"أثر معيار القيمة السوقيّة المضافة على مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرّة لسوق دمشق للأوراق المالية"

دراسة على القطّاع المصرفي

الباحث: ريمون زياده

ماجستير الإدارة التنفيذية – المعهد العالي لإدارة الأعمال

ملخّص البحث

يهدف البحث إلى دراسة أثر معيار القيمة السوقية المضافة على مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرة لسوق دمشق للأوراق المالية، حيث يتم من خلاله تسليط الضوء على مفهوم كل من المتغيّرين وتوضيح أهمية معيار القيمة السوقية المضافة في اختيار عينة أسهم الشركات القياديّة المتداولة في السوق.

لتحقيق هدف البحث تم اختبار بيانات الفرضية من خلال إحصائية حزمة البيانات المقطعية، وتم التّوصل لنتائج البحث باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

ووفقاً لذلك، تبيّن وجود أثر جوهري عكسي لمعيار القيمة السوقية المضافة على مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرة للمصارف عند مستوى دلالة 5%، نوصي باحتساب معيار القيمة السوقية المضافة عند اختيار عيّنة الشركات الداخلة في مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية واعتماد هذا المعيار ضمن المعايير الأخرى المعتمدة في اختيار هذه العيّنة.

الكلمات المفتاحية : القيمة السوقيّة المضافة، مؤشّر الأسهم القياديّة، سوق دمشق للأوراق المالية، القطاع المصرفي.

"The Effect of Market Value Added (MVA) on Leaders Stock Index (DLX) In Damascus Securities Exchange (DSE)"

Study on Banking Sector

Abstract

The study aims to examine the influence of Market Value Added (MVA) on Leader's Stock Index (DLX) in Damascus Securities Exchange (DSE), by concentrating on the concept of each of the two variables and clarifying the importance of Market Value Added (MVA) criterion in choosing traded leaders' shares samples.

To achieve the goal of the research, the hypothesis data was tested through cross-sectional data statistics, and the results of the research were reached using the fixed effects model.

Accordingly, the study showed that there is a negative significant effect of the of Market Value Added (MVA) on Leader's Stock Index (DLX) at the level of significance 5%, and we recommend taking into consideration the Market Value Added (MVA) as a criterion when choosing the sample of companies included in the Leader's Stock Index (DLX) of Damascus Securities Exchange.

Key Words: Market Value Added (MVA), Leader's Stock Index (DLX), Damascus Securities Exchange (DSE), Banking Sector.

مقدمة:

دائماً ما يفكّر المستثمرون بالطريقة الأفضل التي يستطيعون من خلالها تحقيق أكبر المكاسب للاحتفاظ بقيمة استثماراتهم، فيلجأ أغلبيتهم لتوزيع استثماراته في محافظ استثمارية متنوّعة بهدف التقليل من مخاطر الاستثمار، فنراهم يستثمرون مثلاً في الأسواق العقارية، الأسواق المالية، أسواق التّأمين، أسواق الأوراق المالية وغيرها. وبغضّ النظر عن الاستثمار الذي يختارونه فهم يحتاجون لمجموعة من المؤشرات تعطيهم سبباً و حافزاً مجدياً للإقبال على وضع أموالهم في هذا الاستثمار.

تقدّم أسواق الأوراق المالية وبشكل خاص أسواق الأسهم مجموعة من المؤشّرات المهمة التي تساعد المستثمر في تكوين نظرة عامة على سوق الأسهم من جهة، وعلى أداء الأسهم المدرجة تحت هذا المؤشّر من جهة أخرى. حيث تقيس هذه المؤشرات مستوى السوق في حال ارتفع أو انخفض على أساس تغيّر مستوى المؤشر بالنقطة، فمنها ما يقيس حالة السوق العامّة و منها ما يقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة، ولكل مؤشر غاية محدّدة تعطي المستثمر دلالات معيّنة تساعده في اتخاذ قراره الاستثماري. ففي سوق دمشق للأوراق المالية يوجد مؤشران للأسهم هما المؤشر المثقل بالقيمة السوقية و مؤشر الأسهم القياديّة المثقل بالأسهم الحرّة، ولكل من المؤشرين آلية عمل مختلفة و دلالة خاصّة، ففي مؤشر الأسهم القيادية المثقّل بالأسهم الحرة هناك مجموعة من معايير قياس الأداء يجب توافرها في الشركات المدرجة في السوق ليتم اختيارها ضمن عيّنة هذا المؤشر. ومن هنا جاء هذا البحث ليختبر معيار جديد غير موجود ضمن المعايير الموضوعة وهو معيار القيمة السوقية المضافة، لمعرفة درجة تأثيره على مؤشر الأسهم القيادية المثقّل بالأسهم الحرة.

- **مشكلة البحث:**

يعتمد سوق دمشق للأوراق المالية في اختياره لعيّنة الشركات الداخلة في تكوين مؤشر الأسهم القيادية على مجموعة من المعايير المحددة في تقييم أداء الشركات وهي معيار القيمة السوقية، معيار السيولة، معيار ربحية السهم على القيمة السوقية للسهم، ومعيار نسبة الأسهم الحرة، وتكمن مشكلة البحث في توضيح أهمية معيار القيمة السوقية المضافة في التأثير على هذا المؤشر فيما إذا تم أخذه بعين الاعتبار في احتساب المؤشر بالإضافة للمعايير السابقة المذكورة، كونه يعدّ مقياساً من المقاييس الحديثة في تقييم أداء الشركات، ومن هنا يتم طرح التساؤل الآتي:

"هل يؤثّر معيار القيمة السوقيّة المضافة على مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية؟"

- **أهمية البحث:**

تكمن أهمية البحث من الناحية العلمية والعملية في استعراض مؤشر جديد في سوق دمشق للأوراق المالية وهو مؤشر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرّة، وتسليط الضوء على مقياس أداء مالي مهم هو معيار القيمة السوقية المضافة، حيث أنّ دراسة أثر هذا المعيار على مؤشر السوق يساعد المستثمرين بشكل أكبر في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ضمن مجموعة من الشركات لها خصائص مالية مشتركة.

- **أهداف البحث:**

يهدف هذا البحث إلى التعريف بمؤشر الأسهم القيادية في سوق دمشق للأوراق المالية، بالإضافة لإظهار دور معيار القيمة السوقية المضافة كمقياس أداء حديث له وزن مؤثر

في اختيار عيّنة أسهم الشركات القياديّة المُدرجة في السوق و من ثمّ التأثير في هذا المؤشّر.

- **فرضية البحث:**

سيتم الاعتماد على اختبار فرضية البحث التي تمّ صياغتها بناء على مشكلة البحث وهي:

H_0 : لا يؤثر معيار القيمة السوقية المضافة على مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية تأثيراً جوهرياً.

- **حدود البحث:**

الحدود المكانية: تمّ تطبيق البحث على المصارف الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الحدود الزمانية: تمّ تطبيق البحث في الفترة الممتدة بين نهاية الربع الأول من عام 2019 وهو التاريخ الذي تم به طرح مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية للمرة الأولى، وبين تاريخ 31 كانون الأول 2021.

- **مجتمع وعينة البحث**

يتكوّن سوق دمشق للأوراق المالية من مجموعة من القطاعات المالية والصناعية والخدمية، واقتصر البحث على القطاع المالي المصرفي والمكون من 11 مصرفاً تقليدياً و3 مصارف إسلامية، وتمّ اختيار القطاع المصرفي كعينة عمديّة للبحث وذلك لأن النسبة الأكبر من الشركات الداخلة في عيّنة مؤشّر الأسهم القيادية تتكوّن من المصارف، وبالتالي فاختيار القطاع المصرفي كعينة للبحث سيعطي بدوره التمثيل الأفضل للمجتمع المدروس.

- **معوّقات البحث:**

ضآلة الدراسات السابقة المتعلقة بمؤشر الأسهم القيادية في سوق دمشق للأوراق المالية بسبب حداثة هذا المؤشر.

- **منهجية البحث ومصادر جمع البيانات:**

تمّ الاعتماد على المنهج التحليلي الوصفي التاريخي في إعداد البحث، حيث تمّ الاستناد إلى البيانات الأولية والثانوية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، والقيام بتحليلها وفق الطرق الإحصائية باستخدام البرنامج الإحصائي E.views/10.

- **الدّراسات السابقة:**

- **الدّراسات العربية:**

الدّراسة الأولى: أشرف صلاح، عبد الرؤوف علي عبد الله جريد /2019/، "دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعرّف على قدرة القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة في تفسير التغيّر في أسعار الأسهم، ومن أهم النتائج التي توصّل لها الباحثان وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و بين التغيّر في أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30، حيث أنّ هذه الأداة تعطي مؤشراً للمستثمرين يساعد في اتخاذ القرار الاستثماري و التعرف على قوة الشركة ومدى تحسن أدائها المالي و الاقتصادي.

الدّراسة الثانية: حسين قبلان /2011/، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية – دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالمؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وتكوينها وتوضيح دورها ودلالتها وأهميتها، بالإضافة لتوضيح كيفية تشكّل مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. ومن أهم النتائج التي توصّل لها الباحث هي أنّ مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعكس الحالة الاقتصادية العامة في الدولة وهي أداة هامة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية. بالإضافة لذلك أوضح الباحث الاستخدامات المتعددة للمؤشرات و التي تهمّ المستثمرين، و منها التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوئها تُتّخذ قرارات الاستثمار، و قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية والحد من هذه المخاطر.

- **الدراسات الأجنبية:**

- Ida Bagus Gede Udiyana, Ni Nyoman Seri Astini, I Nyoman Parta, Ni Ketut Laswitarni, and Luh Asti Wahyuni \2022\, **"Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) Implications on Stock Returns".**

أثر القيمة الاقتصاديّة المضافة والقيمة السوقيّة المضافة على عوائد الأسهم.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة على عوائد الأسهم في شركات المقاولات المدرجة في سوق اندونيسيا للأوراق المالية ضمن المؤشر Lq54 من العام 2015 و لغاية عام 2019. ومن أهم نتائج الدراسة عدم وجود تأثير قوي للقيمة الاقتصادية المضافة على عوائد الأسهم بينما هناك تأثير قوي للقيمة السوقية المضافة على عوائد الأسهم.

- Satria Adhitama, Muhammad Abdul Muis \2021\, **"Analysis of Financial Performance Using Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) Approach of State-Owned Banks (BUMN) Listed on Indonesia Stock Exchange".**

تحليل الأداء المالي باستخدام القيمة الاقتصاديّة المضافة و القيمة السوقيّة المضافة للمصارف الحكومية والمدرجة في سوق الأسهم الإندونيسيّة.

هدفت هذه الدّراسة إلى تحليل الأداء المالي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للمصارف المملوكة من الدولة والمدرجة في سوق اندونيسيا للأوراق المالية. ومن أهم النتائج التي توصل لها الباحثان من خلال احتساب القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة هو أنّ هذه المصارف ذات أداء مالي جيد ومن ثمّ تستطيع خلق قيمة مضافة للمستثمرين من الاستثمارات المتاحة، و تمويل كافة المصاريف الرأسمالية.

تشترك هذه الدّراسة مع الدّراسات السابقة بإظهار أثر القيمة السوقيّة المضافة و أهميّتها في قياس الأداء المالي للشركات في أسواق الأسهم، وأهمّ مايميّز هذه الدّراسة عن الدّراسات السّابقة هو اختيار مؤشر مهمّ وحديث نسبياً في سوق دمشق للأوراق المالية هو مؤشر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرّة، حيث أنّ دراسة أثر القيمة السوقيّة المضافة على هذا المؤشّر يعطي دلالات مهمّة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية لما لهذا المؤشر من أهمية في تمثيل الشركات ذات الأداء المالي الأكثر كفاءة.

أولاً: القيمة السوقية المضافة Market Value Added :

تعدّ القيمة السوقية المضافة إحدى المؤشّرات الحديثة لقياس أداء الإدارة المرتبطة برأس المال المُستَثمر، وتمّ تقديم هذا المؤشر من قبل شركة Stern Stewart وتُعرّف بأنها القيمة الناشئة من تجاوز القيمة السوقية لرأس المال للقيمة الدفترية لحقوق الملكية.

يعدّ هذا المؤشر مقياساً للفرق بين كميّة النقد المُساهَم به من قبل المستثمرين وحجم ما يحصلون عليه نتيجة البيع بأسعار اليوم. وبمعنى آخر تقيس القيمة السوقية المضافة مقدار القيمة المضافة التي تقدمها الشركات للمساهمين. وتعكس توقعاتهم لدى هذه الشركات في خلق ثروة أكبر لهم في المستقبل، فكلما زادت القيمة السوقية المضافة كان ذلك أفضل، وتشير قيمتها السالبة الى أن قيمة الاستثمارات المُدارة من قبل إدارة رأس المال أقل من التمويل المُقدّم من سوق رأس المال، مما يعني زوال الثروة.

يتم قياس القيمة السوقية المضافة MVA بالشكل الآتي:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية الإجمالية لحقوق الملكية – القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية

Market Value Added = Market Value of Equity – Book Value of Equity

حيث:

القيمة السوقية الإجمالية لحقوق الملكية = عدد أسهم الشركة * سعر السهم السوقي

القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية = عدد أسم الشركة * السعر الدفتري للسهم

ثانياً: مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرّة لسوق دمشق للأوراق المالية DLX:

مفهوم مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرّة:

أطلقت سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 03-03-2019 مؤشّراً جديداً و هو مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرة، ويعتمد هذا المؤشّر أسلوب التثقيل بالقيمة السوقيّة المثقّلة بالأسهم الحرة (القابلة للتداول) للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تحتسب القيمة السوقية تبعاً للأسهم الحرة القابلة للتداول، بحيث تُعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل نسبة أسهمها الحرة من إجمالي الأسهم الحرة القابلة للتداول في السوق ككل، وتتكون عيّنة المؤشر من مجموعة من الشركات المدرجة في السوق و التي تحقق شروط معينة للدخول في معادلة المؤشر مع العلم بأن هذه الشروط يتم إعادة قياسها بعد انتهاء كل نصف حيث تخضع بيانات المؤشّر للتعديل في اليوم العاشر من الشهر التالي لانتهاء النصف. ولإحتساب هذا المؤشّر يتم استخدام المعادلة الآتية:

مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرّة =

$$\text{المعامل } X \text{ مجموع } \frac{(\text{سعر الإغلاق}) X (\text{عدد الأسهم الحرة للشركة})}{(\text{سعر الأساس للسهم}) X (\text{عدد الأسهم الحرة للشركة})}$$

المعامل = 1000 حين إطلاق المؤشّر، و يتم تعديل المعامل عند حصول أي من إجراءات الشركات، أو إدخال/إخراج شركة إلى/من العينة وفق المعادلة الآتية:

المعامل بعد التعديل = المعامل X $\frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}}$

إن التغير في المعامل يساهم في تمكين المؤشّر من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم.

سعر الأساس = متوسط سعر السهم لآخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، حيث تم تحديد تاريخ 28-02-2019 كفترة أساس وهي الفترة التي سبقت إطلاق المؤشر في 01-03-2019، وتُحسب نسبة التغيّر في المؤشّر بناءً على قيمة إغلاقه في الجلسة السابقة.

عيّنة مؤشّر الأسهم القياديّة المثقّل بالأسهم الحرة:

تتألف عينّة المؤشّر من الشركات المُدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية و التي تحقق أربعة من المعايير الستّة الآتية على اعتبار أن معيار السيولة سيتم قياسه من خلال ثلاثة معايير، حيث يتم انتقاء هذه الشركات خلال كل نصف بناءً على بيانات النصف السابق:

1 -معيار القيمة السوقية: تم اختيار الشركات التي قيمتها السوقية أكبر أو تساوي متوسط القيم السوقية لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق.

2 -معيار السيولة: الذي تم قياسه بالمعايير الآتية::

- عدد أيام التداول: تم اختيار الشركات التي عدد ايام تداولها أكبر أو يساوي متوسط عدد أيام التداول لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق.

- حجم التداول: تم اختيار الشركات التي حجم تداولها أكبر أو يساوي متوسط حجم التداول لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق.

- معدل دوران السهم عن الأسهم الحرة: تم اختيار الشركات التي معدل دوران أسهمها أكبر أو يساوي متوسط معدل دوران أسهم جميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق، والذي تم احتسابه بالمعادلة التالية:

(عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة /عدد الأسهم الحرة خلال الفترة) * 100

3 –معيار ربحية السهم/القيمة السوقية للسهم: يتم اختيار الشركات التي يكون ربحيّة سهمها/قيمته السّوقية أكبر أو يساوي متوسط ربحية السهم/القيمة السّوقية لجميع الشركات المدرجة بناءً على آخر بيانات مالية مفصح عنها في موقعي الهيئة والسوق.

4– معيار نسبة الأسهم الحرة: تم اختيار الشركات التي نسبة أسهمها الحرة أكبر أو تساوي متوسط نسبة الأسهم الحرة لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق.

- **النتائج والمناقشة**

أولاً: الاحصاء الوصفي:

سيتم التّوصيف الإحصائي لمتغيرات البحث من خلال مقاييس النّزعة المركزية ومقاييس التشتّت، وسيتم تفسير كل من معامل الاختلاف (C.V)، واختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث المتمثل باختبار Jarque-Bera، حيث يُظهر الجدول الآتي المقاييس الإحصائية لمتغيّرات البحث:

التوصيف الإحصائي -الجدول رقم (1)

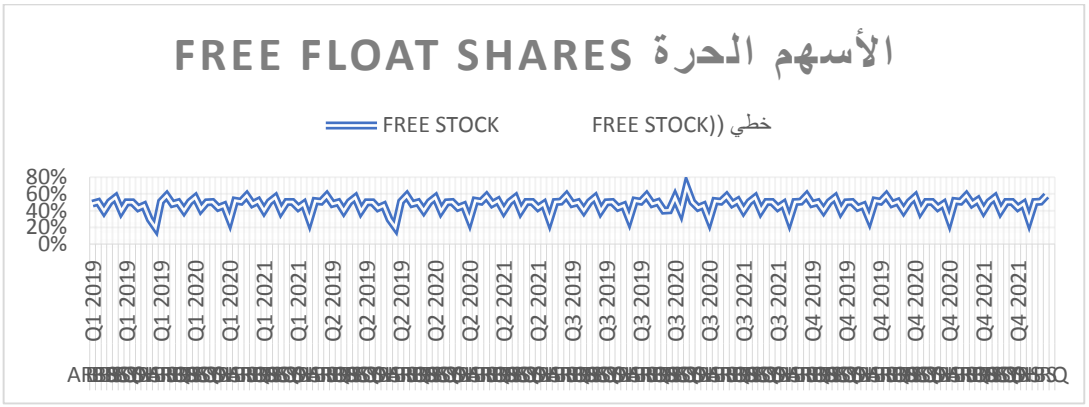
	DLX	Free Float shares percentage	Market Value	Market Value Added	Profitability	No# of Trading Days	Free Float Turnover Ratio	Trading Volume
Mean	1,219.11	0.470	5.98E+10	-1.27E+10	0.61	37.54	2.53	1,086,938
Median	1,187.20	0.50	4.35E+10	-3.46E+09	0.40	34	0.76	227,292.5
Maximum	1,583.62	0.58	3.14E+11	1.45E+11	2.54	118	90.74	40,554,261
Minimum	891.26	0.20	1.16E+10	-2.88E+11	-0.05	0.000	0.000	0.000
Std. Dev.	215.60	0.080	4.94E+10	5.60E+10	0.69	24.09	9.89	4,238,147
Skewness	0.367	-1.04	2.034	-1.41	1.08	0.67	7.34	7.20
Kurtosis	1.89	4.44	8.26	9.14	3.19	3.62	59.94	58.58
Jarque-Bera	12.32	44.87	309.20	319.46	32.97	15.22	24,210.26	23,077.36
Probability	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Observations	168	168	168	168	168	168	168	168
C.V	17.69%	17.02%	82.61%	-440.94%	113.11%	64.17%	390.91%	389.92%

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views/10

نلاحظ من الجدول رقم (1) بأن نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات مؤشر الأسهم القيادية (DLX) بلغ 17.69% وهو دليل على وجود تشتت في بيانات مؤشر الأسهم القيادية، وبلغت أعلى قيمة لمؤشر الأسهم القيادية (1,584) في الربع الثاني من عام

2021، وبلغت أدنى قيمة لمؤشر الأسهم القيادية (891) في الربع الرابع من عام 2019 عام. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أنّ سلسة مؤشر الأسهم القياديّة (DLX) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.

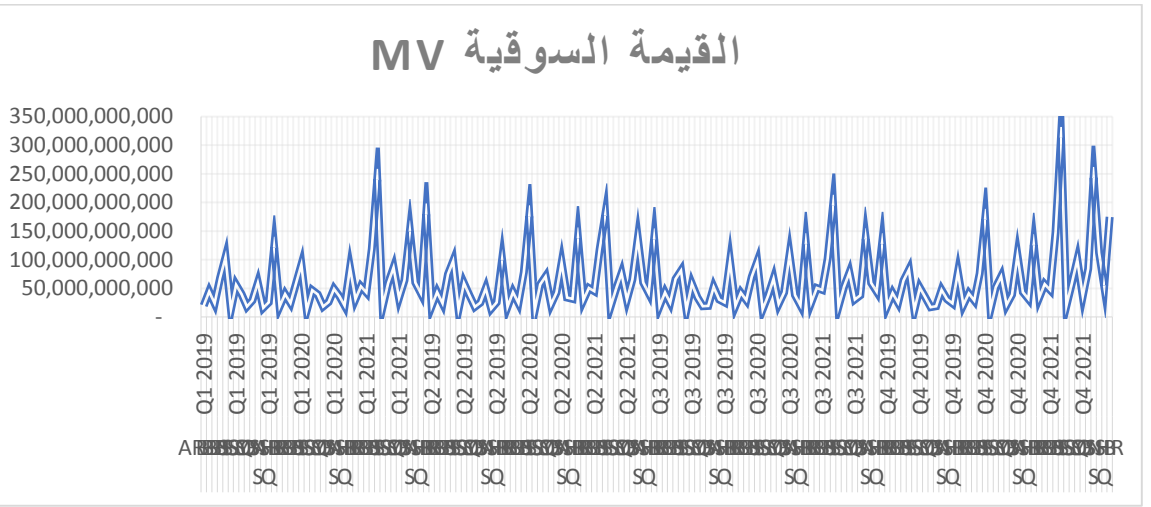
الرسم البياني (1) الأسهم الحرة



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات الأسهم الحرة (Free Float Shares) بلغت 17.02% وهو دليل وجود تشتت في بيانات الأسهم الحرة، وبلغت أعلى قيمة للأسهم الحرة (0.58) في الربع الرابع من عام 2019، وبلغت أدنى قيمة للأسهم الحرة (0.2) في الربع الثاني من عام 2019. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أنّ سلسة الأسهم الحرة (Free Float Shares) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليسار ومدبّب.

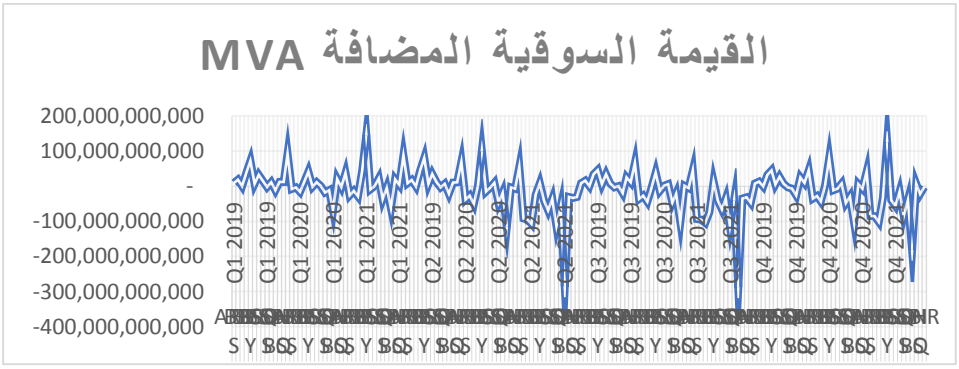
الرسم البياني (2) القيمة السوقية



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات القيمة السوقية (MA)، بلغت 82.61% وهو دليل وجود تشتت في بيانات القيمة السوقية للمصارف، وبلغت أعلى قيمة لمعيار القيمة السوقية (313,512,000,000) في الربع الرابع من عام 2021 ببنك بيمو السعودي الفرنسي، وبلغت أدنى قيمة لمعيار القيمة السوقية (11,558,100,000) في الربع الثاني من عام 2020 ببنك الأردن سورية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أن سلسلة بيانات القيمة السوقية (MA) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغيّر ملتوي نحو اليسار ومدبّب.

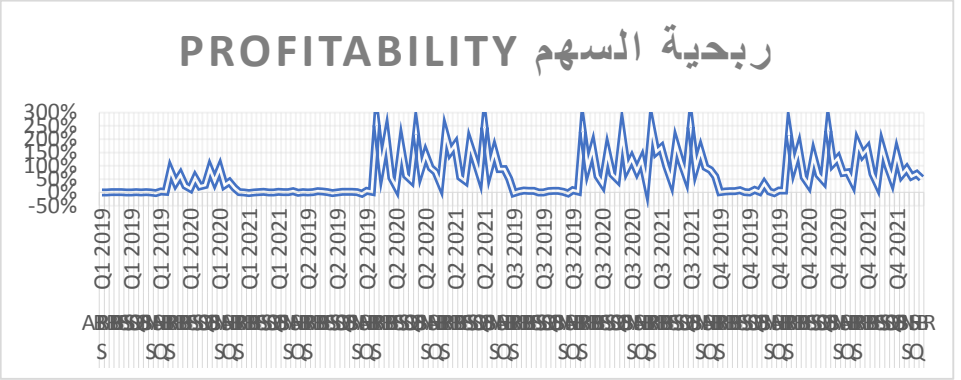
الرسم البياني (3) القيمة السوقية المضافة



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات القيمة السوقية المضافة (MVA) بلغت – 440.94% وهو دليل وجود تشتت في بيانات القيمة السوقية المضافة، وبلغت أعلى قيمة سوقية مضافة (145,215,000,000) في الربع الأول من عام 2021 ببنك بيمو السعودي الفرنسي، وبلغت أدنى قيمة سوقية مضافة (−288,179,100,00) في الربع الثالث من عام 2021 ببنك قطر الوطني. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أن سلسة القيمة السوقية المضافة (MVA) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغيّر ملتوي نحو اليسار ومدبّب.

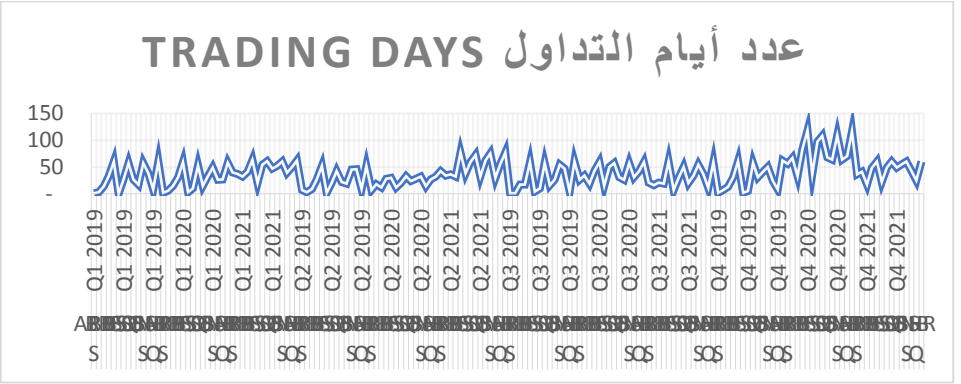
الرسم البياني (4) ربحية السهم



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات ربحية السهم (Profitability) بلغت 113.11% وهو دليل وجود تشتت في بيانات ربحية السهم، وبلغت أعلى قيمة لربحية السهم (2.54) في الربع الثاني من عام 2020 بالبنك العربي سورية، وبلغت أدنى قيمة لربحية السهم (0.05−) في الربع الثاني من عام 2019 ببنك سورية والخليج. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أنّ سلسلة ربحية السهم (Profitability)، لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغيّر نحو اليمين ومدبّب.

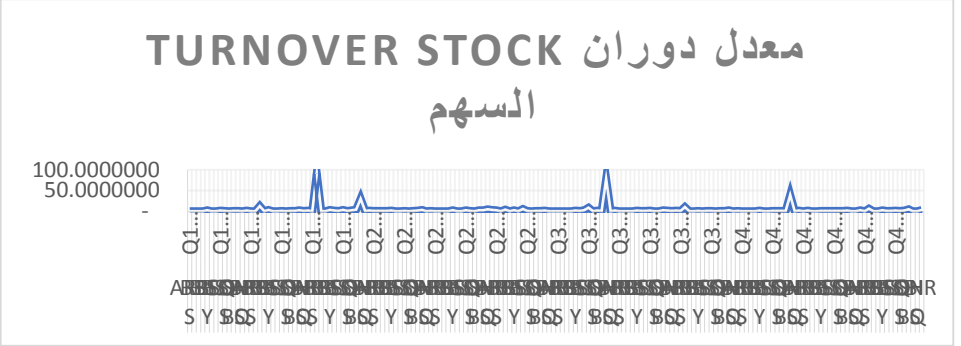
الرسم البياني (5) عدد أيام التداول



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات عدد أيام التداول (No. of Trading Days) بلغت 64.17% وهو دليل وجود تشتت في بيانات عدد أيام التداول، وبلغت أعلى قيمة لعدد أيام التداول (118) في الربع الرابع من عام 2020 ببنك بيمو السعودي الفرنسي، وبلغت أدنى قيمة لعدد أيام التداول (0) في الربع الأول من عام 2019 ببنك الأردن سورية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أنّ سلسلة عدد أيام التداول (Trading Days) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغيّر نحو اليمين ومدبّب.

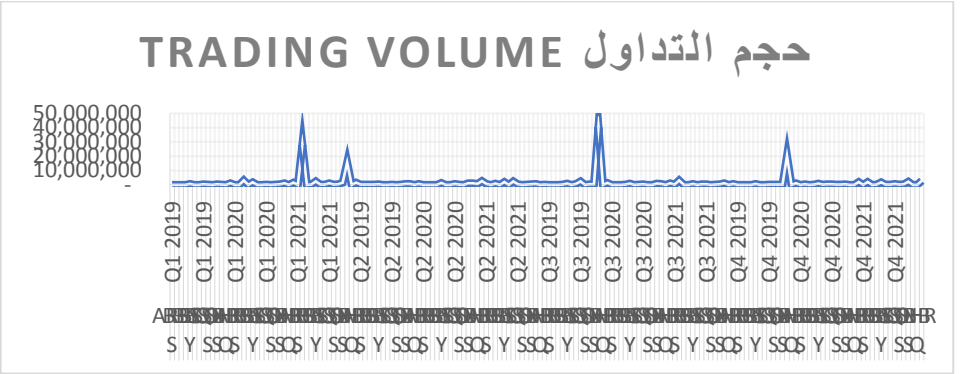
الرسم البياني (6) معدل دوران السهم



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات معدل دوران السهم (Turnover Stock) بلغت 390.91% وهو دليل وجود تشتت في بيانات معدل دوران السهم، وبلغت أعلى قيمة لمعدل دوران السهم (90.74) في الربع الأول من عام 2021 ببنك الائتمان الأهلي (عودة سابقاً)، وبلغت أدنى قيمة لمعدل دوران السهم (0) في الربع الأول من عام 2019 ببنك الأردن سورية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers إلى أن سلسلة معدل دوران السهم (Free Float Turnover Stock) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغيّر نحو اليمين ومدبّب.

الرسم البياني (7) حجم التداول



المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

إنّ نسبة معامل الاختلاف في سلسلة بيانات حجم التداول (Trading Volume) بلغت 389.92% وهو دليل وجود تشتت في بيانات حجم التداول، وبلغت أعلى قيمة لحجم التداول (40,554,261) في الربع الثالث من عام 2019 ببنك سورية والخليج، وبلغت أدنى قيمة لحجم التداول (0) في الربع الأول من عام 2019 ببنك الأردن سورية. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers إلى أن سلسلة حجم التداول (Trading Volume)، لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغيّر نحو اليمين ومدبّب.

- اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

تمّ اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيّرات البحث، بناء على اختبار جذر الوحدة Unit Root Test، وذلك وفقاً لفرضية Levin, Lin and Chu (2002)، وتمّ استخدام ذلك توافقاً مع الدّراسات السابقة.

اختبار استقرار متغيرات الدراسة – الجدول رقم (2)

Variances	t-Statistic	Prob.**	Null Hypothesis variable has a unit root	Method
DLX	-21.8525**	0.0000	Rejected	Levin, Lin & Chu
Free Float shares percentage	-292.979**	0.0000	Rejected	
Market Value	-21.3280**	0.0000	Rejected	
Market Value Added	-8.03561**	0.0000	Rejected	
Profitability	-6.64505**	0.0000	Rejected	
No of Trading Days	-5.84394**	0.0000	Rejected	
Free Float Turnover Ratio	-7.02311**	0.0000	Rejected	
Trading Volume	-6.52784**	0.0000	Rejected	

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

- نلاحظ من الجدول (2) بأنّ القيمة الاحصائية المحسوبة للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى الدلالة الاحصائية 5%، بناء على اختبار Levin, Lin & Chu، أي إن السلاسل الزمنية لمتغيّرات الدراسة مستقرّة عند المستوى ولا تحتوي على جذر الوحدة.

- **اختبار الفرضية ومناقشة النتائج:**

للإجابة على الفرضيّة قُمنا بتقدير معلَمات النموذج الذي يعبّر عن أثر معيار القيمة السوقية المضافة على مؤشر الأسهم القيادية (DLX) في سوق دمشق للأوراق المالية،

وقمنا بتطبيق النموذج وفقاً للخطوات المذكورة في أسلوب التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية لتقدير النموذج، وبناء عليه ظهرت النتائج كما يأتي:

نتائج اختبار النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى – الجدول رقم (3)

المتغيرات Variable	قيمة المعلمات Coefficient	القيمة الاحتمالية Prob.
C	839.5280	0.0000
Free Float shares percentage	301.3987	0.3219
Market Value	3.70E-09	0.0000
Market Value Added	-1.76E-09	0.0000
Profitability	21.76820	0.3540
No of Trading Days	3.293236	0.0000
Free Float Turnover Ratio	10.32897	0.0203
Trading Volume	-2.37E-05	0.0261
D3	-103.8580	0.0754
D4	-25.99429	0.6668
D5	-207.5354	0.0013
D6	-440.2111	0.0000
D7	117.2179	0.0529
D8	-111.3527	0.0637
D9	-204.5654	0.0021
D10	-50.30393	0.3753
D11	-85.83273	0.1411
D12	-487.3587	0.0000
D13	-22.01692	0.7240
D14	-7.727338	0.8925
D15	-386.1756	0.0000
Adjusted R-squared	0.620111	
Durbin-Watson stat	2.022572	

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views\10

تبيّن من خلال نتائج طريقة المربعات الصغرى (GLS)، وبعد إدخال المتغيرات الوهمية التي تساوي إلى(n−1)، ويبلغ عددها (13) بعدم معنوية معلَمات الدّراسة عند مستوى دلالة 5%، مما يدل إلى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بين البواقي. ولذلك، سوف يتم اختبار معنوية المتغيّرات الوهميّة باستخدام اختبار Wald Test، وكانت نتائج الاختبار كما يأتي:

نتائج اختبار Wald Test – الجدول رقم (4)

Wald Test			
Test Statistic	**Value**	**Df**	**Probability**
F−statistic	7.644108	(12, 147)	0.0000
Chi−square	91.72929	12	0.0000

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views/10

بناءً على نتائج اختبار Wald Test، نرفض فرضية العدم التي تنصّ بأنّ نموذج الانحدار التجميعي هو أفضل نموذج ملائم لتقدير معلَمات النموذج، ونقبل الفرضية البديلة التي تنصّ بأن نموذج التأثيرات الثّابتة Fixed Effects Model، هو النموذج الملائم لتقدير معلَمات النموذج، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F−Statistic وChi−squar، أقل من مستوى الدلالة 5%. وقبل تقدير معلَمات النموذج وفقاً لنموذج التأثيرات الثّابتة، لابد من إجراء اختبار Hausman−Test، للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثّابتة و نموذج التأثيرات العشوائية أيهما أفضل نموذج ملائم، وكانت نتيجة الاختبار كما يأتي:

نتائج اختبار Hausman−Test – الجدول رقم (5)

Hausman Test			
Test Statistic	**Value**	**Chi−Sq. d.f**	**Probability**
Chi−square	91.731751	7	0.0000

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views/10

تنص فرضية العدم بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج هو نموذج التأثيرات العشوائيةRandom Effect Model ، وتنص الفرضية البديلة بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير المعلَمات، هو نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model، بناء على النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة. ومن خلال تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة باستخدام طريقة Panel Least Squares نحصل على النتائج الآتية ضمن الجدول (6):

نتائج اختبار نموذج التأثيرات الثابتة – الجدول رقم (6)

Dependent Variable: DLX				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 1 168				
Total panel (balanced) observations: 168				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
C	695.5	143.3127	4.853362	0.0000
Free Float shares percentage	301	303.2504	0.993894	0.3219
Market Value	0.037	3.72E-10	9.967941	0.0000
Market Value Added	-0.0176	3.55E-10	-4.959295	0.0000
Profitability	21.77	23.41127	0.929817	0.3540
No. of Trading Days	3.3	0.623490	5.281935	0.0000
Free Float Turnover Ratio	10.33	4.401029	2.346945	0.0203
Trading Volume	-0.00237	1.05E-05	-2.246925	0.0261
R-squared	0.665607	Mean dependent var		1219.108
Adjusted R-squared	0.620111	S.D. dependent var		215.5981
S.E. of regression	132.8842	Akaike info criterion		12.73330
Sum squared resid	2595756.	Schwarz criterion		13.12380
Log likelihood	-1048.597	Hannan-Quinn criter.		12.89178
F-statistic	14.63010	Durbin-Watson stat		2.022572
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج E.views/10

من الجدول أعلاه نجد ما يأتي:

وجود أثر معنوي سالب للقيمة السوقية المضافة (MVA) في مؤشر الأسهم القيادية (DLX)للمصارف المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة 5%،

حيث تبلغ قيمة معامل القيمة السوقية المضافة (0.0176−) وتبلغ القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F−statistic (0.000)، مما يدل على معنوية النموذج عند مستوى دلالة 5%. وقيمة اختبار Durbin−Watson، تبلغ (2.023) مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بين البواقي. ونلاحظ أيضاً عدم وجود أثر معنوي للأسهم الحرة وربحية السهم في مؤشّر الأسهم القيادية للمصارف المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى دلالة 5%، مما يشير إلى أنّه يتوجب إعادة النظر في المعايير المعتمدة في اختيار أسهم الشركة ضمن مؤشر الأسهم القيادية للحفاظ على استقرار عمل السوق المالي، وإعطاء معلومات ذو أهمية للمستثمرين تساعدهم في اتخاذ قرارتهم الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية.

$$\widehat{DLX_{i,t}} = 695.5 + 0.037MV_{i,t} - 0.0176MVA_{i,t} + 3.3\text{TRADING_DAY}_{i,t} + 10.3\text{TURNOVER_STOCK}_{i,t} - 0.00237\text{VOLUM}_{i,t}$$

النتائج:

- وجود أثر عكسي جوهري لمعيار القيمة السوقية المضافة على مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- وجود أثر طردي جوهري لمعيار القيمة السوقية، عدد أيام التداول، و معدل دوران السهم عن الأسهم الحرة على مؤشّر الأسهم القيادية في سوق دمشق للأوراق المالية.
- وجود أثر عكسي جوهري لمعيار حجم التداول على مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- عدم وجود أثر جوهري لمعيار نسبة الأسهم الحرة ومعيار الربحية على مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية.

المقترحات و التوصيات

وفقاً للنتائج التي تمّ التوصّل إليها نوصي بما يأتي:

1- احتساب معيار القيمة السوقية المضافة عند اختيار عيّنة الشركات الداخلة في مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية واعتماد هذا المعيار ضمن المعايير الستّة الأخرى المعتمدة في اختيار هذه العينة.

2- أخذ مؤشّر الأسهم القياديّة بالحسبان عند اتّخاذ القرار الاستثماري، لما له من دور هام في إبراز نقاط القوة لدى الشركات الداخلة في عيّنته، كالربحية و السيولة و القيمة السوقيّة.

3- زيادة الإجراءات الرقابية على عمليات التداول و التي قد تؤثر على بعض المعايير مثل حجم التداول فتُفقِدها أهميتها في التفاضل بين الشركات التي ستدخل في معادلة مؤشّر الأسهم القياديّة في سوق دمشق للأوراق المالية.

المراجع باللغة العربية:

- الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية.
- صلاح، أشرف & جريد، عبد الرؤوف (2019)، "دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة على أسعار أسهم شركات مؤشر EGX30 المدرجة في البورصة المصرية"، جامعة الدول العربية / الأكاديمية العربية للعلوم و التكنولوجيا و النقل البحري، المجلد العاشر – العدد الثالث – الجزء الأول.
- حسين قبلان (2011)، "مؤشرات أسواق الأوراق المالية – دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"

المراجع باللغة الأجنبية:

- Baridwan, Z., & Legowo, A. (2002). "*Asosiasi Antara EVA (Economic Value Added), MVA (Market Value Added) dan Rasio Profitabilitas Terhadap Harga Saham".* TEMA, 3, 41–57.
- Udiyana، Ida Bagus Gede & Astini, Ni Nyoman Seri & Parta, I Nyoman & Laswitarni, Ni Ketut and Wahyuni, Luh Asti (2022). "*Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) Implications on Stock Returns",* Jurnal Ekonomi dan Bisnis Jagaditha Volume 9, Nomor 1, 2022, pp. 15-22.
- Brigham, E., & Houston, J. 2006. *"Dasar-Dasar Manajemen Keuangan",* Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto" (1 ed.). Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Sari, T., & Hidayat, R., & Sulasmiyati, S., (2017), *"The Influence Of Return On Investment (ROI), Return On Equity (ROE), Earnings Per Share (EPS) And Market Value Added (MVA) On Stock Return (Study on Consumer Goods Industry that listed on Indonesia Stock Exchange for 2011-2015)",* Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)|Vol. 46 No. 1 Mei 2017.
- Sikdar, A (2013), *Value Based Performance Indicators Versus Accounting Earnings Based Performance Indicators – A Case Study With Reference To ONGC.* The Management Accounting.