

محددات سعر سهم بنك سورية والمهجر ٢٠٠٩-٢٠٢٣: قراءة قياسية في ظل اقتصاد كلي مضطرب

د. نور الدين هرمز*

د. علي يوسف**

رولا الشيخ***

(تاريخ الإيداع ٢٥ / ٩ / ٢٠٢٥ - تاريخ النشر ٢٠ / ١ / ٢٠٢٦)

□ ملخص □

تهدف الدراسة إلى تحليل محددات سعر سهم بنك سورية والمهجر خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٩-٢٠٢٤ في ظل بيئة اقتصادية مضطربة، مع التركيز بشكل خاص على دور تقلبات السوق في تعديل تأثير المحددات المالية الأساسية على عوائد السهم. لتحقيق هدف الدراسة تم استخدام المنهج القياسي في تحليل متغيرات البحث المتمثلة بالمتغيرات المستقلة وهي: العائد على حقوق الملكية، إجمالي الأصول، معدل دوران السهم، تقلبات السوق، بالإضافة إلى متغيرات التفاعل بين المحددات المالية والتقلبات، أما المتغير التابع (عوائد السهم الربع سنوية) فقد تم قياسه باستخدام التغير في السعر وتوزيعات الأرباح. تم استخدام بيانات ربع سنوية بلغ عددها ٦٣ مشاهدة، وتم تحليل البيانات باستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد مع تطبيق الأخطاء المعيارية القوية (HC3)، وتم استخدام اختبار VIF ومصفوفة ارتباط بيرسون للتأكد من عدم وجود تعدد خطي، كما تم اختبار ثلاثة نماذج انحدار في هذه الدراسة. توصلت الدراسة إلى أن النموذج الكامل المتضمن لمتغيرات التفاعل معنوي إحصائياً بقوة تفسيرية بلغت ٥٨.٨٩%، وأن هنالك أثراً إيجابياً ومعنوياً لحجم البنك (لوغاريتم إجمالي الأصول) ومعدل دوران السهم على عوائد السهم. كما توصلت إلى وجود أثر معنوي للتفاعل بين العائد على حقوق الملكية وتقلبات السوق، وللتفاعل بين معدل دوران السهم وتقلبات السوق على عوائد السهم، مما يؤكد أن تأثير المحددات المالية يعتمد على مستوى التقلبات في السوق.

الكلمات المفتاحية: تسعير الأسهم، بنك سورية والمهجر، إجمالي الأصول، العائد على حقوق الملكية، اقتصاد كلي مضطرب

* أستاذ، قسم الاقتصاد والتخطيط، كلية الاقتصاد، جامعة اللاذقية، اللاذقية، سورية.

** أستاذ مساعد، قسم الاقتصاد والتخطيط، كلية الاقتصاد، جامعة اللاذقية، اللاذقية، سورية.

*** طالب دراسات عليا (ماجستير)، قسم الاقتصاد والتخطيط، جامعة اللاذقية، اللاذقية، سورية.

rolaalshekh169@gmail.com

Determinants of the Stock Price of Bank of Syria and Overseas During 2009-2023: An Econometric Analysis in a Turbulent Macroeconomic Context

Dr. Nouredin Hermez*

Dr. Ali Youssef**

Rola Alsheikh***

(Received 25/9/2025.Accepted 20/1/2026)

□ABSTRACT □

This study aims to analyze the determinants of the stock price of Bank of Syria and Overseas during the period from 2009 to 2023 in a turbulent economic environment, with particular focus on the role of market volatility in moderating the impact of fundamental financial determinants on stock returns. To achieve the study's objective, the Analogical method was used to analyze and measure the research variables represented by the independent variables: return on equity (ROE), total assets, share turnover rate, market volatility, in addition to interaction variables between financial fundamentals and volatility. The dependent variable (quarterly stock returns) was measured through price changes and dividend distributions. Quarterly data consisting of 63 observations were used, and the data were analyzed using multiple linear regression models with the application of robust standard errors (HC3). VIF and correlation tests were used to ensure the absence of multicollinearity, and three progressive regression models were tested in this study.

The study found that the full model including interactions is statistically significant with an explanatory power of 58.89%, and that there is a positive and significant effect of bank size (logarithm of total assets) and share turnover rate on stock returns. It also found a strong significant effect of the interaction between return on equity and market volatility, and of the interaction between share turnover rate and market volatility on stock returns, confirming that the impact of financial determinants depends on the level of market volatility.

Keywords: Stock pricing, Bank of Syria and Overseas, total assets, return on equity, turbulent macroeconomy.

* Professor, Department of Economics and Planning, Faculty of Economics, Lattakia University, Lattakia, Syria.

** Assistant Professor, Department of Economics and Planning, Faculty of Economics, Lattakia University, Lattakia, Syria.

*** Postgraduate Student (Master), Department of Economics and Planning, Faculty of Economics, Lattakia University, Lattakia, Syria.

rolaalsheikh169@gmail.com

المقدمة:

يعد القطاع المصرفي أحد الركائز الأساسية للنظام الاقتصادي في أي دولة، حيث يلعب دوراً محورياً في تعبئة المدخرات وتوجيه الاستثمارات وتسهيل المعاملات المالية. وفي ظل التحولات الاقتصادية التي شهدتها سوريا خلال العقد الماضي، أصبح فهم ديناميكيات أسعار الأسهم المصرفية أمراً بالغ الأهمية للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء.

تمثل أسعار الأسهم مؤشراً حيوياً يعكس الأداء المالي للمؤسسات المصرفية وتوقعات المستثمرين حول مستقبلها، كما أنها تعكس الظروف الاقتصادية الكلية السائدة في البيئة التي تعمل فيها هذه المؤسسات. وقد أكدت الأدبيات المالية على أن أسعار الأسهم تتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل الداخلية المرتبطة بالأداء المالي للشركة، والخارجية المرتبطة بالبيئة الاقتصادية الكلية (عادل، ٢٠٢٢).

يعتبر بنك سورية والمهجر أحد أبرز المصارف الخاصة العاملة في سورية، حيث تأسس عام ٢٠٠٣ وهو من أوائل البنوك الخاصة في البلاد بعد فترة طويلة من اقتصر الدور المصرفي على القطاع العام. وقد شهد البنك خلال فترة عمله تطورات كبيرة، ولكنه أيضاً واجه تحديات جسيمة نتيجة الأزمة الاقتصادية السائدة والتي نتج عنها اضطرابات واسعة في الاقتصاد الكلي السوري.

لقد أثرت الأزمة السورية بشكل عميق على القطاع المصرفي، حيث شهدت البلاد تدهوراً في قيمة العملة الوطنية، ارتفاعاً غير مسبوق في معدلات التضخم، ترجعاً في النشاط الاقتصادي، وانخفاضاً في الاحتياطيات الأجنبية. كل هذه العوامل خلقت بيئة اقتصادية مضطربة تميزت بتقلبات حادة في الأسواق المالية، مما جعل من الضروري دراسة كيفية تأثير هذه الظروف الاستثنائية على محددات أسعار الأسهم المصرفية (المشعل، بقله، و الدكي، ٢٠١٥).

في ضوء ما سبق، تسعى هذه الدراسة إلى تحليل محددات سعر سهم بنك سورية والمهجر خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠٢٤، مع التركيز بشكل خاص على دور الاضطراب الذي عانى منه السوق والتفاعل مع المحددات الأساسية للسعر.

الدراسات السابقة:**الدراسات العربية:**

١- دراسة (حاتم و محمد، ٢٠٢٢) بعنوان: "

العوامل المؤثرة في سعر السهم والقيمة السوقية لحقوق الملكية -دراسة مسحية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية":

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في السعر السوقي للسهم مقياساً بمتوسط سعر السهم السوقي من جهة، والقيمة السوقية لحقوق الملكية مقياساً بالسعر السوقي ممثلاً بسعر الإغلاق في نهاية العام مضروباً بعدد الأسهم المكتتب بها والمدفوعة. لتحقيق ذلك الهدف، تم جمع البيانات الثانوية من التقارير المالية السنوية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتوافرة على الموقع الإلكتروني لتلك السوق. بلغ عدد الشركات المدروسة ١٩ شركة خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٣ حتى ٢٠٢٠ بمجموع مشاهدات بلغ ١٥٢ مشاهدة. تم تنظيم البيانات واحتساب قيم المتغيرات باستخدام برنامج Microsoft Excel 2010، وتم تحليلها باستخدام برنامج Eviews 10، كما استخدمت الدراسة بيانات مقطعية زمنية Panel Data.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لكل من متغيرات العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، ومعدل دوران السهم، والحجم في سعر السهم السوقي، في حين لم يتبين وجود أي تأثير للقيمة الدفترية للسهم عليه. ومن جهة أخرى توصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لكل من متغيرات العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والقيمة الدفترية للسهم، ومعدل دوران السهم، والحجم في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

٢- دراسة (حداد، ٢٠٢٢) بعنوان:

" المحددات الأساسية والسلوكية لتقلب عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية":

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر المحددات الأساسية (المالية والاقتصادية)، والمحددات السلوكية، في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠٢٠. استخدمت الدراسة (سعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار كمتغير اقتصادي، العائد المرجح بالقيمة على الملكية، تباين الأرباح، السعر إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد، إجمالي معدل الدوران حسب الحجم) كمقاييس للمحددات الأساسية، كما تم توظيف عمر الشركة كمحدد سلوكي.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي سلبي للعائد المرجح بالقيمة على الملكية، أثر معنوي سلبي للعامل السلوكي، أثر معنوي إيجابي لإجمالي معدل الدوران حسب الحجم في عوائد الأسهم، وأثر معنوي إيجابي للعائد على الأصول في سوق دمشق للأوراق المالية.

٣- دراسة (البطرني، ٢٠٢١) بعنوان:

أثر مؤشرات الأداء البنكي في أسعار الأسهم -دراسة تطبيقية في البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية":

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر مؤشرات الأداء البنكي: (كفاءة إدارة التسويق، وكفاءة إدارة الربحية، وكفاءة إدارة المخاطر، وكفاءة إدارة السيولة) في أسعار أسهم البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية. استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وقد تمثّل مجتمع الدراسة في جميع البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية، والبالغ عددها (١٢) بنكاً، وقد تم اختيار عينة مكونة من خمسة بنوك مدرجة في البورصة نفسها، أي بنسبة ٤١.٦٦%. خلال الفترة الممتدة بين العامين (٢٠١٧م، ٢٠١٩م)، وتمثّل بالآتي: (البنك التجاري الدولي، وبنك قطر الأهلي الوطني، وبنك الكويت الوطني -مصر، والبنك المصري الخليجي، وبنك التعمير والإسكان)، وتم الاعتماد على التقارير السنوية للبنوك خلال الفترة المنشورة على المواقع الإلكترونية الخاصة بالبنوك ونشرات التداول المنشورة على موقع بورصة الأوراق المالية المصرية.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة معنوية لمؤشرات الأداء البنكي: (وكفاءة إدارة الربحية، وكفاءة إدارة المخاطر، وكفاءة إدارة السيولة) بينما لا يوجد أثر معنوي لإدارة السيولة، إضافة إلى وجود أثر معنوي لمعدل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية في أسعار أسهم البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

الدراسات الأجنبية:

١- دراسة (Syahid, Pitriana, & Lestrai, 2024) بعنوان:

“Internal and External Determinants of Banking Stock Performance: Evidence from the Indonesia Stock Exchange”

هدفت الدراسة إلى دراسة العوامل المؤثرة على أداء أسهم المؤسسات المصرفية المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة بين ٢٠١٩ إلى ٢٠٢٣. استخدمت الدراسة نهج كمي معتمدة على بيانات مقطعية زمنية Panel Data لقياس تأثير المحددات المالية الداخلية مثل ربحية السهم، وتوزيعات الأرباح، ونسبة السعر إلى الربحية، والقيمة الدفترية للسهم، بالإضافة إلى متغيرات الاقتصاد الكلي الخارجية، بما في ذلك التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، حجم البنك على سعر السهم السوقي، إضافة إلى ذلك استخدمت الدراسة نموذج التأثير العشوائي إلى جانب اختبارات إحصائية مثل Chow، Hausman، و Lagrange Multiplier وذلك لتحديد نموذج الانحدار الأنسب. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لكل من ربحية السهم الواحد، القيمة الدفترية للأسهم، وحجم البنك على أرباح الأسهم، مما يشير إلى أن ارتفاع الربحية، قوة قيمة حقوق الملكية، وحجم المؤسسات ترتبط بأداء أفضل للأسهم. في المقابل لا تظهر عوائد الأسهم، نسبة السعر إلى الربحية، التضخم، والناتج المحلي الإجمالي أي تأثير يذكر، مما يشير إلى أن المستثمرين في القطاع المصرفي يركزون بشكل أكبر على ربحية السهم الواحد، القيمة الدفترية للأسهم، وحجم البنك بدلاً من التركيز على الربحية، التضخم، والناتج المحلي الإجمالي.

٢- دراسة (Al-Dwiry, Al-Eitan, & Amira, 2022) بعنوان:

“Factors Affecting Stock Price: Evidence from Commercial Banks in the Developing Market”

هدفت الدراسة إلى دراسة تأثير العوامل الاقتصادية الكلية والجزئية على سعر السهم السوقي، وذلك باستخدام بيانات لوحية Panel Data من ١٣ بنكاً تجارياً أردنياً مدرجاً خلال الفترة بين ٢٠١٠ حتى ٢٠٢١. بناءً على المستوى الاقتصادي الجزئي، فإن المتغيرات الخاصة بالشركة هي ربحية السهم EPS، توزيعات الأرباح DPS، نسبة السعر إلى الربحية P/E، القيمة الدفترية للسهم BVPS، العائد على الأصول ROA، وحجم الشركة S. وبالمثل، تم اختيار الناتج المحلي الإجمالي GDP، التضخم INF، والمعروض النقدي MS كمؤثرات مستقلة للاقتصاد الكلي، بينما كان المتغير التابع للشركة هو سعر السهم السوقي MPS. استخدمت الدراسة نماذج الانحدار المتعدد للبحث في تأثير العوامل المصرفية والاقتصادية الكلية على سعر سهم البنوك التجارية الأردنية. توصلت الدراسة إلى أن معامل ربحية السهم الواحد ذو تأثير إيجابي عند مستوى دلالة ١%، وقد بينت الدراسة أن حجم التداول هو أهم متغير يؤثر على سعر السهم بين المتغيرات المدروسة، إضافة لوجود تأثير معنوي للعائد على الأصول، توزيعات الأرباح، وحجم الشركة.

٣- دراسة (Kannianen & Piche, 2012) بعنوان:

"Stock Price Dynamics and Option Valuations under Volatility Feedback Effect"

هدفت الدراسة إلى البحث في خصائص ديناميكيات أسعار الأسهم وتقييم الخيارات في ظل تأثير التقلبات وردود الأفعال الناجمة عنها. اعتمدت الدراسة على نمذجة الديناميكيات المشتركة لسهر السهم، والأرباح، والتقلب، وقد تم إجراء دراسة نظرية لتوضيح الآلية التي تؤثر من خلالها تكلفة السوق لمخاطر العائد المنتشر (أو علاوة مخاطر الأسهم) على أسعار الخيارات المالية، ثم تم التوضيح عملياً كيفية تحديد تلك الآلية باستخدام معلومات استباقية على عقود الخيارات المالية. توصلت الدراسة إلى أن هنالك أهمية بالغة لتأثير ردود الفعل للتقلبات، حيث أشارت النتائج إلى أن الممارسة

السائدة لتجاهل توزيع الأرباح المتغير زمنياً في تسعير الخيارات المالية قد يؤدي إلى تبسيط مفرد لديناميكيات سوق الأسهم.

التعقيب على الدراسات:

من خلال استعراض الدراسات نجد أن أغلب الدراسات ركزت على البحث في العوامل المؤثرة على سعر السهم في القطاع المصرفي، عدا دراسة (Kanniainen و Piche، ٢٠١٢) التي درست تأثير التقلب على سعر السهم.

نلاحظ من الدراسات السابقة وجود اختلافات بين الدراسات في العوامل التي سجلت تأثير معنوي، حيث نجد أن هنالك إجماع لعدد من الدراسات على معنوية عامل (أو عوامل)، مثال على ذلك إجماع كل من (حاتم و محمد، ٢٠٢٢)، (حداد، ٢٠٢٢)، (البطرنى، ٢٠٢١)، (Al-Dwiry، Al-Eitan، و Amira، ٢٠٢٢) على معنوية العائد على الأصول على الرغم من اختلاف الأسواق المدروسة مما يمهّد لكونه معامل ذو تأثير بغض النظر عن اختلاف بيئة الدراسة، بالمثل نجد اتفاق بين (حاتم و محمد، ٢٠٢٢)، (حداد، ٢٠٢٢)، و (البطرنى، ٢٠٢١) على معنوية العائد على حقوق الملكية، من ناحية أخرى نجد أثر اختلاف خصائص السوق المدروسة، ومثال على ذلك معامل القيمة الدفترية للسهم، حيث نجد أنه غير معنوي في دراسة كل من (حاتم و محمد، ٢٠٢٢) و (حداد، ٢٠٢٢) الذين اتخذوا سوق دمشق للأوراق المالية كمجتمع للدراسة، بينما نجد أنه معنوي في دراسة (Syahid، Pitriana، و Lestrai، ٢٠٢٤) الذي اتخذ السوق الاندونيسية مجتمعاً لدراسته مما يدل على اختلاف حالة الأسواق، ومن دراستي (حاتم و محمد، ٢٠٢٢) و (حداد، ٢٠٢٢) نجد معنوية معدل دوران السهم مما يدل على تأثير محتمل لهذا المعامل على المؤسسات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أخيراً، نجد من دراسة (Kanniainen و Piche، ٢٠١٢) أن ردود الأفعال للتقلبات ذات أثر على سعر السهم وأنه يجب أخذها بعين الاعتبار في الدراسة لتجنب تبسيط ديناميكيات سعر السهم.

هذه الدراسة استفادت من الدراسات السابقة في اختيار المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً، حيث أنه تم الاختيار بناءً على النتائج المشتركة بين الدراسات وخاصة الدراسات المتعلقة بسوق دمشق للأوراق المالية. ساعدت الدراسات السابقة أيضاً في بناء الإطار النظري للبحث، كما استفادت هذه الدراسة مما سبق من الدراسات في المنهجية المتبعة وخاصة فيما يتعلق بنماذج الانحدار المتعدد واستخدام البيانات الزمنية.

بناءً على ما سبق، نجد أن الدراسات لم تتناول فترة الدراسة بشكل كامل (٢٠١١-٢٠٢٤)، ولم تركز الدراسات على بنك سورية والمهجر بل درست عينة من البنوك. إضافة لذلك، لا توجد دراسة سابقة -على حد علم الباحث- تناولت تأثير التفاعل بين المحددات المالية وتقلبات السوق على أسعار الأسهم في السوق السورية، وهو ما تضيفه الدراسة الحالية.

مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في القصور الواضح لنماذج التقييم التقليدية عند تطبيقها في بيانات عالية المخاطر. تفترض النماذج الخطية البسيطة أن تأثير الربحية أو السيولة على سعر السهم هو تأثير ثابت، سواء كان السوق في حالة استقرار أو انهيار، إلا أن الواقع الاقتصادي يشير إلى أن المستثمرين يغيرون هيكلية تقييمهم للأصول بناءً على حالة السوق وخاصة إذا كان السوق يعاني من اضطرابات مما يزيد من حالة الخوف لدى المستثمرين ويغير من سياساتهم الاستثمارية.

بناءً عليه، يمكن صياغة التساؤل الرئيسي التي تتبلور مشكلة البحث فيه كالتالي:
 ما هي محددات سعر سهم بنك سورية والمهجر خلال الفترة التي تعاني من الاضطراب (٢٠٠٩-٢٠٢٤)؟
 ويتفرع عن هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

١. ما هو أثر العائد على حقوق الملكية على عوائد سهم بنك سورية والمهجر؟
٢. ما هو أثر حجم الأصول على عوائد سهم بنك سورية والمهجر؟
٣. ما هو أثر معدل دوران السهم على عوائد سهم بنك سورية والمهجر؟
٤. ما هو أثر التقلبات بذاتها على عوائد سهم بنك سورية والمهجر؟
٥. هل التفاعل بين المحددات المالية الأساسية والتقلب له أثر على عوائد سهم بنك سورية

والمهجر؟

أهمية البحث وأهدافه:

أهمية البحث:

تكمن الأهمية العلمية للبحث في أنه يعمل على إثراء المجال البحثي الذي يتناول دراسة محددات أسعار الأسهم المصرفية في سورية خلال فترة الدراسة، إضافة إلى كونه يقدم منهجية متقدمة تأخذ في الاعتبار التفاعل بين المحددات المالية وتقلبات السوق، مما يشكل إضافة منهجية لهذا المجال البحثي، إضافة إلى ذلك تساهم الدراسة في تقديم رؤى من زاوية أخرى لسلوك أسعار الأسهم في بيئة اقتصادية متقلبة وتعميق الفهم حول كيفية عمل المحددات المالية في هذه البيئة.

أما الأهمية العملية فتتمثل في توفير معلومات تساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية نظراً لما تقدمه الدراسة من تحليل للعوامل المؤثرة على عائد سعر السهم الأمر الذي يساعد إدارة البنك في تحسين الأداء المالي وإدارة توقعات المستثمرين، بالمثل توفر الدراسة أدلة تجريبية يمكن أن تعود بالنفع إلى صناع القرار من خلال مساعدتهم في تصميم سياسات تنظيمية ومالية أكثر فعالية للقطاع المصرفي.

الأهداف:

يهدف هذا البحث إلى تحديد وتحليل محددات سعر سهم بنك سورية والمهجر خلال فترة الدراسة التي يسودها التقلب والاضطراب كهدف رئيسي للبحث.

ويتفرع هذا الهدف إلى عدة أهداف فرعية:

- ١- قياس أثر المتغيرات المستقلة على عوائد سهم البنك.
- ٢- تحليل أثر تقلبات السوق على عوائد سهم البنك.
- ٣- دراسة التفاعل بين المحددات المالية وتقلبات السوق.
- ٤- تقديم توصيات لإدارة البنك والمستثمرين وصناع السياسات.

فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسية:

• توجد محددات مالية ذات تأثير معنوي على عوائد سهم بنك سورية والمهجر خلال فترة الدراسة، وهذا التأثير يعتمد على مستوى تقلبات السوق.

الفرضيات الفرعية:

- H1: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم الأصول على عوائد بنك سورية والمهجر .
- H2: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران السهم على عوائد بنك سورية والمهجر .
- H3: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لتقلبات السوق على عوائد بنك سورية والمهجر .
- H4: يوجد أثر تفاعلي ذو دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية وتقلبات السوق على عوائد بنك سورية والمهجر .
- H5: يوجد أثر تفاعلي ذو دلالة إحصائية بين معدل دوران السهم وتقلبات السوق على عوائد بنك سورية والمهجر .

مجتمع وعينة الدراسة:

أولاً: مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من بنك سورية والمهجر كحالة دراسة فردية، تم اختيار هذا البنك للأسباب التالية:

- الحجم والأهمية: يعد بنك سورية والمهجر واحداً من أكبر المصارف الخاصة السورية من حيث حجم الأصول والحصة السوقية.

- التاريخ التشغيلي: البنك يعمل منذ عام ٢٠٠٣، مما يوفر بيانات لا بأس بها لفترة ما قبل الأزمة وأثناءها.

- الإدراج المستمر: السهم مدرج في سوق دمشق للأوراق المالية بشكل مستمر خلال فترة الدراسة.

ثانياً: حدود الدراسة:

فترة الدراسة تمتد من الربع الثاني لعام ٢٠٠٩ إلى نهاية عام ٢٠٢٤، حيث يبلغ إجمالي عدد المشاهدات ٦٣ مشاهدة على شكل بيانات ربع سنوية.

فترة الدراسة تغطي عدة مراحل، حيث تبدأ من مرحلة ما قبل الأزمة الاقتصادية المتمثلة بعامي ٢٠٠٩-٢٠١٠ التي تغطي ٨ أرباع، تليها مرحلة الأزمة الحادة الممتدة خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٨ التي تغطي ٣٢ ربعاً، وأخيراً مرحلة ما بعد الأزمة الحادة الممتدة بين ٢٠١٩-٢٠٢٤.

والدراسة تقتصر على بنك سورية والمهجر المدرج ضمن سوق دمشق للأوراق المالية في الجمهورية العربية السورية.

ثالثاً: مصادر البيانات:

تم جمع القوائم المالية الربع سنوية لبنك سورية والمهجر من التقارير المالية المنشورة على موقع هيئة الأوراق

والأسواق المالية السورية (بنك سورية والمهجر، ٢٠٢٥)، وقد تم استخراج عدد الأسهم وحقوق المساهمين والربح العائد إلى المساهمين من هذه القوائم، أما بيانات السوق (العائد على الأسهم وحجم التداول) فقد تم الحصول عليها من البيانات المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية (بنك سورية والمهجر، ٢٠٢٥).

متغيرات البحث:

بالاعتماد على الدراسات السابقة ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار متغيرات الدراسة كالاتي:

أولاً: المتغير التابع: عوائد السهم الربع سنوية:

هو العائد الكلي على الأسهم خلال الربع، ويشمل التغير في السعر وأي توزيعات أرباح.

$$R_t = \frac{P_t - p_{t-1} + D_t}{P_{t-1}} \times 100\%$$

حيث:

• R_t : العائد في الربع t .

• P_t : سعر إغلاق السهم في نهاية الربع t .

• D_t : توزيعات الأرباح المدفوعة خلال الربع t (إن وجدت).

وقد تم اختيار هذا المتغير لأنه يعكس العائد الكلي للمستثمر، يأخذ بعين الاعتبار كل من مكاسب رأس المال والدخل من التوزيعات، يسمح بالمقارنة عبر فترات مختلفة، وتم تفضيله على سعر السهم كمتغير تابع وذلك لأن اعتماد السعر كمتغير تابع -خاصة على فترات طويلة أو عند مقارنة أسهم شركات مختلفة- قد يؤدي إلى تشويه النتائج، حيث أن أسعار السهم تتباين بشكل كبير بسبب توزيعات الأرباح، تغيرات في هيكل رأس المال، وتغيرات في عدد الأسهم بعد زيادة رأس المال، بينما العائد (محسوباً كنسبة مئوية من السعر) يلغي بشكل كبير هذه التأثيرات ويسمح بمقارنة أداء الأسهم على فترات طويلة بشكل مباشر (Zhang, 2021).

ثانياً: المتغيرات المستقلة:

١- العائد على حقوق الملكية (ROE):

العائد على حقوق الملكية هو أحد أهم مؤشرات الربحية في التحليل المالي، ويقاس كفاءة الشركة في توليد الأرباح من أموال المساهمين. يعبر ROE عن العائد الذي يحققه المساهمون على استثماراتهم في الشركة (Penman, 2013).

$$ROE = \frac{Net_Profit}{Equity_{Avg}} \times 100\%$$

حيث:

• Net_Profit : صافي الربح بعد الضريبة.

• $Equity_{Avg}$: متوسط حقوق الملكية.

تم القيام بتوحيد (أو معايرة Standardization) قيم ROE وذلك بسبب تفاوت القيم بشكل كبير عبر الزمن، وبالتالي جاء الاستخدام للحصول على بيانات أفضل في التفسير والمقارنة (Aiken & West, 1991).

٢- إجمالي الأصول:

هو مقياس لحجم الشركة أو البنك، ويمثل جميع الموارد الاقتصادية التي يسيطر عليها الكيان والتي يتوقع أن تولد منافع اقتصادية مستقبلية. تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول لجعل تأثيره خطي في نموذج الانحدار.

-٣ معدل دوران السهم:

معدل دوران السهم (Turnover) يمثل نسبة إجمالي حجم التداول خلال الربع على عدد الأسهم القائمة.

$$\text{Turnover} = \frac{\text{Total_volume}}{\text{Shares_outstanding}}$$

حيث:

• **Total_volume**: إجمالي حجم التداول خلال الربع.

• **Shares_outstanding**: عدد الأسهم القائمة.

في النماذج المستخدمة تم القيام بتوحيد (Standardization) معدل دوران الأسهم (Aiken & West, 1991).

-٤ تقلبات السوق:

تقلبات السوق (Market Volatility) هي مقياس إحصائي لدرجة تشتت العوائد حول متوسطها خلال فترة زمنية معينة، حيث يتم قياسها باستخدام الانحراف المعياري أو التباين للعوائد

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n - 1}}$$

حيث:

• σ : الانحراف المعياري (مقياس التقلب (MktVol_Std)).

• R_i : العائد في الفترة i .

• \bar{R} : متوسط العوائد.

• n : عدد المشاهدات.

-٥ متغيرات التفاعل:

تم إنشاء متغيرات تفاعلية لاختبار كيفية تأثير تقلبات السوق على العلاقة بين المحددات المالية وعوائد السهم.

• تفاعل ROE مع تقلبات السوق:

$$\text{ROE}_x\text{MktVOL} = \text{ROE_Std} \times \text{MktVOL_Std}$$

الهدف منه هو اختبار ما إذا كان تأثير ROE على عوائد السهم يختلف في فترات التقلب المرتفع عنه في فترات التقلب المنخفض.

• تفاعل معدل دوران الأسهم مع تقلبات السوق:

$$\text{Turnover}_x\text{MktVol} = \text{Turnover_Std} \times \text{MktVol_Std}$$

الهدف منه اختبار ما إذا كان تأثير معدل الدوران على عوائد السهم يختلف في فترات التقلب المختلفة.

طرائق البحث:

تم استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية الملائمة من أجل الوصول إلى هدف الدراسة، وهي:

✓ تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة وذلك لكشف ومعالجة مشكلة التعدد الخطي واستخدام

اختبار معامل تضخيم التباين VIF للتحقق من المتغيرات المثيرة للجدل.

✓ تحليل الانحدار الخطي المتعدد لتقدير معاملات النماذج المستخدمة، حيث تم تطبيق تقنية الأخطاء المعيارية القوية (HC3) لمعالجة مشكلة عدم تجانس التباين وذلك لضمان موثوقية اختبارات المعنوية (P-values).
 ✓ إجراء سلسلة من الاختبارات على نماذج الدراسة للتأكد من صلاحية ومصداقية النتائج التي تم التوصل إليها، ومن ثم المقارنة بين النماذج المقترحة لمعرفة النموذج الأفضل بينها.

الإطار النظري:

التسعير في ظل اضطراب السوق:

١- قصور النماذج التقليدية والانتقال إلى التسعير الشرطي:

تستند النماذج المالية الكلاسيكية، وعلى رأسها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، إلى افتراض مفاده أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة ثابتة عبر الزمن وتعمل في ظل ظروف مثالية. يفترض هذا الاتجاه أن معامل حساسية الأصل للمخاطر السوقية β لا يتأثر بالتغيرات الجذرية في بيئة الاقتصاد الكلي. إلا أن الأزمات المتكررة والتقلبات الحادة في الأسواق الناشئة، كالحالة السورية، أظهرت عجزاً واضحاً في هذه النماذج عن تفسير العوائد غير الطبيعية (Abnormal Returns) أو التقلبات الكبيرة (Black, 1976). أدى هذا القصور إلى التأسيس لمنهجية التسعير الشرطي (Conditional Asset Pricing Theory)، والتي تفترض أن العائد المتوقع على أي أصل مشروط بحالة النظام الاقتصادي السائدة. تؤكد هذه النظرية أن المخاطر والعوائد تتغيران ديناميكياً، وتتأثر بعوامل خارجية غير مدرجة بشكل مباشر في النماذج الخطية (Harvey, 1991).

٢- الاضطراب كمتغير حالة ومحرك للتسعير:

في إطار نظرية التسعير الشرطي، لا يُنظر إلى اضطراب السوق (Market Volatility) على أنه مجرد تباين إحصائي عشوائي، بل يُعتبر "متغير حالة" جوهري يجسد درجة عدم اليقين الهيكلي أو الخوف الجماعي السائد في البيئة الاستثمارية. عندما يرتفع الاضطراب، فإن ذلك يشير إلى انخفاض الرؤية المستقبلية وارتفاع علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون للتعويض عن المخاطر المتزايدة (Harvey, 1991). إن الدور النظري للاضطراب كمحرك للأسعار يتجاوز تأثيره المباشر على العائد، ليصل إلى إعادة تشكيل طريقة تقييم المستثمرين للمعلومات الأساسية المتاحة. فهو يفرض عملية تغير نظام في سلوك التسعير، حيث يصبح السوق أكثر انتقائية وحساسية لبعض خصائص الأصول، مثل جودة الأداء أو سهولة التسييل، مما كانت عليه في أوقات الهدوء.

٣- الآلية التفاعلية المشروطة:

يكمّن جوهر البحث في اختبار الفرضية القائلة بأن الاضطراب يعمل كمتغير مُعدّل يضخم أو يخفف من قوة العلاقة بين الخصائص المالية والعودة. تتطلب دراسة هذا التفاعل نماذج انحدار تفاعلية، حيث يتم إدخال حاصل ضرب المتغير المُعدّل (الاضطراب) مع المتغيرات المستقلة الأخرى. منهجياً، تُعد هذه النماذج ضرورية لإثبات أن تأثير أي عامل أساسي على قيمة الأصل ليس ثابتاً، بل يعتمد على قيمة الاضطراب، ويُفسر رياضياً كالتالي: إن الميل (Slope) يتغير مع تغير قيمة المتغير المُعدّل (Aiken و West، 1991). من الناحية الاقتصادية السلوكية، تعني هذه الآلية أن: في أوقات الهدوء: يكون اهتمام المستثمر بالتفاصيل المالية (كالمربحية) أقل حدة، ويكون تأثيرها على السعر محدوداً.

في أوقات الاضطراب: يشدد تركيز المستثمر على الأصول التي تبدي صلابة أو سيولة عالية، مما يضخم التكافؤ الممنوح لهذه الأصول، وبالتالي يصبح تأثير خصائص الأصل على السعر أكثر قوة ومعنوية. النماذج المستخدمة:

تم استخدام ثلاثة نماذج انحدار متعددة لاختبار الفرضيات كالاتي:

١- النموذج الأول (النموذج الأساسي):

$$Return_t = \beta_0 + \beta_1 ROEStd_t + \beta_2 LogTA_t + \beta_3 TurnoverStd_t + \varepsilon_t$$

حيث يمثل $LogTA_t$ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

وهو لاختبار التأثير المباشر للمحددات المالية الأساسية على عوائد السهم، حيث أنه يوفر نقطة مرجعية لمقارنة النماذج الأكثر تعقيداً.

٢- النموذج الثاني (نموذج مع تقلبات السوق):

$$Return_t = \beta_0 + \beta_1 ROEStd_t + \beta_2 LogTA_t + \beta_3 TurnoverStd_t + \beta_4 MktVolStd_t + \varepsilon_t$$

تم في هذا النموذج التعديل على النموذج الأول بإدخال تقلبات السوق كمتغير مستقل، وذلك لدراسة الأثر المباشر للتقلبات.

٣- النموذج الثالث (النموذج الكامل مع التفاعلات):

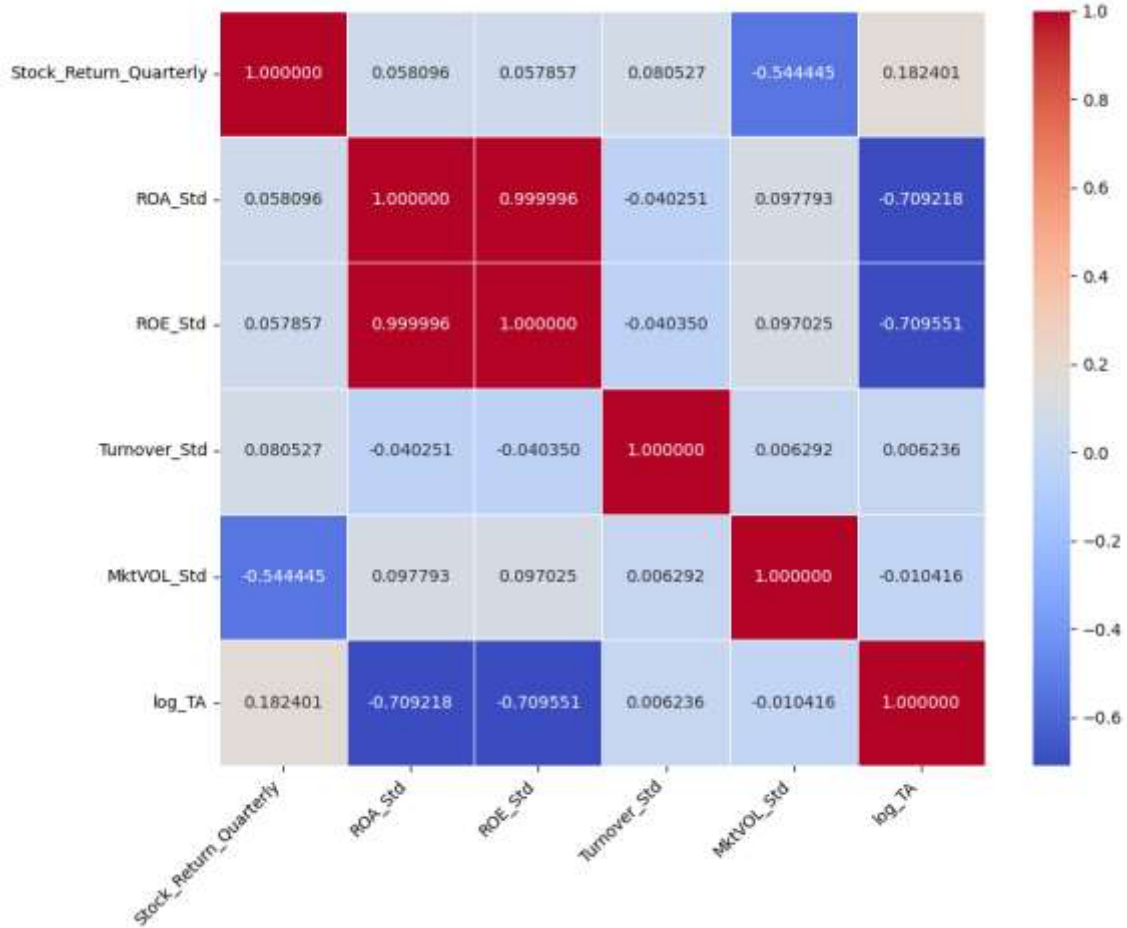
$$Return_t = \beta_0 + \beta_1 ROEStd_t + \beta_2 LogTA_t + \beta_3 TurnoverStd_t + \beta_4 ROExMktVolStd_t + \beta_5 TurnoverxMktVolStd_t + \varepsilon_t$$

تم في هذا النموذج إدخال متغيرات التفاعل وذلك لتحليل الأثر المشترك للمتغيرات مع التقلب ومعرفة تأثيره على عوائد السهم.

النتائج والمناقشة:

الارتباط الخطي بين المتغيرات:

تفيد مصفوفة الارتباط في الكشف عن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة. ويعتبر معامل الارتباط ضعيفاً إذا كانت قيمته من (٠.٤٩-٠.٠١)، ومتوسطاً إذا كانت قيمته من (٠.٥٠-٠.٦٩)،



الشكل (١): مصفوفة ارتباط بيرسون للمتغيرات الأساسية.

المصدر: من إعداد الباحث.

وقوياً إذا كانت قيمته من (٠.٧٠-٠.٩٩)، وتاماً إذا كانت قيمته (١) (عمران و سليمان، ٢٠٢٤). يوضح الشكل (١) ارتباطاً قوياً جداً بين ROA و ROE ($r=0.999$) وهو ما يعكس وجود تعدد خطي بين المقياسين. اقتصادياً، تعكس هذه الظاهرة ثباتاً هيكلياً في مضاعف الرفع المالي للبنك على مدار فترة الدراسة. نظراً لأن كلا المتغيرين يعطيان نفس المعلومات الإحصائية (نتيجة الارتباط القوي) بالإضافة إلى قيمة VIF أكبر من ١٠ (٥٠٠.٢٥) فإن إدراج كليهما في نموذج الانحدار سيؤدي إلى تضخم التباين وجعل النتائج غير قابلة للتفسير، لذلك وعلى الرغم من إجماع عدد من الأدبيات على أهمية ROA إلا أن قمنا بحذفه من النماذج والإبقاء على ROE لأنه المقياس الأكثر تركيزاً على العائد المحقق على استثمار المساهمين وبالتالي هو أفضل لدراسة المتغير التابع (العائد على السهم) (Palepu, Healy, & Bernard, 2019).

أما بالنسبة للارتباط القوي بين إجمالي الأصول و ROE (-0.7)، فعلى الرغم من أن معامل الارتباط مرتفع إلا أن قيمة اختبار VIF لهذا المتغير هي 1.1655 وهي قيمة أقل بكثير من 10 التي تمثل الحد الحرج مما يدل على أن هذا الارتباط لا يؤدي إلى مشكلة تعدد خطي بل إزالة أحد المتغيرين تؤدي إلى تقليل القدرة التفسيرية للنموذج (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010).

نتائج التحليل القياسي:

1- النموذج الأول - النموذج الأساسي (Baseline):

الجدول (1): نتائج الانحدار للنموذج الأساسي.

OLS Regression Results - Baseline Model

| | coef | std err | z | P> z | [0.025 | 0.975] |
|--------------|---------|---------|--------|-------|--------|--------|
| Intercept | -2.6879 | 1.240 | -2.167 | 0.030 | -5.119 | -0.257 |
| ROE_Std | 0.1122 | 0.053 | 2.116 | 0.034 | 0.008 | 0.216 |
| log_TA | 0.1057 | 0.047 | 2.227 | 0.026 | 0.013 | 0.199 |
| Turnover_Std | 0.0272 | 0.075 | 0.361 | 0.718 | -0.120 | 0.175 |

R-squared = 0.113, Adj. R-squared = 0.067, F = 1.738 (p = 0.169), N = 63

Heteroskedasticity-robust standard errors (HC3)

المصدر: من إعداد الباحث.

نلاحظ من الجدول (1) أن قيمة (F-statistic = 1.738, P-value = 0.169)، وبالتالي النموذج غير معنوي ككل عند مستوى 5%، مما يشير إلى أن هذه المتغيرات مجتمعة لا تقدر التباين في العوائد بشكل معنوي إحصائياً، وأن المحددات المالية المستخدمة غير كافية لوحدها لتفسير عوائد السهم وهناك عوامل مهمة مفقودة.

بالنسبة للقوة التفسيرية للنموذج نجد من الجدول (1) أن قيمة $R^2 = 0.113$ (11.26%)، بالتالي النموذج يفسر 11.26% فقط من التباين في عوائد السهم وهي قيمة منخفضة جداً حتى بمعايير الدراسات المالية، أما بالنسبة ل Adjusted $R^2 = 0.067$ (6.74%) فهي تؤكد ضعف النموذج، وأخيراً قيمة RMSE = 0.2753 (27.53%) فهي تعود وتؤكد على ضعف القدرة التنبؤية للنموذج.

٢- النموذج الثاني - مع تقلبات السوق (with market volatility):

الجدول (٢): نتائج الانحدار للنموذج مع إضافة تقلبات السعر.

OLS Regression Results - With Market Volatility

| | coef | std err | z | P> z | [0.025 | 0.975] |
|--------------|---------|---------|--------|-------|--------|--------|
| Intercept | -3.1033 | 1.810 | -1.715 | 0.086 | -6.650 | 0.443 |
| ROE_Std | 0.1433 | 0.091 | 1.569 | 0.117 | -0.036 | 0.322 |
| log_TA | 0.1219 | 0.069 | 1.757 | 0.079 | -0.014 | 0.258 |
| Turnover_Std | 0.0294 | 0.090 | 0.326 | 0.745 | -0.148 | 0.207 |
| MktVOL_Std | -0.1716 | 0.205 | -0.839 | 0.402 | -0.573 | 0.230 |

R-squared = 0.452, Adj. R-squared = 0.414, F = 1.463 (p = 0.225), N = 63

Heteroskedasticity-robust standard errors (HC3)

المصدر: من إعداد الباحث.

نلاحظ من الجدول (٢) أن النموذج غير معنوي ككل عند مستوى ٥% (F-statistic = 1.463, P-value = 0.225)، وبالتالي لا تزال المتغيرات غير كافية لتفسير التباين في العوائد بشكل معنوي إحصائياً. نتيجة لما سبق ذكره، إن إضافة التقلبات في السعر بذاته كمتغير مستقل لم تؤدي إلى معنوية النموذج على الرغم من وجود تحسن طفيف عن النموذج الأساسي في قيمة F-statistic وقيم كل من R^2 ، Adjusted R^2 ، و RMSE.

٣- النموذج الثالث - النموذج الكامل مع التفاعلات:

الجدول (٣): نتائج الانحدار للنموذج الكامل مع إضافة التفاعلات.

OLS Regression Results - Full Model with Interactions

| | coef | std err | z | P> z | [0.025 | 0.975] |
|-----------------------|---------|---------|--------|-------|--------|--------|
| Intercept | -2.4191 | 1.083 | -2.235 | 0.025 | -4.541 | -0.297 |
| log_TA | 0.0943 | 0.041 | 2.288 | 0.022 | 0.014 | 0.175 |
| MktVOL_Std | 0.0319 | 0.089 | 0.358 | 0.720 | -0.143 | 0.207 |
| Turnover_Std | 0.0863 | 0.041 | 2.131 | 0.033 | 0.007 | 0.166 |
| ROE_x_MktVOL_Std | 0.2250 | 0.091 | 2.478 | 0.013 | 0.047 | 0.403 |
| Turnover_x_MktVOL_Std | 0.4305 | 0.199 | 2.165 | 0.030 | 0.041 | 0.820 |

R-squared = 0.589, Adj. R-squared = 0.553, F = 4.968 (p = 0.0008), N = 63

Heteroskedasticity-robust standard errors (HC3)

المصدر: من إعداد الباحث.

في هذا النموذج لم يتم إدراج المتغير ROE بسبب وجود ارتباط قوي بينه وبين (ROE_x_MktVOL_Std) (٠.٨٠٦) وذلك لتقادي قيمة الارتباط الخطي المتعدد، إضافة إلى أنه أدى إبقاء كلا المتغيرين تجريبياً إلى جعل النموذج غير معنوي (F-statistic = 0.1933, P-value = 0.901)، أما بالنسبة لـ (Turnover_x_MktVOL_Std) و Turnover فنجد أن الارتباط بينهما هو (-٠.٧) وقيمة VIF ١.٩٦ وهي

قيمة آمنة وأدت إزالة معدل دوران السهم تجريبياً إلى انخفاض القوة التفسيرية للنموذج وارتفاع قيمة P-value لذلك تم الإبقاء على كلا المتغيرين.

نلاحظ من الجدول (٣) أن قيمة (F-statistic = 4.968, P-value = 0.0008)، وبالتالي النموذج ككل معنوي إحصائياً عند مستوى ٠.١%، إضافة إلى ذلك نجد أن قيمة $R^2 = 0.589(58.89\%)$ وهي قيمة تفسيرية جيدة في النماذج المالية، نجد أيضاً أن $Adjusted R^2 = 0.553(55.28\%)$ وهو فرق صغير عن قيمة R^2 بمقدار ٣.٦ نقطة مئوية وبالتالي المتغيرات الموجودة مفيدة وليست مجرد تضخيم للنموذج، أما $RMSE = 0.1874(18.74\%)$ فهو خطأ مقبول مما يعكس دقة تنبؤية جيدة للنموذج.

نلاحظ من الجدول أن لوغاريتم حجم الأصول متغير معنوي في النموذج عند مستوى ٥% (P-value = 0.022)، وبمعامل ٠.٠٩٤٣ وخطأ معياري ٠.٠٠٤١، أما تقلبات السوق فهي غير معنوية عند مستوى ٥% (P-value = 0.72)، بينما نجد أن معدل دوران السهم فهو معنوي عند مستوى ٥% (P-value = 0.033) وبمعامل ٠.٠٠٨٦٣.

بالنسبة لمتغيرات التفاعل، يوضح الجدول (١) أن متغير تفاعل ROE مع التقلبات (ROE_x_MktVOL_Std) معنوي عند مستوى ٥% (P-value = 0.013) وبقيمة معامل ٠.٢٢٥ وهو تأثير جيد جداً على العوائد بالنسبة للمتغيرات الأخرى، وهذا المتغير يؤكد على أن تأثير ROE على العوائد يعتمد على مستوى التقلبات وفق السيناريوهات الآتية:

- عند مستوى تقلب (MktVOL = -1): نجد أن زيادة ROE بانحراف معياري واحد تؤدي إلى انخفاض العوائد بنسبة ٢٢.٥%.

- عند مستوى تقلب (MktVOL = 0): نجد أن ROE لا يؤثر على العوائد.

- عند مستوى تقلب (MktVOL = +1): نجد أن زيادة ROE بانحراف معياري واحد تؤدي إلى زيادة العوائد بنسبة ٢٢.٥%.

أما بالنسبة لمتغير تفاعل معدل دوران السهم مع التقلبات (Turnover_x_MktVOL_Std) فنجد أنه معنوي عند مستوى ٥% (P-value = 0.03)، ويمتلك معامل تأثير ٠.٤٣٠٥ وهو أعلى معامل تأثير بين المتغيرات، ونجد أن هذا المتغير يوضح أن تأثير معدل السهم (Turnover) على العوائد يعتمد على مستوى التقلبات بمعامل يقدر بـ $(0.0863+0.4305*MktVOL)$ وفق السيناريوهات الآتية:

- عند مستوى تقلب (MktVOL = -1): نجد أن زيادة معدل الدوران بانحراف معياري واحد تؤدي إلى انخفاض العوائد بنسبة ٣٤.٤٢%.

- عند مستوى تقلب (MktVOL = 0): نجد أن زيادة معدل الدوران بانحراف معياري واحد

تؤدي إلى زيادة العوائد بنسبة ٨.٦٣%.

- عند مستوى تقلب (MktVOL = +1): نجد أن زيادة معدل الدوران بمقدار بانحراف

معياري واحد تؤدي إلى زيادة العوائد بنسبة ٥١.٦٨%.

الاستنتاجات والتوصيات:

توصلت الدراسة إلى الاستنتاجات التالية:

- النموذجين الأول (الأساسي) والثاني (مع تقلبات السوق) غير معنويين إحصائياً، مما يدل على أن المتغيرات الموجودة في النموذجين لم تكن كافية لتفسير العوائد وذلك نتيجة تعقيد البيئة المدروسة، مما يجعل النماذج الخطية التي تقترض علاقات خطية مستقرة (بمعاملات ثابتة) غير كافية للتفسير.
- النموذج الثالث الذي يأخذ بعين الاعتبار التفاعلات معنوي إحصائياً على خلاف النموذجين الأول والثاني مؤكداً الفرضية الأساسية، مما يدل على أن التفاعلات بين المتغيرات يزيد من إمكانية النماذج في تفسير آليات عمل السوق الاستثمارية بحيث تعطي هذه التفاعلات تحليلاً أكثر واقعية لسلوك المستثمرين في السوق.
- حجم البنك المتمثل بلوغاريتيم إجمالي الأصول معنوي مؤكداً الفرضية H1، وهذا ما يتوافق مع (Syahid، Pitriana، و Lestrai، ٢٠٢٤)، (حاتم و محمد، ٢٠٢٢) و (Al-Eitan، Al-Dwiry، و Amira، ٢٠٢٢)، مما يشير إلى أن حجم البنك عامل جاذب للمستثمرين، حيث أنه يعطي ثقة أكبر للمستثمر وخاصة في ظل الاقتصادات المتقلبة.
- معدل دوران السهم معنوي إحصائياً مؤكداً الفرضية H2، ولكن بينت نتائج النموذج الثالث أن تأثير هذا المتغير بمفرده لم يكن قوياً مقارنة بغيره من المتغيرات.
- التقلبات بمفردها لم تكن معنوية إحصائياً مما ينفي الفرضية H3 ويتوافق مع دراسة (المشعل، بقله، و الدكي، ٢٠١٥) وهذا ما يشير إلى أن التقلبات لا تؤثر بشكل مباشر على العائد، بل ينتج تأثيرها من خلال التفاعل مع المتغيرات الأخرى.
- التفاعل بين العائد على حقوق الملكية وتقلبات السوق معنوي مؤكداً الفرضية H4، مما يدل على أن التأثير الفعلي ل ROE يعتمد على التقلبات وقد يكون سلبياً أو إيجابياً أو معدوم تبعاً للتقلب، هذا التغير في التأثير يمكن إسقاطه بأنه ناجم عن إعادة تقييم المستثمرين للأولويات في خططهم الاستثمارية تبعاً لظروف السوق.
- التفاعل بين معدل دوران السهم والتقلبات معنوي إحصائياً، وهذا ما يؤكد الفرضية H5، دالاً على أن تأثير معدل دوران السهم على العوائد يتغير بتغير التقلبات في السوق، مما يشير إلى أن ثقة المستثمرين بمعدل دوران السهم تزداد في فترات الاضطراب على عكس فترات الهدوء.

التوصيات:

بناءً على ما توصلت إليه الدراسة يوصي الباحثون بالآتي

- يجب على المستثمرين إنشاء نظام لمراقبة مستوى تقلبات السوق على أساس أسبوعي أو شهري، وذلك لتحديد فترات التقلب وبالتالي معرفة المتغيرات الأكثر تأثيراً بالسعر، ففي فترات التقلب المنخفض ينصح بأن يكون التركيز على الحجم أكثر والاستقرار أكثر من الربحية الحالية، أي أن البنوك الكبيرة ذات الأصول المرتفعة والتي تتمتع بأداء مالي مستقر أفضل للاستثمار، أما في فترات التقلب المرتفع فيجب التركيز على السيولة والربحية بشكل أكبر.
- نظراً لما توصلت إليه الدراسة من أن الربحية في فترات التقلب المرتفع هي المحدد الأقوى لعوائد السهم، وبالتالي يجب أن يكون البنك قادر على الحفاظ على ربحية عالية، ومنه نوصي إدارة البنك بتقليل الاعتماد على دخل الفوائد من القروض لأنه مصدر شديد التقلب في الأزمات بسبب ارتفاع القروض المتعثرة وانخفاض الطلب على الائتمان وبذل جهد لزيادة نسبة الدخل من العمولات والرسوم مقابل الخدمات المصرفية التي هي أكثر استقراراً.

■ نظراً لما أظهرته دراستي (حاتم و محمد، ٢٠٢٢) و (حداد، ٢٠٢٢) من نتائج متعاكسة لتأثير العائد على الملكية، نوصي باستخدام متغيرات التفاعل مع التقلبات لدراسة سوق دمشق ككل لتبيان ما إذا كانت النتائج ناجمة عن تعرض فترات الدراسة لكل من الباحثين السابقين لمستويات مختلفة من التقلبات.

المراجع:

Aliah Muthiah Syahid، Ida Pitriana، و Henny Setyo Lestrai. (October, 2024). *Internal and External Determinants of Banking Stock Performance: Evidence from the Indonesia Stock Exchange*. Jurnal Ilmiah Manajemen.

C.R. Harvey .(١٩٩١) .The world price of covariance risk .*The Journal of Finance*.١٥٧-١١١ ،

Erik Luders و Michael Schroder) .May, 2004 .(*Modeling Asset Returns: A Comparasion of Theoretical and Empirical Models* .Centre for European Economic Research.

F. Black .(١٩٧٦) .*The Pricing of Commodity Contracts* .Journal of Financial Economics.

J.F. Hair ،W.C. Black ،B.J. Babin و ،R.E. Anderson .(٢٠١٠) . *Multivariate Data Analysis (7th ed.)* .Pearson Education.

Juho Kannianen و ،Robert Piche ٢١) .Sep, 2012 .(*Stock Price Dynamics and Option Valuations under Volatility Feedback Effect* .arXiv.

K.G. Palepu ،P.M. Healy و ،V.L. Bernard .(٢٠١٩) .*Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements (6th ed.)* .Cengage Learning.

L.S. Aiken و ،S.G. West .(١٩٩١) .*Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions* .Sage Publications.

Mohammad Al-Dwiry ،Ghaith Al-Eitan و ،Weaam Amira .(٢٠٢٢) . *Factors Affecting Stock Price: Evidence from Commercial Banks in the Developing Market* .Journal of Governance & Regulation.٣٤٦-٣٣٩

S.H. Penman .(٢٠١٣) .*Financial Statement Analysis and Security Valuation (5th ed.)* .McGraw-Hill.

Zhongxia Zhang) .August, 2021 .(*Stock Returns and Inflation Redux: An Explanation from Monetary Policy in Advanced and Emerging Markets* . International Monetary Fund(IMF).

احمد عبد الكريم محمد الياسين. (ايلول، ٢٠٢٠). محددات القيمة السوقية للأسهم -دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من ٢٠١٥ لغاية ٢٠١٩. مجلة العلوم الاقتصادية.

- اياد مالك حاتم، و نذير محمد محمد. (٢٠٢٢). *العوامل المؤثرة في سعر السهم والقيمة السوقية لحقوق الملكية - دراسة مسحية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية*. مجلة جامعة تشرين. العلوم الاقتصادية والقانونية.
- بنك سورية والمهجر. (٤ كانون الأول، ٢٠٢٥). *تم الاسترداد من هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية*: [/https://www.scfms.sy](https://www.scfms.sy)
- بنك سورية والمهجر. (٤ كانون الأول، ٢٠٢٥). *تم الاسترداد من سوق دمشق للأوراق المالية*: [/http://www.dse.gov.sy](http://www.dse.gov.sy)
- بولجنيب عادل. (٢٠٢٢، ٦ ٣٠). *أثر النسب المالية على أسعار الأسهم-دراسة قياسية باستخدام التحليل العالمي*. مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، الصفحات ٤٥-٦٧.
- رنا محمد البطرني. (٢٠٢١). *أثر مؤشرات الأداء البنكي في أسعار الأسهم-دراسة تطبيقية في البنوك المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية*. المعهد الكندي العالي لتكنولوجيا الهندسة والإدارة.
- علا عمران، و طلال سليمان. (٢٠٢٤). *أثر الشمول المالي في الأداء المالي في المصارف التجارية الخاصة العاملة في سورية*. مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية.
- ميشيل بسام معوض حداد. (٢٠٢٢). *المحددات الأساسية والسلوكية لتقلب عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية*. المعهد العالي لإدارة الأعمال.
- ياسر المشعل، سهير بقله، و رنيم غازي الدكي. (٢٠١٥). *أثر تقلبات عائد الأسهم على حجم التداول في الأسواق المالية "دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية"*. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية.