0000	7.229995	0.117289	SGBCLO
0.0000	-36.53602	-	BBSFCLO
		0.232876	
0.5895	0.539578	0.006184	BBSCLO
0.0000	43.58399	0.500818	CHBCLO
0.0000	25.95931	0.526880	FSBSCLO
0.0000	-13.99582	-	QNBSCLO
		0.127532	
0.0000	39.76215	0.390854	SIIBCLO
		0.877268	R-squared
		0.049412	Durbin-Watson stat
		3262.830	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

وفقا للجدول رقم (3) يمكن تقدير معادلة الآثار الثابتة على النحو الآتي:

$$Dwx=556.4057+0.232394BBSYCLO+0.295582 ARBSCLO-0.161418 SHRQCLO+0.002494$$

$$BASYCLO+0.187232 BOJSCLO+0.117289 SGBCLO-0.232876 BBSFCLO+0.006184$$

$$BBSCLO+0.500818 CHBCLO+0.526880 FSBSCLO-0.127532 QNBSCLO+0.390854 SIIBCLO$$

الجدول رقم (4) نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر

المتغيرات	المقدرات	القيمة المحتسبة <i>Tcal</i>	القيمة المجدولة <i>Ttab</i>	أدنى مستوى معنوية Prob	النتيجة
C	B0	104.7138	12.71	0.0000	قبول
BBSYCLO	B1	45.41665	12.71	0.0000	قبول
ARBSCLO	B2	26.64056	12.71	0.0000	قبول
SHRQCLO	B3	- 16.88018	12.71	0.0000	قبول
BASYCLO	B4	0.288345	12.71	0.7731	رفض
BOJSCLO	B5	21.15227	12.71	0.0000	قبول
SGBCLO	B6	7.229995	12.71	0.0000	قبول
BBSFCLO	B7	- 36.53602	12.71	0.0000	قبول
BBSCLO	B8	0.539578	12.71	0.5895	رفض
CHBCLO	B9	43.58399	12.71	0.0000	قبول
FSBSCLO	B10	25.95931	12.71	0.0000	قبول
QNBSCLCLO	B11	- 13.99582	12.71	0.0000	قبول
SIIBCLO	B12	39.76215	12.71	0.0000	قبول

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

تحليل نتائج اختبار نموذج الآثار الثابتة: من خلال الجدول رقم (3) و(4) نجد ما يأتي:

- 1- بالنسبة إلى الثابت نجد إشارته موجبة وهذا يدل على العلاقة الإيجابية بين أسعار الأسهم ومؤشر السوق، وهذا يتفق تماما مع النظرية الاقتصادية.
- 2- بالنسبة إلى المتغيرات المستقلة يلاحظ أن جميعها تقريبا إشارتها موجبة وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة والتي تمثل أسعار إقفال أسهم البنوك والمتغير التابع (مؤشر سوق دمشق)؛ حيث إن زيادة سعر سهم البركة (bbsy) مثلا بمقدار وحدة سيؤدي إلى زيادة قيمة المؤشر بمقدار (0.232394) وهكذا بالنسبة إلى باقي المتغيرات المستقلة.
- 3- المتغيرات المستقلة التي تؤثر إيجابا في مؤشر السوق هي أسعار الإقفال للبنوك الآتية: البنك العربي سورية (arbs)، بنك الأردن سورية (bojs)، بنك سورية والمهجر (sgb)، بنك بيبيلوس (bbs)، بنك الشام (chb)، فرانس بنك (fsbs)، بنك سورية الدولي الإسلامي (siib).

4- المتغيرات المستقلة التي تؤثر سلباً في مؤشر السوق هي أسعار الإقفال لثلاثة بنوك وهي: بنك الشرق (shrq)، بنك قطر الوطني (qnbs)، بنك بيمو السعودي الفرنسي، حيث يلاحظ مثلاً أن زيادة سعر سهم بنك الشرق بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض المؤشر بمقدار (-16.88018).

5- يلاحظ بالنسبة إلى المقدرات من خلال الجدول (2) أن جميع مقدرات النموذج لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي يمكن القول إن جميع المتغيرات لها معنوية إحصائية في تفسير مؤشر السوق خلال مدة الدراسة.

6- يلاحظ أن القيمة المتحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ 0.877268 وهي قريبة من الواحد أي أن أسعار إقفال أسهم البنوك تفسر 87.72% من مؤشر سوق دمشق؛ مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له، أما الـ 12.28% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج وهي الخطأ العشوائي، وهذا يعني أن نموذج الآثار الثابتة ذو قدرة تفسيرية أكبر.

12-3- اختبار نموذج الآثار العشوائية (REM)

جدول (5) نتائج نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: DWX
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 07/18/19 Time: 00:00
 Sample: 1 817
 Included observations: 817
 Cross-sections included: 14
 Total pool (balanced) observations: 11438

اختبار نموذج التأثيرات العشوائية: جدول رقم (5)

المتغيرات	المعامل (coefficient)	t-statistic	الاحتمال (prob)
C	556.4057	104.7138	0.0000
BBSYCLO	0.232394	45.41665	0.0000
ARBSCLO	0.295582	26.64056	0.0000
SHRQCLO	-	-16.88018	0.0000
BASYCLO	0.161418		

0.7731	0.288345	0.002494	
0.0000	21.15227	0.187232	BOJSCLO
0.0000	7.229995	0.117289	SGBCLCLO
0.0000	-36.53602	-	BBSFCLO
		0.232876	
0.5895	0.539578	0.006184	BBSCLO
0.0000	43.58399	0.500818	CHBCLO
0.0000	25.95931	0.526880	FSBSCLO
0.0000	-13.99582	-	QNBSCLCLO
		0.127532	
0.0000	39.76215	0.390854	SIIBCLO
		0.877268	R-squared
		0.049412	Durbin-Watson stat
		6805.307	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

وفقا للجدول رقم (5) يمكن تقدير معادلة الآثار العشوائية على النحو الآتي:

$$Dwx=556.4057+0.232394BBSYCLO+0.295582 ARBSCLO-0.161418$$

$$SHRQCLO+0.002494 BASYCLO+0.187232 BOJSCLO+0.117289 SGBCLCLO-$$

$$0.232876 BBSFCLO+0.006184 BBSCLO+0.500818 CHBCLO+0.526880$$

$$FSBSCLO-0.127532 QNBSCLCLO+0.390854 SIIBCLO$$

الجدول رقم (6) نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر

المتغيرات	المقدرات	القيمة المحتسبة <i>Tcal</i>	القيمة المجدولة <i>Ttab</i>	أدنى مستوى معنوية Prob	النتيجة
c	B0	104.7138	12.71	0.0000	قبول
BBSYCLO	B1	45.41665	12.71	0.0000	قبول
ARBSCLO	B2	26.64056	12.71	0.0000	قبول
SHRQCLO	B3	- 16.88018	12.71	0.0000	قبول
BASYCLO	B4	0.288345	12.71	0.7731	رفض
BOJSCLO	B5	21.15227	12.71	0.0000	قبول
SGBSCLO	B6	7.229995	12.71	0.0000	قبول
BBSFCLO	B7	- 36.53602	12.71	0.0000	قبول
BBSCLO	B8	0.539578	12.71	0.5895	رفض
CHBCLO	B9	43.58399	12.71	0.0000	قبول
FSBSCLO	B10	25.95931	12.71	0.0000	قبول
QNBSCLO	B11	- 13.99582	12.71	0.0000	قبول
SIIBCLO	B12	39.76215	12.71	0.0000	قبول

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

12-4- اختبار النموذج الملائم:

للمفاضلة بين النماذج الثلاثة السابقة سيتم تطبيق اختبار مضاعف لاغرانج Lagrange Multiplier Test؛ وذلك للاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) أحد نموذجي الآثار، حيث تظهر نتائج الاختبار في الجدول رقم (7) رفض الفرضية العدم (لا توجد آثار فردية) وقبول الفرضية البديلة، أي توجد آثار فردية؛ ويكون أحد نموذجي الآثار أكثر ملاءمة، يظهر الجدول الآتي نتائج الاختبار عند مستوى دلالة 5%

الجدول رقم (7)

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	74347.00	91	0.0000

من خلال الجدول السابق يظهر أن القيمة الاحتمالية لاختبار LM كانت أقل من 5%؛ وعليه نرفض فرضية العدم H0 ونقبل الفرضية البديلة H1 حيث:

H0: نموذج الانحدار التجميعي يناسب دراسة أثر التقلب في أسعار الأسهم على مؤشر السوق.

H1: أحد نموذجي التأثيرات يناسب دراسة أثر التقلب في أسعار الأسهم على مؤشر السوق.

مما يعني أن نموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا.

اختبار هوسمان (Hausman)

ينصب اختبار هوسمان على ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والآثار غير الملحوظة، حيث

يختبر مقدرات النموذجين في ظل فرض العدم:

H0: مقدرة الآثار العشوائية متسقة وكفؤة.

H1: مقدرة الآثار العشوائية غير متسقة.

إذا كانت القيمة الإحصائية كبيرة يعني ذلك أن الفرق بين المقدرتين معنوي وعليه يمكن رفض فرض العدم القائل إن الآثار العشوائية متسقة والقبول بنموذج الآثار الثابتة، أما إذا كانت القيمة صغيرة وغير معنوية يكون نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب.

جدول رقم (8)

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Pool: ACTIONS			
Test cross-section random effects			
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
1.0000	12	0.000000	Cross-section random
* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.			
** WARNING: estimated cross-section random effects variance is zero.			

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews 10

يلاحظ من الجدول السابق أن الفرق بين المقدرتين معنوي وعليه نرفض فرض العدم القائل إن الآثار العشوائية متسقة، والقبول بنموذج الآثار الثابتة.

النتائج:

- 1- نموذج الانحدار التجميعي : أظهر النتائج الآتية:
 - 1- المتغيرات المستقلة ممثلة بأسعار الإقفال للبنوك عين الدراسة جميعها إشارتها موجبة؛ مما يدل على وجود علاقة طردية بينها وبين المتغير التابع ممثلاً بمؤشر سوق دمشق، وذلك باستثناء أسعار الإقفال لأربعة بنوك هي: بنك الشرق وبنك قطر الوطني وبنك عودة وبنك سورية الدولي الإسلامي.
 - 2- جميع مقدرات النموذج لها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%؛ أي أن جميع المتغيرات لها معنوية في تفسير مؤشر السوق.

- 3- قيمة معامل التحديد بلغت 75.93%؛ مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة له، في حين أن 24.07% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج وهي الخطأ العشوائي.
- 2- نموذج الآثار الثابتة:** يلاحظ من خلال النموذج ما يأتي:
- 1- وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة ممثلة بأسعار الإقفال للبنوك عينة الدراسة والمتغير التابع ممثلاً بمؤشر السوق، باستثناء أسعار الإقفال لثلاثة بنوك هي: بنك الشرق وبنك قطر الوطني وبنك بيمو السعودي الفرنسي.
- 2- جميع متغيرات النموذج لها معنوية إحصائية في تفسير مؤشر السوق خلال مدة الدراسة.
- 3- بلغت قيمة معامل التحديد 87.72% وهي أعلى من قيمته في نموذج الانحدار التجميعي؛ وهذا يدل على أن نموذج الآثار الثابتة ذو قدرة تفسيرية أكبر من نموذج الانحدار التجميعي؛ كون أسعار أسهم البنوك تفسر 87.72% من مؤشر سوق دمشق، في حين إن 12.28% تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج.
- 3- المفاضلة بين النماذج الثلاثة:** أجريت عملية المفاضلة على مرحلتين:
- 1- تبين من خلال اختبار مضاعف لاغرانج للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي وأحد نموذجي التأثيرات أن نموذج الانحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا.
- 2- تبين من خلال اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والعشوائية أن نموذج الآثار الثابتة أفضل في تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة ممثلة بأسعار إقفال أسهم البنوك عينة الدراسة وبين المتغير التابع ممثلاً بأسعار إقفال مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.
- التوصيات:** بناءً على النتائج السابقة فإن الدراسة خلصت إلى التوصيات الآتية:
- 1- تحسين كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية من خلال وضع معايير وقواعد للإفصاح المالي؛ لكي يتمكن المستثمرون والمتعاملون من الوصول إلى البيانات والمعلومات عن الشركات بسهولة؛ مما يقلل حجم الممارسات غير الأصولية، بالإضافة إلى فرض قيود على الاستئثار بالمعلومات من قبل قلة من المتعاملين الذين يقصدون تحقيق عوائد غير عادية، والاستعانة بخبرة المحللين الماليين والفنيين في دراسة حالات السوق وتزويد المستثمرين والمتعاملين بأساليب الاستثمار الحديثة؛ مما يؤدي إلى دقة وسلامة قراراتهم الاستثمارية.
- 2- إجراء المزيد من الدراسات والبحوث في بيانات أخرى لاختبار أثر المتغيرات المختلفة التي تؤدي إلى تقلب أسعار أسهم البنوك وبالتالي تقلب مؤشر السوق.
- 3- إجراء الدراسة في مدة زمنية مختلفة؛ لمعرفة هل سيستمر التأثير الإيجابي للبنوك نفسها على مؤشر السوق من جهة، وهل سيستمر التأثير السلبي للبنوك نفسها على مؤشر السوق من جهة ثانية.
- 4- إجراء الدراسة باستخدام أساليب إحصائية أخرى كعامل الارتباط أو باستخدام نماذج اقتصاد قياسي أخرى كنماذج الـ VAR أو نماذج الـ ARDL، ومقارنة النتائج التي تعطيها هذه النماذج مع النتائج المتحصل عليها من خلال نماذج البانل داتا التي طبقت في هذه الدراسة.

المراجع:

- 1- الراجنة، امجد ابراهيم، " اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة 2009.
- 2- الظاهر، مفيد عبد الله، "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للمدة 2004-2008"، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس 2008.
- 3- الغالبي، مجيد محسن، " أثر القوى الخمسة ومؤشرات السوق المالية في القيمة السوقية للسهم- دراسة تطبيقية، المجلة العراقية للعلوم الادارية المجلد 13، العدد 51.
- 4- حيدوسي، آمنة، " أثر حجم المؤسسة على عوائد الأسهم في بورصة عمان 2012-2014"، جامعة قاصدي مرباح، رسالة ماجستير 2015-2016.
- 5- سمير، محمود محمد، " تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة 2011.
- 6- شنك، اسامة محمد، "العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط، 2018.
- 7- عبد السلام، طه احمد، "العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم المتداولة في سوق العراق للأوراق المالية-دراسة تحليلية عن أسهم القطاعين المصرفي والصناعي، سوق العراق للأوراق المالية، العلاقات العامة، الدراسات والبحوث العدد 564، 23 اذار 2006.
- 8- فنوش، الياس خضر، " المؤثرات الفائقة في حركة أسعار الأسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، تنمية الرافدين 86(29) 2007.
- 9- نصر، خالد جمال، " أثر الاعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 2015.

موقع سوق دمشق للأوراق المالية: www.dse.sy