

## دور التحليل المالي باستخدام النسب المالية في تفسير السعر السوقي للسهم (دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

د. طلال سليمان\*

فرح حسين عبد اللطيف\*\*

(تاريخ الإيداع ٧ / ١١ / ٢٠١٩ . قُبِلَ للنشر في ٢ / ٢ / ٢٠٢٠)

### □ ملخص □

هدف البحث إلى التعرف على دور التحليل المالي باستخدام النسب المالية في تفسير أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ولتحقيق هذا الهدف دُرِس أثر كل من نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة العائد على الأصول، نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين، ونسبة السيولة (نسبة التداول) في السعر السوقي لأسهم المصارف، وأخذت البيانات عن النسب المالية والأسعار السوقية للسهم من التقارير الربعية للمصارف المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك للمدة الزمنية الممتدة من الربع الأول لعام ٢٠١٥ وحتى الربع الأخير لعام ٢٠١٨، وأجري انحدار بيانات بانل panel data regression لدراسة الأثر وأظهرت النتائج معنوية جميع النسب ما عدا نسبة العائد على حقوق الملكية، وأوصت الدراسة بضرورة توعية المستثمر بأهمية الاطلاع على النسب المالية والتقارير المالية لترشيد قراره الاستثماري .

الكلمات المفتاحية: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسب الربحية، نسبة الدين، نسبة التداول، بيانات بانل، نموذج التأثيرات العشوائية، نموذج التأثيرات الثابتة، Hausman Test ، Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio ، نموذج الانحدار الذاتي للفترة الموزعة (ARDL).

\*أستاذ مساعد - قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الاقتصاد - جامعة طرطوس - طرطوس - سورية.

\*\*طالبة دراسات عليا (ماجستير) - قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية الاقتصاد - جامعة طرطوس - طرطوس - سورية.

# The role of financial analysis using financial ratios in interpreting the stock market price (An applied study on banks listed on Damascus Securities Exchange)

Dr. Talal Suleiman\*  
Farah Hussein Abdullatif\*\*

( Received 7 / 11 / 2019 . Accepted 2 / 2 / 2020 )

## □ ABSTRACT □

This paper aims to identify the role of Financial Analysis, using financial ratios in the interpretation of the stock market prices of banks listed in Damascus Securities Exchange. the following ratios has been studied; market value to book value, return on assets, return on equity, debt, and Liquidity ratio (Current ratio). Data on financial ratios and stock market prices were taken from banks quarterly reports as published in Damascus Securities Exchange, from the first quarter of 2015 to the fourth quarter of 2018. Panel data regression was conducted to study the impact. The results showed that all the ratios have significant impact on stock market prices and recommended to bring investors awareness to the importance of financial ratios and financial reports to rationalize their investment decisions.

**Keywords:** market value to book value, Profitability ratios, Debt ratio, Current ratio, Panel data, Random effects model, Fixed effects model, Hausman Test, Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio, Autoregressive Distributed Lag (ARDL).

---

\* Assistant Professor, Department of Banking and Finance, Faculty of Economics, Tartous University, Syria.

\*\* Postgraduate Student (MA), Department of Banking and Finance, Faculty of Economics, Tartous University, Syria.

**مقدمة:**

مع انفتاح العالم واتساع أسواقه المالية والاقتصادية والعلمية، ونشوء صناعات جديدة مُصاحبة لهذا التقدم، وتعدد السلع المنتجة والمستهلكة في سوق الاستهلاك الرأسمالي، اتسعت عملية دخول المستثمرين للانخراط ضمن هذه المشاريع الجديدة، مدفوعين بعامل تحقيق أرباح مرتفعة آمنة ومضمونة. وكان قرار إحداث سوق دمشق للأوراق المالية خطوة مهمة في مواكبة ذلك التوسع، ومحاولة فتح آفاق جديدة للاستثمار المالي، وتفعيل دوره في تحريك رؤوس الأموال؛ مما ينعكس انعكاساً إيجابياً وفعالاً على السوق الاقتصادية السورية. في هذا السياق كان لا بد أن يترافق هذا النشاط مع تطور في أساليب دراسة هذه الأسواق، عبر عمليات تحليل مختلفة، تطبق على جوانب النشاط المالي الاستثماري. ويمثل التحليل المالي لوضع الشركة المراد الاستثمار فيها أقرب السبل وأوضحها في قراءة وضع الشركة المالي والاستثماري، يستضيء به المستثمرون من أجل الإقدام أو الإحجام، ولكي يكون التحليل ذا مصداقية ودقة، يجب أن يتخذ عدة ركائز يستند إليها في قراءته تلك؛ بين أهم تلك الركائز تمثل النسب المالية، بمختلف مدلولاتها؛ كالمسئولة، والنشاط، والدين، والربحية، والتدفقات النقدية، ونسب السوق، ومؤشرات يمكن أن تعطي فكرة عن وضع الشركة المالي، عبر المقارنة والربط فيما بينها.

تطور تحليل النسب المالية خلال عشرينيات القرن الماضي، حيث كانت تستخدمها المصارف لتقييم مخاطر القروض، وسرعان ما قام المحللون الماليون باستخدام تحليل النسب المالية لتوقع نجاح الشركات أو فشلها ( Turk, 2006, p.2). وفي الأدبيات دُرست العلاقة بين أسعار الأسهم والنسب المالية عن طريق استخدام نماذج قياسية مختلفة وفي أسواق مختلفة ناشئة ومتقدمة<sup>١</sup>، وسيحاول هذا البحث أن يكون إضافة إلى الأدبيات الموجودة حول أثر النسب المالية في سعر السهم السوقي، والتي تعبر عن جوانب مختلفة من عمل المصارف، وتقدم تقييماً مفصلاً عن أداء الشركة خلال السنة المالية؛ يمكن أن يطلع عليه المستثمرون لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مما يساهم في تفسير محددات سعر السهم السوقي للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وسنعمد إلى تقسيم البحث وفق الآتي، سنقوم أولاً باستعراض عدد من الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع بأساليب مختلفة، ومن ثم الانتقال إلى تحديد مشكلة البحث وأهميته وأهدافه، وتعريف موجز بسوق دمشق للأوراق المالية ولمفهوم التحليل المالي عن طريق النسب المالية وصولاً إلى الاختبار العملي لذلك الدور استناداً إلى البيانات المأخوذة من التقارير الربعية لتلك المصارف.

**الدراسات السابقة:****الدراسات باللغة الإنكليزية:**

١. دراسة (Warrad, 2017): هدفت الدراسة إلى تحديد أثر المقاييس السوقية، المتمثلة بمجموعة من النسب المالية المُختارة، في أسعار أسهم المصارف المدرجة في السوق المالية في الأردن، خلال المدة الزمنية (٢٠٠٨-٢٠١٤)، واستخدمت ربحية السهم، توزيعات السهم، القيمة الدفترية للسهم، نسبة السعر إلى الربحية، غلة التوزيعات، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل دوران السهم، كمتغيرات مستقلة؛ لدراسة أثرها في القيمة السوقية للسهم، كما استخدم تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الأثر، وأظهرت

<sup>١</sup>قام (Mulenga and Bhatia (2018) بمسح واسع عن الدراسات التطبيقية التي قامت باختبار العلاقة بين المعلومات المحاسبية المتمثلة بالنسب المالية وأسعار الأسهم السوقية.

النتائج أنه كان لتوزيعات السهم، القيمة الدفترية بالإضافة إلى غلة التوزيعات، أثر في القيمة السوقية للسهم ، بينما لم يظهر أي تأثير للنسب الأخرى.

٢. دراسة (Temizel et al, 2017): هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين النسب المالية وسعر السهم في تركيا، حيث طبقت الدراسة على المصارف في تركيا خلال المدة الزمنية (٢٠٠٨-٢٠١٧)، واستخدمت نسبة السعر إلى الربحية، ونسبة عائد التوزيعات؛ كمتغيرات مستقلة؛ لدراسة العلاقة بينها وبين القيمة السوقية للسهم من خلال تطبيق نموذج VAR، وأظهرت النتائج وجود علاقة بين المتغيرات في عدة أبعاد مختلفة، وأن النسب المالية تسبب تغييراً في القيمة السوقية للسهم، ويمكن التنبؤ بالسعر السوقي من خلال هذه النسب.

٣. دراسة (Kengatharan, 2018): بحثت هذه الدراسة في معرفة وتحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم في المصارف التجارية المدرجة في السوق المالية في سيريلانكا، اختيرت عينة عشوائية؛ مكونة من عشرة مصارف لإجراء هذه الدراسة خلال المدة الزمنية (٢٠١١-٢٠١٥)، واستخدمت مجموعة من العوامل لدراسة تأثيرها في المصارف مثل: التضخم ومعدل الفائدة وسعر الصرف، كعوامل خارجية، وأيضاً ربحية السهم وتوزيعات السهم وحجم البنك، كعوامل داخلية. وأجري تحليل الانحدار الخطي المتعدد، لدراسة العوامل المالية الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية للسهم، وأظهرت النتائج تأثير العوامل الداخلية للمصارف في الأسعار السوقية للسهم، في حين لم يظهر للعوامل الخارجية أي أثر في ذلك.

٤. دراسة (Bhaita and Mulenga, 2019): بحثت في العلاقة بين المتغيرات المحاسبية، وسعر سهم القطاع المصرفي في بورصة بومباي في الهند، وأخذت بعين الاعتبار المصارف الخاصة والمصارف العامة في الهند، للمدة الزمنية (٢٠٠٥-٢٠١٤)، مستخدمة النسب المالية الآتية كمتغيرات مستقلة: ربحية السهم، القيمة الدفترية للسهم، معدل دوران الأصول، العائد على حقوق الملكية، كفاية رأس المال، نسبة الأصول غير العاملة، نسبة التداول، صافي الأصول غير العاملة. أجرت الدراسة تحليلاً لانحدار البيانات الزمنية المقطعية Panel لاختبار الأثر. أظهرت النتائج أهمية المعلومات المحاسبية في القطاع المصرفي العام، أكثر منها في القطاع المصرفي الخاص، واختلاف النسب المالية المؤثرة في القيمة السوقية للسهم بين المصارف الخاصة والمصارف العامة.

### الدراسات باللغة العربية:

١. دراسة (الرجاوي، ٢٠٠٨): هدفت إلى معرفة دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية، باستخدام النسب المالية، للتنبؤ بأسعار الأسهم، وطبقت الدراسة على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية؛ حيث أخذت عينة طبقية، مكونة من عشرة منشآت لدراستها، توزعت بين القطاعات الصناعية المختلفة في السوق، حيث أخذت شركتان من كل قطاع، جرى استخدام المنهج الوصفي التحليلي، واستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد المتدرج STEPWISE؛ لدراسة أثر النسب المالية في القيمة السوقية للسهم. أظهرت نتائج الدراسة اختلاف الأثر المعنوي للنسب المالية على القيمة السوقية للسهم، حسب القطاع الصناعي الذي تنتمي له المنشأة.

٢. دراسة (زاهر، ٢٠١٤): بحثت الدراسة في أثر السيولة، والكفاية الإدارية، والملاءة المالية على ربحية المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، للمدة الزمنية (٢٠٠٩-٢٠١٣)،

واستُخدمت النسب المالية التي تعبر عن السيولة والكفاية الإدارية والملاءة المالية؛ كمتغيرات مستقلة لمعرفة أثرها على ربحية المصارف الخاصة، وقد استخدم لتحقيق هذا الهدف تحليل الانحدار البسيط، ثم تحليل الانحدار الخطي المتعدد؛ لتحديد أي النسب أكثر تأثيراً في الربحية. حيث ظهرت الملاءة المالية كالنسبة الأكثر تأثيراً.

٣. دراسة (العمار وكهيان، ٢٠١٧): هدفت الدراسة إلى معرفة دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في توفير التحليلات والمعلومات المساعدة للمستثمر في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بعيداً عن المضاربة والشائعات، وجرى تحليل دور كل من جودة مؤشر السيولة المالية، ومؤشر جودة الأرباح، ومؤشر المرونة المالية في تفسير أسعار الأسهم للمدة الزمنية (٢٠١١-٢٠١٦). أظهرت النتائج أن مؤشرات جودة السيولة المالية وجودة الأرباح والمرونة المالية، مؤثرة في تفسير أسعار أسهم المصارف المدرجة في السوق، ويدل ذلك على اهتمام المستثمرين بدراسة مؤشرات التدفقات النقدية عند اتخاذ القرار الاستثماري، في حين لا تساهم الربحية المقاسة بمعدل العائد على حقوق الملكية بتفسير أسعار الأسهم.

من خلال استعراض بعض عينات من الدراسات السابقة؛ اتضح إمكانية إجراء المزيد من الأبحاث الجديدة والتي يمكنها أن تعتمد نسباً مالية مختلفة، بقصد دراسة وتبيان دورها في تفسير القيمة السوقية للسهم. يتضح تلاقح بحثنا هذا مع تلك الدراسات من حيث الهدف، واختلافه عنها من حيث البيئة والشرط الاقتصادي، المنعكس على سوق دمشق للأوراق المالية الناشئة، وعلى المصارف المدرجة فيها، إضافة إلى اختلاف المدة الزمنية التي تم تطبيق البحث عليها، وهي من الربع الأول لعام ٢٠١٥، وحتى نهاية الربع الأخير لعام ٢٠١٨، وتختلف النسب المالية المستخدمة في بحثنا عن النسب المستخدمة في تلك الدراسات.

### مشكلة البحث:

إن العلاقة بين المعلومات المحاسبية المتمثلة بالنسب المالية، وأسعار الأسهم السوقية تعود لزمان بعيد، وهي من المؤشرات الهامة المؤثرة في أسعار الأسهم السوقية؛ لذا كانت موضع اهتمام المحللين الماليين، وقد لعب التحليل المالي باستخدام النسب المالية دوراً كبيراً في العديد من المجالات، واهتمت دراسات متعددة بالاختبار العملي لهذا الدور، مُعطيةً اختلافاً في نتائجها؛ وذلك تبعاً لسوق المال الذي تُجرى فيه الدراسة إضافة إلى نوع الصناعة التي تُطبق عليها هذه الدراسات. يعد سوق دمشق للأوراق المالية سوقاً ناشئاً، وهو بحاجة إلى المزيد من الأبحاث والدراسات التي تساعد على تطويره وتقديمه، وبسبب أهمية القطاع المصرفي في سوق دمشق، بالنظر إلى عدد المصارف الموجودة في السوق، إضافة إلى قيمتها التداولية الكبيرة فيها، سنعمد إلى دراسة الدور الذي تلعبه بعضٌ من أهم النسب المالية التي تقيس جوانب مختلفة من عمل المصرف، وقدرتها على تفسير أسعار الأسهم السوقية للمصارف في السنوات الأخيرة على أمل أن تشكل دليلاً مهماً للمستثمرين عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية، وبناءً على هذا يمكننا صياغة السؤال البحثي الآتي:

ما هو الدور الذي تلعبه النسب المالية في تفسير أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق

دمشق للأوراق المالية؟

وتتفرع عنه الأسئلة البحثية الفرعية الآتية:

ما هو أثر نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق

دمشق للأوراق المالية؟

ما هو أثر نسبة **العائد على الأصول** في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ما هو أثر نسبة **العائد على حقوق الملكية** في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ما هو أثر نسبة **الدين** في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ما هو أثر نسبة **السيولة** في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

### أهمية البحث وأهدافه:

**الأهمية العلمية:** قام العديد من الأبحاث بدراسة الدور الذي تلعبه المعلومات المحاسبية الموجودة في القوائم المالية والنسب المالية المأخوذة من هذه القوائم في العديد من الأسواق، وقد جرى تطبيقها على صناعات مختلفة، ولم يلحظ تشابه بينها في النتائج، الأمر الذي يوجب المزيد من البحث، وذلك بتطبيقه على سوق ناشئ جديد مثل سوق دمشق للأوراق المالية، إضافة إلى أهمية تطبيقه على القطاع المصرفي فيه، والذي يتميز بخصوصيته، واختلاف قوائمه المالية عن غيره من الصناعات.

**الأهمية العملية:** نتائج هذا البحث قد تهم المستثمرين في القطاع المصرفي في سوق دمشق للأوراق المالية، عبر إعطائهم فكرة عن أهم النسب المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ومساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية استناداً إلى هذه النتائج.

### أهداف البحث:

يهدف البحث إلى معرفة الدور الذي تلعبه النسب المالية في تفسير أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؛ من خلال دراسة أثر كل من نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة العائد على الأصول، نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة السيولة (نسبة التداول)، نسبة الدين في السعر السوقي للسهم، عن طريق القيام بالاختبارات الإحصائية اللازمة.

### الإطار النظري للبحث:

مع انتهاء نظام بريتون وودز Bretton Woods النقدي عام 1973م، ازداد نمو الأسواق المالية وانتشارها حول العالم ازدياداً كبيراً، وتسارعت وتيرة هذا النمو خلال تسعينات القرن الماضي، كما تنامي الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في اقتصادات البلدان الذي تنتمي إليها (Neal, Larry, 2016.p. 99). يتمثل دور السوق المالية الاجتماعي - الاقتصادي socio-economic، بتوفير بيئة عملية آمنة، منظمة ومنضبطة؛ بحيث يمكن للمستثمرين شراء الأسهم وبيعها فيها بسهولة وأمان (Firth, 1977.p.1). كما تلعب الأسواق المالية دوراً كبيراً في مساعدة الشركات والحكومات، لإيجاد التمويل اللازم لمشاريعها، إضافة إلى وظيفتها في تسهيل انتقال الأوراق المالية بين المستثمرين (Melicher and Norton, 2017.p 14). يبين الواقع العملي أن السوق المالية النشطة والعاملة بفعالية وجودة أداء، تعدّ عاملاً في تحقيق نمو اقتصادي مرتفع في البلدان التي تعمل فيها، وبالمقابل فإن الأداء الضعيف للسوق يمثل أحد أسباب استمرارية الفقر وخمول الاستثمار في العديد من بلدان العالم، ويلعب نشاط السوق المالية دوراً مباشراً في ثروات الأفراد، وفي سلوك الشركات والمستهلكين، إضافة إلى تأثيرها في الأداء الدوري للاقتصاد (Mishkin and Eakins, 2018.p. 42). وسنقوم بعرض لمحة موجزة عن سوق دمشق للأوراق المالية، وعن المصارف

المدرجة فيها، وعن التحليل المالي، ودور النسب المالية فيه، وأهميتها؛ تمهيداً لدراسة دورها في تفسير السعر السوقي للسهم.

### لمحة موجزة عن سوق دمشق للأوراق المالية:

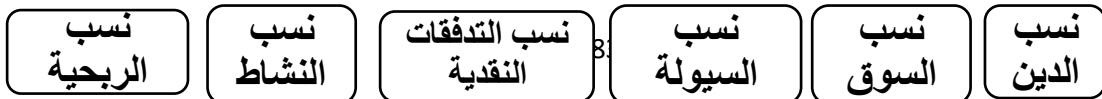
تم إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /٥٥/ لعام ٢٠٠٦، ويتواجد المقر الرئيس للسوق في مدينة دمشق، حيث جرى الافتتاح الرسمي للسوق في ١٠/٠٣/٢٠٠٩، تضم السوق ٢٥ شركة مساهمة مدرجة فيها، وتقسّم إلى: (السوق النظامية) - (السوق الموازية أ) - (السوق الموازية ب)، يقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى ستة قطاعات: ١. مصارف، ٢. تأمين، ٣. خدمات، ٤. صناعي، ٥. زراعي، وجرى إدراج قطاع اتصالات في وقت حديث نسبياً، ويعد القطاع المصرفي أكبر القطاعات؛ من حيث عدد الشركات المساهمة المتواجدة فيه، وعددها أربعة عشر مصرفاً، وهو القطاع الأكبر من حيث قيمة التداول في السوق (الموقع الرسمي الإلكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية). تهدف سوق دمشق إلى دفع عجلة نمو الاقتصاد السوري، والمساهمة في دعم الشركات وتمويلها من أجل المساعدة في تحقيق نشاط اقتصادي قوي ومتوازن، يقود إلى تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع، هذا بالإضافة إلى سعيها لتطوير نفسها، لتصبح مركزاً عالمياً يجذب المدخرات ورؤوس الأموال الأجنبية. من الممكن أن تساعد سوق دمشق على جذب الاستثمارات من مختلف بلدان العالم من أجل زيادة السيولة في السوق، وزيادة إمكانيات الاستثمار المتاحة لزيادة معدل النمو الاقتصادي (فضلية ومملوك، ٢٠١٤. ص. ٣٤٨).

### التحليل المالي Financial Analysis:

يختلف معنى التحليل المالي بحسب الجهات أو الأفراد الذين يقومون به، وبحسب اختلاف الصناعات التي يتم إجراؤها فيها؛ فقد يعني التحليل المالي بالنسبة إلى المحاسبين تسجيل الحسابات وفقاً للمعايير المحاسبية، وبالنسبة إلى المحلل المالي قد يعني تسعير الأصول وتقييمها، وقد يعني للمصارف تحليل فجوة السيولة، أو قياس مخاطر الحساسية، أو تطبيق سيناريوهات اختبارات الجهد، أو قد يعني تحليل الربحية، أو العديد من الأمور الأخرى، وبهذا نستنتج اتساع مفهوم التحليل المالي، وتركيز كل جهة تقوم بالتحليل على جانب معين منه لتحقيق هدفها، ولذا فإن التركيز على الهدف من التحليل يسبق اختيار الأدوات المستخدمة فيه (Brammertz et al, 2009.p. 26). التحليل المالي بشكل عام هو عملية تقييم للشركات، والمشاريع، والميزانيات، وكل الجهات الأخرى؛ بهدف الاطلاع على أدائها واستقرارها، ثم تحليل الظروف الاقتصادية والسياسات المالية، ووضع خطط مستقبلية للاستثمار، ويستخدم لمعرفة استقرار الشركات وسيولتها وربحيتها، عبر إجراء تحليل لقوائمها المالية الرئيسية (قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، قائمة التدفقات النقدية) (Kenton, 2009). يهدف تحليل القوائم المالية بشكل أساسي إلى الحصول على نتائج أولية عن أداء الشركة المالي، وهذه النتائج قد تكون فائدتها محدودة أحياناً، لذا ينظر المحلل المالي إلى النسب المالية، التي يمكن أن تمثل أدوات مفيدة جداً لقياس وتقييم الأداء المالي للشركة (Alexander, 2018.p. 19). يعدّ تحليل النسب المالية مهماً لإدارة الشركة وللأطراف المتعاملة معها، من المالكين والمقرضين الذين يعتمدون عليها في اتخاذهم القرارات الاستثمارية (هندي، منير، ١٩٩٩).

### تحليل النسب المالية Financial Ratio Analysis:

تعد النسب المالية أدوات لتحويل البيانات المتوفرة في القوائم المالية إلى معلومات، يمكن الاستفادة منها من قبل الشركات، لتحقيق فهم أفضل لجوانب أداء الشركة المختلفة، وبشكل عام يتم تقسيم النسب المالية إلى عدة فئات وهي (Pizzica, 2015.p. 1):



ويفيد استخدام تحليل النسب المالية في ( Alexander, 2018.p. 19 ):

١. تأمين نظرة واضحة عن أداء الشركة، عندما يُجمع مع فهم كامل للشركة والصناعة التي تقع ضمنها.
٢. يمكن استخدامه كأداة رقابة على الاتجاهات الرئيسية للأعمال في الشركة، وكأداة للمقارنة بين الشركات المختلفة.

٣. يستخدم المستثمرون النسب المالية لتقييم الوضع المالي، ونتائج التشغيل في الشركة، ومقارنة هذه النتائج زمنياً، أو بين الصناعات المختلفة، عند النظر إلى المعايير التاريخية يقارن المستثمرون النسب المالية لنفس الشركة من سنة إلى أخرى، وعلى مستوى الصناعة ككل، يقارن المستثمرون نسب شركة معينة مع شركات أخرى ضمن نفس الصناعة (smart et al, 2017.p. 302).

٤. يُعدُّ تحليل النسب المالية أداةً تشخيصيةً، تُساعد على تحديد نقاط القوة والضعف في الشركة (Lessamb, Felix, 2018.p.207).

إن حساب النسب المالية يتطلب قدراً قليلاً من المهارة، لكن ما يميز المحلل المالي الأفضل عن غيره، هو قدرته على تحليل تلك النسب وتفسيرها (هندي، منير، ١٩٩٩. ص. ٨٣). بناءً على ما سبق من دراسات وأدبيات نظرية، وبعد الاطلاع على أهم النسب المالية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، جرى اختيار مجموعة من النسب التي تعبر عن جوانب مختلفة لعمل المصارف المدرجة في السوق والتي سيتم تطبيق الدراسة عليها من أجل دراسة دورها في تفسير القيمة السوقية للسهم وسنستعرضها فيما يأتي:

١. **نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Price to book value ratio) مكرر القيمة السوقية:** تقع أيضاً ضمن نسب السوق، وتقوم هذه النسبة بمقارنة القيمة السوقية للسهم بالقيمة الدفترية، وتشير إلى مقدار ما قد يدفعه حملة الأسهم، لقاء الحصول على أصل من أصول الشركة (Lessamb, Felix, 2018.p. 235). قد ترتفع نسبة السعر السوقي نسبة إلى القيمة الدفترية في حالة السوق الصاعد bull markets، وتتنخفض في ظروف أخرى، ومن الممكن أن تشير هذه النسبة إلى أن السهم مقيم بقيمته، أو بأقل أو أعلى منها، أو قد يكون ببساطة نتيجة لانخفاض أو ارتفاع في القيمة الدفترية للسهم (smart et al, 2017.p. 312):

$$\text{P/B ratio} = \frac{\text{القيمة السوقية}}{\text{القيمة الدفترية}} = \text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية}$$

٢. **نسبة العائد على مجموع الموجودات (العائد على الأصول) Return on Assets (ROA):** تدرج ضمن فئة نسب الربحية، وتُظهر هذه النسبة كفاءة الإدارة في توليد الأرباح، من خلال استخدامها للأصول الموجودة لديها، أي تشير إلى الكمية التي تحتاجها الشركة من الموارد لتمويل عملياتها (smart et al, 2017.p. 308). وبما أن أهم هدف للشركة هو تحقيق أكبر قدر من الربح؛ فإن هذه النسبة تساعد كلاً من المدراء والمستثمرين، لمعرفة قدرة الشركة على تحويل استثماراتها في الأصول إلى أرباح، ومن الممكن النظر إلى هذه النسبة كعائد على الاستثمار، ويكون مقياس العائد هو الربحية المتحققة من هذه الاستثمارات، وتحسب كالاتي (Lessamb, Felix, 2018.p. 219):

$$\text{ROA} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{نسبة العائد على الأصول}$$



٣. **نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE) Return on Equity** : تقع ضمن فئة نسب

الربحية، ويهتم المستثمرون بشكل كبير بدراسة هذه النسبة؛ بسبب اتصالها المباشر بالربحية، النمو، والأرباح الموزعة في الشركة، وتُظهر هذه النسبة الربحية السنوية المتحصلة من قبل الشركة كنسبة من حقوق الملكية التي تم استثمارها من قبل حملة الأسهم (smart et al, 2017.p. 308):

$$\text{ROE نسبة العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي حقوق الملكية}}$$

٤. **نسبة الدين Debt Ratio** : تقيس معدل الرفع المالي في الشركة، من خلال قياس

إجمالي خصوم الشركة نسبة إلى إجمالي أصولها؛ أي قدرة الشركة على دفع التزاماتها من خلال أصولها، ومعرفة كمية الأصول التي يجب بيعها كي تستوفي الشركة كامل التزاماتها، كما أن تحليل هذه النسبة يُساعد المستثمرين على معرفة مدى اعتماد الشركة على أموال الغير في تمويل أعمالها، بالإضافة إلى قدرتها على دفع هذه الديون في الظروف الاقتصادية المستقبلية، وتقاس عن طريق قسمة إجمالي الخصوم إلى إجمالي الأصول في الشركة، وكلتا هاتين القيمتين يمكن إيجادها بسهولة في قائمة المركز المالي للشركة (Lessamb, Felix, 2018.p. 216):

$$\text{نسبة الدين} = \frac{\text{إجمالي الخصوم}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

٥. **نسبة السيولة (نسبة التداول Current ratio)** : تعدّ هذه النسبة من أهم النسب التي

تقيس صحة الشركة المالية company's financial health، ومن أكثر النسب المالية استخداماً لقياس السيولة، حيثُ تقوم بقياس مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة)، عن طريق أصولها قصيرة الأجل (الأصول المتداولة) (smart et al, 2017.p.302). ويتم حسابها عن طريق قسمة مجموع الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة كالاتي (هندي، منير، ١٩٩٩.ص.٨٤)

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

**السعر السوقي للسهم:**

هو آخر سعر تم تداول سهم الشركة فيه وتعدّ النظرية الاقتصادية أن السعر السوقي للسهم يتشكل في النقطة التي يتم فيها التقاء قوى العرض والطلب وإن أي صدمة Shock في أي من الجانبين (الطلب أو العرض) ستسبب تغييره فهو نتيجة تفاعل المتداولين والمستثمرين مع بعضهم في السوق المالية (Mitchell, 2019). توجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ومنها النسب المالية المأخوذة من القوائم المالية للشركات، والتي تدفعه إلى الانخفاض أو الارتفاع، مما يقودنا إلى الحديث عن مفهوم ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية Value relevance.

**ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية Value relevance:**

"عرّف مجلس معايير المحاسبة الدولية عام ٢٠٠١ كلمة "ملاءمة"؛ بأنها الخاصية النوعية qualitative characteristic التي يجب أن تتمتع بها القوائم المالية أو البيانات المالية لتكون مفيدة في عملية صنع القرار، وتعدّ المعلومات المحاسبية ملائمة إذا كانت لديها القدرة على التأثير على القرارات الاقتصادية للأفراد، من خلال مساعدتهم على تقييم الأحداث الماضية والحالية والمستقبلية" (Bhatia and Mulenga, 2018, p.1683). وقد قامت أبحاث

عديدة بدراسة ملائمة القيمة المحاسبية Value relevance وبحث في العلاقة بين سعر السهم والمعلومات المحاسبية، إضافة إلى أنها بحثت فيما إذا كان إصدار التقارير المالية الجديدة، أو نشر بيانات محاسبية جديدة، قد يؤثر في سعر السهم السوقي، وقد كان من الدراسات الرائدة في هذا المجال، دراسة (Beaver (1968، و Ball and Brown (1968) (Bhatia and Mulenga, 2018.p.1684).

### منهجية البحث:

جرى اختبار دور مجموعة من النسب المالية، المتمثلة بنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، نسبة العائد على مجموع الموجودات (العائد على الأصول)، العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين، نسبة السيولة (نسبة التداول) في تفسير السعر السوقي لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. تم الحصول على البيانات المالية الربعية اللازمة من الموقع الإلكتروني لسوق دمشق للأوراق المالية ومن تقارير المصارف الربعية المدرجة فيه. استخدمت الأساليب الإحصائية المناسبة اعتماداً على البيانات المقطعية الزمنية Panel والبرنامج الإحصائي Eviews في تحليل البيانات والمعطيات واختبار فرضيات البحث.

وجرت صياغة فرضيات البحث كالآتي:

H1: يوجد أثر معنوي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في أسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H2: يوجد أثر معنوي لنسبة العائد على الأصول في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H3: يوجد أثر معنوي لنسبة العائد على حقوق الملكية في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H4: يوجد أثر معنوي لنسبة الدين في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

H5: يوجد أثر معنوي لنسبة السيولة (التداول) في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

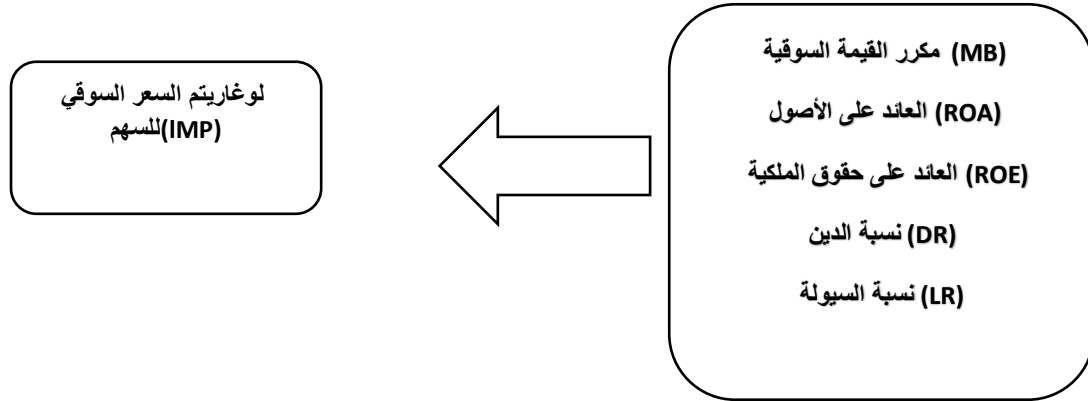
جرى اختيار المصارف المدرجة في السوق لإجراء الدراسة عليها تبعاً لعدة أسباب:

١. يعد القطاع المصرفي في سوق دمشق للأوراق المالية، القطاع الأكبر من حيث عدد الشركات المدرجة فيه.
٢. قيمة التداول الكبيرة التي تحدث فيه، مما يجعله الأكثر تأثيراً في مؤشر السوق.
٣. بعد الاطلاع على الأدبيات والدراسات السابقة، تبين اختلاف دور النسب المالية في تفسير السعر السوقي للسهم مع اختلاف الصناعات التي يتم تطبيق الدراسة عليها.
٤. اختلاف طبيعة القوائم المالية بين المصارف كمؤسسات مالية وبين الصناعات الأخرى، مما يؤدي إلى اختلاف طريقة حساب النسب المالية.

جرى اختيار المدة الزمنية للبيانات المختبرة ابتداءً من الربع الأول لعام ٢٠١٥ من أجل إضافة مصرفي البركة والشام للعينة المختارة، واللذين جرى إدراجهما في السوق عام ٢٠١٤، إضافة إلى عدم توافر دراسة أجريت في هذا الإطار ضمن هذه المدة الزمنية الحديثة نسبياً على حد علم الباحثة.

### متغيرات البحث:

المتغير التابع: لوغاريتم السعر السوقي لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية المأخوذ من التقارير الربعية المنشورة في السوق.  
 المتغيرات المستقلة: مكرر القيمة السوقية (نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)، نسبة العائد على الأصول (العائد على إجمالي الموجودات)، العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين، نسبة السيولة (نسبة التداول). وتم الحصول عليها من التقارير الربعية المنشورة في السوق للفترة الممتدة.



### النتائج والمناقشة:

#### أولاً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة Descriptive analysis:

LR	DR	ROE	ROA	MB	LMP	المتغيرات
3.07	0.79	0.04	0.01	1.18	5.71	Mean المتوسط الحسابي
1.21	0.82	0.03	0.003	0.89	5.78	Median الوسيط
365.79	0.99	0.46	0.18	8.002	7.64	Maximum أعلى قيمة
1.01	0.002	-1.23	-0.13	0.18	4.45	Minimum أدنى قيمة
24.47	0.18	0.15	0.03	1.08	0.76	Std. Dev. الانحراف المعياري
14.77	-2.34	-2.93	1.17	3.06	0.21	Skewness

						الالتواء
219.53	8.37	27.06	13.25	15.48	2.20	Kurtosis
						التفرطح
441776.8	469.7816	5672.339	1022.578	1785.807	7.585621	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.022532	Probability
222	222	222	222	222	222	Observations

يوضح الجدول رقم (1) المتوسط الحسابي، الوسيط، الانحراف المعياري، أعلى وأدنى قيمة للمتغيرات المستخدمة في

الدراسة، واختبار التوزيع الطبيعي: **الجدول (1):**

**المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews**

يعرض الجدول (1) وصفاً إحصائياً للمتغيرات المستخدمة في الدراسة، ونلاحظ أن القيم العليا والدنيا للمتغيرات بشكل عام تبعد عن المتوسط الحسابي، وهذا يؤثر في قيمة الانحراف المعياري، فبالنسبة إلى المتغير MB فقد كانت أعلى قيمة 8.002 وهي مرتفعة نسبياً بالنسبة إلى المتوسط 1.18، وهذا يشير إلى ابتعاد القيمة السوقية عن القيمة الدفترية في هذه النسبة، وبالنسبة إلى مقياس الالتواء فهو يشير إلى تمركز قيم المتغير، ويوجد له نوعان: التواء سالب والتواء موجب، بينما يكون الالتواء الطبيعي قيمته صفر، ونلاحظ أن الالتواء كان سالباً للمتغيرين ROE و DR مما يدل على وجود عدد كبير من القيم المتطرفة السالبة، وموجباً لباقي المتغيرات وهذا يدل على وجود عدد كبير من القيم المتطرفة الموجبة في هذه المتغيرات، بينما كان المتغير التابع LMP قريباً من الصفر، معامل التفرطح الطبيعي تكون قيمته 3، ونلاحظ ابتعاد قيم التفرطح لجميع المتغيرات بشكل كبير عن 3، ما عدا المتغير التابع LMP، ولكن كانت احتمالية اختبار Jarque-Bera معنوية عند مستوى دلالة 5% لجميع المتغيرات، لذلك نقوم برفض الفرض العدم لهذا الاختبار الذي ينص على خضوع البيانات للتوزيع الطبيعي.

**ثانياً: التحقق من استقرارية متغيرات البحث:** استخدمت عدة اختبارات متاحة ضمن برنامج Eviews لاختبار استقرارية بيانات بانل، وهذه الاختبارات هي: (Levin, Lin and Chu Test- LLC)، (Breitung)، (Im, Pesaran and Shin)، (ADF - Fisher)، (PP - Fisher)، (Hardi) من أجل التحقق من استقرارية متغيرات البحث وذلك لتجنب مشكلة الانحدار الزائف؛ ويوضح الجدول رقم (2) النتائج التي جرى التوصل إليها عند المستوى: **الجدول (2):**

المتغيرات	PP		ADF		IPS		Breitung	LLC					
	بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط	ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	بدون ثابت واتجاه	ثابت فقط				
	1.66810	13.7992	9.43369	2.59611	19.5206	9.92245	0.43336	2.33951	-1.22471	4.61865	-2.38272	-1.13629	
LMP	1.0000	0.9886	0.9996	1.0000	0.8813	2.50081	0.6676	0.9903	0.1103	1.0000	0.0086	0.2179	
	9.72981	27.7641	9.13161	10.7188	27.7265	9.65923	-0.46961	2.37993	-0.92548	0.48187	-3.33403	0.43645	
MB	0.9995	0.4770	0.9997	0.9987	0.4790	0.9995	0.3193	0.9913	0.1774	0.6851	0.0004	0.6687	
	116.812	102.260	72.1097	99.0454	98.2316	68.8472	-7.61395	-4.62025	-10.1818	-7.84459	-12.1901	-8.38397	
ROA	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
	100.526	98.8457	57.4440	98.5965	93.5745	60.4145	-7.16635	-4.02401	-6.36308	-7.76429	-10.6832	-7.62197	
ROE	0.0000	0.0000	0.0009	0.0000	0.0000	0.0004	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

\*فرض العدم لاختبار Hardi يختلف عن الاختبارات السابقة، حيث ينص على أن السلسلة مستقرة، ونتائج هذا الاختبار متوفرة عند الطلب للمهتمين.

20.1889 0.8575	75.4494 0.0000	59.4603 0.0005	21.5280 0.8027	65.0428 0.0001	46.6547 0.0149	-3.96267 0.0000	-2.12183 0.0169	1.62953 0.9484	-1.13065 0.1291	-5.03352 0.0000	-2.61093 0.0045	DR
30.7614 0.3278	71.7184 0.0000	50.5994 0.0055	26.6245 0.5388	43.9298 0.0282	45.1327 0.0214	-1.44266 0.0746	-2.09337 0.0182	1.40951 0.9207	1.01029 0.8438	-3.54869 0.0002	-2.77016 0.0028	LR

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يوضح الجدول رقم (3) نتائج اختبارات الاستقرارية بعد أخذ الفرق الأول للمتغيرات:  
الجدول (3):

PP			ADF			IPS		Breitung	LLC			المتغيرات
بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط	بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط	ثابت فقط	ثابت واتجاه	بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط		
150.953 0.0000	111.668 0.0000	115.334 0.0000	143.715 0.0000	70.6522 0.0000	106.922 0.0000	-4.72202 0.0000	-7.70599 0.0000	-6.12200 0.0000	-9.95853 0.0000	-8.54757 0.0000	-10.0115 0.0000	LMP
214.480 0.0000	149.349 0.0000	170.850 0.0000	200.179 0.0000	92.7050 0.0000	138.979 0.0000	-6.71058 0.0000	-10.2122 0.0000	-2.79171 0.0026	-14.8044 0.0000	-7.63121 0.0000	-12.0015 0.0000	MB
330.106 0.0000	268.410 0.0000	325.134 0.0000	294.774 0.0000	163.925 0.0000	217.643 0.0000	-12.9249 0.0000	-16.3971 0.0000	-14.0659 0.0000	-21.8506 0.0000	-17.5418 0.0000	-20.7690 0.0000	ROA
321.668 0.0000	262.245 0.0000	331.874 0.0009	295.349 0.0000	163.564 0.0000	224.031 0.0004	-12.8670 0.0000	-16.8828 0.0000	-9.14562 0.0000	-21.9767 0.0000	-16.5475 0.0000	-20.3687 0.0000	ROE
221.371 0.0000	192.345 0.0000	191.964 0.0000	194.841 0.0000	134.658 0.0000	147.142 0.0000	-12.6359 0.0000	-13.6319 0.0000	-6.00254 0.0000	-17.3544 0.0000	-14.4092 0.0000	-16.8222 0.0000	DR
224.157 0.0000	190.319 0.0000	203.746 0.0000	195.520 0.0000	137.830 0.0000	153.613 0.0000	-12.8879 0.0000	-12.1275 0.0000	-6.34837 0.0000	-15.3875 0.0000	-17.3438 0.0000	-13.9878 0.0000	LR

المصدر : من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

• فرضيات اختبارات (Levin, Lin and Chu Test- LLC)، (Breitung)، (Im, )

:(Pesaran and Shin)، (ADF - Fisher)، (PP - Fisher):

H0: تحتوي المتغيرات جذر وحدة.

H1: لا تحتوي المتغيرات جذر وحدة.

نلاحظ من الجدول رقم (2) والجدول رقم (3) أن المتغير التابع LMP ليس مستقرًا في المستوى؛ فعند النظر إلى احتمالية غالبية الاختبارات كانت أكبر من ٥%، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت قيمة الاحتمالية معنوية في جميع الاختبارات مما يدل على استقرار المتغير التابع بعد أخذ الفرق الأول، فيكون مستقرًا من الدرجة (1) ا.

بالنسبة إلى المتغير MB أيضاً كانت احتمالية جميع الاختبارات غير معنوية عند المستوى؛ فقد كانت أكبر من ٥%، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت قيمة الاحتمالية معنوية في جميع الاختبارات مما يدل على استقرار المتغير MB بعد أخذ الفرق الأول، ويكون مستقرًا من الدرجة (1) ا.

المتغيران ROA و ROE كانا مستقرين عند المستوى، فقد كانت احتمالية جميع الاختبارات معنوية وأقل من ٥% فيكونا مستقرين من الدرجة (0) ا. بينما المتغيران DR و LR كانا مستقرين عند المستوى في معظم الاختبارات باحتمالية أقل من ٥%، وغير مستقرين عند المستوى في بعض الاختبارات بقيمة احتمالية أكبر من ٥%، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحا مستقرين في جميع الاختبارات، فيكونا مستقرين في الدرجة (1) ا.

وبسبب اختلاف درجات الاستقرارية بين المتغيرات، حيثُ كان بعضها مستقرًا عند المستوى من الدرجة (0) ا وبعضها مستقرًا عند الدرجة (1) ا، هنا ينبغي دراسة وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات، ولأن

المتغيرات غير مستقرة عند نفس المستوى، فلا يمكن استخدام اختبارات التكامل المشترك في بيانات بانل المعتمدة على منهجية Johansen أو Based-Residuals Granger، وفي هذه الحالة يمكننا استخدام منهجية Autoregressive Distributed Lag (ARDL) (العمار وإسماعيل، ٢٠١٨، ص٢٤٦).

#### ثالثاً: اختبار وجود علاقة التكامل المشترك باستخدام ARDL:

تُستخدم منهجية ARDL/PMG لكل من Pesaran, Shin and Smith (PSS,1999) في بيانات بانل في برنامج Eviews، حيث تأخذ علاقة التكامل المشترك من ARDL وتعديلها لتتكيف مع بيانات بانل ( Eviews10 (User's Guide II, 2017, p.924). وللكشف عن وجود علاقة التكامل المشترك، نقوم باختبار فيما إذا كانت معلمة معامل تصحيح الخطأ معنوية عند مستوى دلالة ٥% وذات قيمة سالبة، وبعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات يصبح بالإمكان التقدير عبر نماذج بيانات بانل (العمار وإسماعيل، ٢٠١٨، ص٢٤٧).

الجدول (4):

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
COINTEQ01	-0.109580	0.033582	-3.263110	0.0015

من الجدول رقم (4) نلاحظ أن معلمة معامل تصحيح الخطأ COINTEQ01 كانت معنوية عند مستوى دلالة 5% وذات إشارة سالبة، وهذا يؤكد وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، قيمة المعامل تساوي -0.109580 مما يشير إلى أن 10% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها كل ربع سنة للعودة إلى التوازن في الأجل الطويل، وبناء على هذا أصبح بالإمكان تقدير نماذج الدراسة وفق نماذج بيانات بانل.

#### رابعاً: المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

سوف تتم المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة عن طريق إجراء اختبار Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio، ويوضح الجدول رقم (5) النتائج التي توصل إليها هذا الاختبار:

• فرضيات اختبار Redundant Fixed Effects – Likelihood Ratio:

HO: نموذج الانحدار التجميعي هو المناسب.

H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب.

الجدول رقم (5):

#### Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
--------------	-----------	------	-------

Cross-section F	69.151755	(13,205)	0.0000
-----------------	-----------	----------	--------

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج Eviews

تظهر نتائج الاختبار أن قيمة الاحتمال معنوية عند مستوى دلالة ٥%، لذلك يمكننا رفض الفرض العدم الذي ينص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو المناسب.

**خامساً: المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة:**

سوف تتم المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة عبر إجراء اختبار Hausman Test (Park, 2011, p.12)، ويوضح الجدول رقم (6) نتائج الاختبار: - فرضيات اختبار Hausman Test: HO: نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب. H1: نموذج التأثيرات الثابتة هو المناسب. الجدول رقم (6):

#### Correlated Random Effects – Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	27.137543	5	0.0001

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج Eviews

تظهر نتائج الاختبار أن قيمة الاحتمال معنوية عند ٥%، ولذلك نقوم برفض الفرض العدم الذي ينص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب. ويكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأنسب للتقدير.

**سادساً: نتائج نموذج التأثيرات الثابتة:**

بعد القيام بالاختبارات السابقة يتبين أن نموذج الدراسة الأمثل هو نموذج التأثيرات الثابتة؛ ويبين الجدول رقم (7) نتائج النموذج، وعند تقدير هذا النموذج سنستخدم طريقة (Cross-Section SUR) وذلك لتصحيح مشاكل عدم تجانس التباين والارتباط الذاتي في بيانات بانل، ومن الممكن الاستغناء عن التحقق من عدم تجانس التباين وذلك لإمكانية تصحيحه وفقاً لمعاملات أوزان GLS Weight وذلك استناداً لكل من (العمار وكهيان، ٢٠١٧، ص ٣٧٩) و (Eviews10 User's Guide II, 2017, p.919).

الجدول رقم (7):

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MB	0.334207	0.021752	15.36464	0.0000
ROA	-7.904286	0.590587	-13.38377	0.0000
ROE	-0.027718	0.111410	-0.248792	0.8038
DR	0.374678	0.082517	4.540613	0.0000
LR	0.001444	0.000366	3.948559	0.0001
C	5.095417	0.076404	66.69069	0.0000

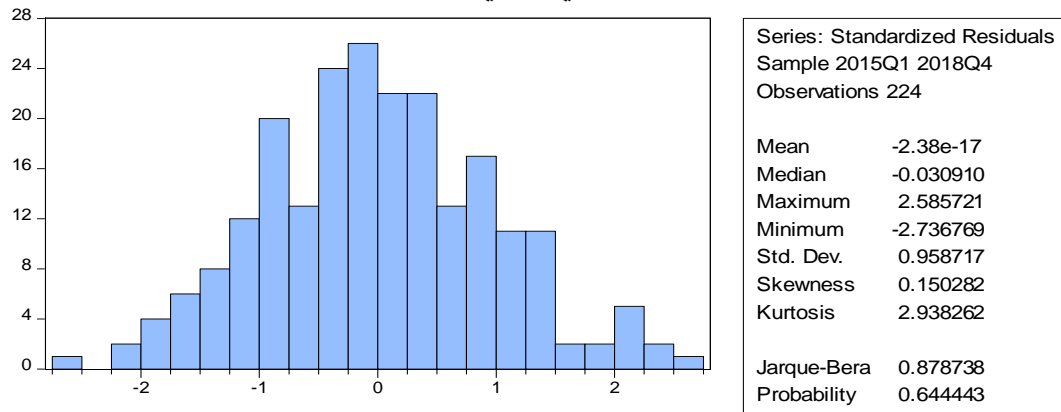
  

R-squared	0.952948	Mean dependent var	5.402814
Adjusted R-squared	0.948816	S.D. dependent var	14.88406
S.E. of regression	0.999921	Sum squared resid	204.9677
F-statistic	230.6583	Durbin-Watson stat	1.936831
Prob(F-statistic)	0.000000		

## المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج Eviews

من الجدول (7) نلاحظ أن معامل التحديد R-squared كان مرتفعاً وبلغ نسبة قدرها 95%، وبالتالي معامل التحديد يعبر عن جودة تمثيلية جيدة للمتغير التابع، وإن المتغيرات المستقلة قادرة على شرح 95% من التغيرات التي تحصل في المتغير التابع، وعند النظر إلى معنوية النموذج من خلال قيمة احتمالية F-statistic والتي تساوي 0.000000 يتبين لنا أن النموذج معنوي عند مستوى دلالة 5%، وللتأكد من صحة النموذج السابق أُجريت الاختبارات الآتية على البواقي:

## أولاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: الشكل (1):





أُجري اختبار Jarque-Bera للتأكد من التوزيع الطبيعي للبواقي، وبالنظر إلى قيمة احتمالية هذا الاختبار من الشكل رقم (1) نلاحظ أنها بلغت 0.64 وهي معنوية عند مستوى الدلالة 5%، لذلك لا يمكننا رفض الفرض العدم الذي ينص على أن بواقي النموذج المقدر تخضع للتوزيع الطبيعي.

**ثانياً: اختبار الارتباط الذاتي للبواقي:**

يظهر الجدول الآتي قيمة اختبار LM (Breusch-Pagan (1980):

HO: لا يوجد ارتباط ذاتي للبواقي.

H1: يوجد ارتباط ذاتي للبواقي.

الجدول رقم (8):

Test	Statistic	Prob.
Breusch-Pagan LM	20.74122	1.0000

وكانت قيمة احتمالية الاختبار غير معنوية عند مستوى دلالة 5%، لذلك لا يمكننا رفض الفرض العدم الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج، وإن قيمة اختبار Durbin-Watson بلغت 1.94 وهي نسبة قريبة من 2 مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

ثالثاً: اختبار استقرارية بواقي النموذج:

يوضح الجدول رقم (9) نتائج اختبارات استقرارية بواقي النموذج مع ثابت واتجاه (LLC-ADF-PP):

الجدول رقم (9):

Method	Statistic	Prob.**
Null: Unit root (assumes common unit root process)		
Levin, Lin & Chu t*	-5.88789	0.0000
Null: Unit root (assumes individual unit root process)		
ADF – Fisher Chi-square	87.9245	0.0000
PP – Fisher Chi-square	95.7182	0.0000

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن احتمالية الاختبارات الثلاثة كانت معنوية عند مستوى دلالة 5%، مما يدل على استقرارية سلسلة بواقي النموذج.

**سابعاً: اختبار الفرضيات:**

**H1: يوجد أثر معنوي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في أسعار أسهم المصارف المدرجة في**

**سوق دمشق للأوراق المالية**

من الجدول رقم (7) نلاحظ أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB) لها تأثير إيجابي في السعر السوقي لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث بلغت قيمة الاحتمال 0.0000 وهي أقل من 0.05 وبذلك نقبل الفرضية H1 والتي تنص على وجود أثر ذي دلالة معنوية لنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية في سعر السهم السوقي.

#### H2: يوجد أثر معنوي لنسبة العائد على الأصول في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق

##### دمشق للأوراق المالية

نلاحظ من الجدول رقم (7) أن نسبة العائد على الأصول (ROA) لها تأثير سلبي في السعر السوقي لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث بلغت قيمة الاحتمال 0.0000 وهي أقل من 0.05 وبذلك نقبل الفرضية H2 والتي تنص على وجود أثر ذي دلالة معنوية لنسبة العائد على الأصول في سعر السهم السوقي.

#### H3: يوجد أثر معنوي لنسبة العائد على حقوق الملكية في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في

##### سوق دمشق للأوراق المالية

نلاحظ من الجدول رقم (7) أنه لا يوجد أي تأثير لنسبة العائد على حقوق الملكية (ROE) في أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في السوق وذلك لأن قيمة الاحتمال تساوي 0.8038 وهي أكبر من 0.05 ولذلك سنقوم برفض الفرضية H3.

#### H4: يوجد أثر معنوي لنسبة الدين في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق

##### المالية.

نلاحظ من الجدول رقم (7) أن قيمة الاحتمال للمتغير نسبة الدين (DR) تساوي 0.0000 وأقل من 0.05 وبذلك نقبل الفرضية H2 والتي تنص على وجود أثر ذي دلالة معنوية لنسبة الدين في سعر السهم السوقي وهذا الأثر إيجابي.

#### H5: يوجد أثر معنوي لنسبة السيولة (التداول) في الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق

##### دمشق للأوراق المالية.

نلاحظ من الجدول رقم (7) أن قيمة الاحتمال للمتغير نسبة الدين (LR) تساوي 0.0001 وأقل من 0.05 وبذلك نقبل الفرضية H5 والتي تنص على وجود أثر ذي دلالة معنوية لنسبة السيولة (التداول) في سعر السهم السوقي وهذا الأثر إيجابي.

### **الاستنتاجات والتوصيات:**

#### أولاً: الاستنتاجات:

١. تلعب نسب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، العائد على الأصول، نسبة الدين، نسبة السيولة دوراً في تفسير أسعار الأسهم السوقية للمصارف؛ وتعد من النسب المهمة، وتدلل نتائج البحث على اهتمام المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية بهذه النسب عند اتخاذهم قراراتهم الاستثمارية.
٢. لا تساهم نسبة العائد على الحقوق الملكية في تفسير أسعار الأسهم السوقية للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
٣. ولكي تعمل السوق المالية بكفاءة وتؤدي دورها، يجب أن تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة؛ بحيث لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال المعلومات لتحقيق أرباح غير عادية،

وبما أن أغلب النسب المأخوذة في الدراسة تمثل جوانب مختلفة من نشاطات المصارف، وهي منشورة ضمن التقارير الربعية للمصارف، ولها أثر في القيمة السوقية للسهم، فإن هذا يدل على اهتمام المستثمر بالمعلومات المحاسبية المتمثلة بالنسب المالية عند اتخاذ قراره الاستثماري في المصارف و اطلاعه على التقارير المالية المنشورة في السوق، وانطلاقاً من النتائج نوصي بما يأتي:

#### ثانياً: التوصيات:

١. ضرورة توعية المستثمر بأهمية اطلاعه على التقارير المالية المنشورة في السوق، ودراستها وأخذها بعين الاعتبار قبل اتخاذ قراره الاستثماري في شراء أو بيع سهم ما؛ بغية أن يكون قراره الاستثماري رشيداً عقلانياً، ومن أجل تقليل خسائره المستقبلية عند الاستثمار.
٢. ضرورة توعية المستثمر بأهمية النسب المالية التي يمكن أن تشكل ملخصاً أو أداة بسيطة من أجل دراسة جوانب النشاط المالي تغنيه عن الاطلاع عن التقارير المالية بأكملها.
٣. العمل على توفير النسب المالية الربعية والنصف سنوية والسنوية على موقع سوق دمشق للأوراق المالية؛ ليكون المستثمر قادراً على الاطلاع عليها ودراستها قبل اتخاذ قراره الاستثماري.

#### المراجع:

##### أولاً: المراجع الأجنبية:

1. Alexander, J. (2018). *FINANCIAL PLANNING & ANALYSIS AND PERFORMANCE MANAGEMENT*. Canada: John Wiley & Sons, Inc.
2. Bhatia, M. and Mulenga, M.J. (2019) *Do Accounting Numbers Have Any Relation with Stock Prices? A Case of Public and Private Sector Banks of India*. *Theoretical Economics Letters*, 9, 1682-1698. <https://doi.org/10.4236/tel.2019.95107>.
3. Brammertz, W., I. Akkizidis, W. Breyman, R, E. and M. R. (2009). *Unified Financial Analysis - The Missing Links of Finance* W. JohnWiley & Sons Ltd Registered.
4. *EvIEWS. EvIEWS 10 User's Guide 2*. USA: IHS Global Inc. (2017).
5. Firth, M. (1977). *THE VALUATION OF SHARES AND THE EFFICIENT-MARKETS THEORY*. (M. J. B. D. W. Pearce, Ed.). THE MACMILLAN PRESS LTD London.
6. Kengatharan, L. (2018). *Factors influencing share price of listed commercial banks in Sri Lanka*. *Management Today*, 8(1), 61–64.
7. Kenton, W. *Financial Analysis*. Investopedia [Online] 2019. Available from: <https://www.investopedia.com/terms/f/financial-analysis.asp> [Accessed 9th October 2019].
8. Lessambo, F. I. (n.d.). *Financial Statements Analysis and Reporting*. New Britain, CT, USA: Central Connecticut State University New Britain, CT, USA ISBN.
9. Melicher, R. W., & Norton, E. A. (2017). *Introduction to Finance*. John Wiley & Sons, Inc.
10. Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2018). *Financial Markets and Institutions (Ninth Edit)*. United Kingdom: The Pearson Series in Finance.
11. Mitchel, C. *Market Price*. Investopedia [Online] 2019. Available from: <https://www.investopedia.com/terms/m/market-price.asp> [Accessed 9th October 2019].
12. Neal, L. (2016). *The Role of Stock Exchanges in Financial Globalization: A Historical Perspective*. In *FINANCIAL MARKET HISTORY* (pp. 99–114).

13. Park, Hun Myoung. 2011. *Practical Guides to Panel Data Modeling: A Step-by-step Analysis Using Stata. Tutorial Working Paper. Graduate School of International Relations, International University of Japan.*
14. Pizzica, J., M. R. & A. (2015). *Financial Ratios for Executives. PENHAGENCO LLC.*
15. Smart, S. B., Gitman, L. J., & Joehnk, M. D. (2017). *Fundamentals of Investing (Thirteenth). Pearson Education Limited.*
16. Temizel, F., Faculty, O. E., & Sciences, A. (2017). *Interactions among Stock Price and Financial Ratios: The Case of Turkish Banking Sector. Applied Economics and Finance Vol., 4(6), 107–115. <https://doi.org/10.11114/aeef.v4i6.2755>.*
17. Tui, S., Nurnajamuddin, M., Sufri, M., & Nirwana, A. (2017). *Determinants of Profitability and Firm Value: Evidence from Indonesian Banks. IRA-International Journal of Management & Social Sciences, 7(1), 84–95.*
18. Turk, Adam F., "The Effect of Financial Ratios and Market Hype on Short Term Stock Prices" (2006). *Honors Projects*
19. Warrad, L. H. (2017). *The Effect of Market Valuation Measures on Stock Price: An Empirical Investigation on Jordanian Banks. International Journal of Business and Social Science, 8(3), 67–74.*

#### ثانياً: المراجع العربية:

١. الجرجاوي، حليلة. (٢٠٠٨). دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم (دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية). قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية: غزة.
٢. العمار، رضوان. كهيان، تالين. (٢٠١٧). دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تفسير أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية). مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. ٣٩ (٦)، ٣٦٨ - ٣٨٤.
٣. العمار، رضوان، إسماعيل، زينة. (٢٠١٨). دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مخاطر الائتمان في المصارف التجارية الخاصة العاملة في سورية باستخدام نموذج (ARDL). مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. ٤٠ (١)، ٢٣٥ - ٢٥٣.
٤. الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية، متاح على الرابط: <http://dse.gov.sy>
٥. زاهر، لانا. (٢٠١٤). أثر السيولة والكفاية الإدارية والملاءة المالية على ربحية المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. ٣٦ (٦)، ٣٩٣ - ٤١١.
٦. فضلية، عابد. مملوك، أنس. (٢٠١٤). تحليل كفاءة سوق الأوراق المالية في جذب الاستثمار دراسة ميدانية على سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية. ٣٦ (٥)، ٣٣٣ - ٣٥٠.
٧. هندي، منير. (١٩٩٩). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الإسكندرية: منشأة المعارف.