

تقلبات أسعار الأسهم وأثرها على عوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية

فرح الطفيلي¹

الدكتور: عبد الرزاق حساني²

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر تقلبات أسعار الأسهم على عوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين تقلبات المؤشر DWX وعوائده، خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2022. حيث تمثل التقلبات وعدم الاستقرار في البورصات أحد القضايا الأكثر نقاشاً في الأدبيات المالية والاقتصادية الحديثة، وذلك نظراً لأهميتها البالغة. وستتم دراسة هذه العلاقة عن طريق البرنامج الإحصائي EViews الإصدار 12، وذلك بحسب نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL، وبينت نتائج الاختبار وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الأسهم وعوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وتقلبات أسعار الأسهم اليوم تؤثر على عوائد الأسهم اليوم بعلاقة طردية، وتقلبات أسعار الأسهم اليوم تؤثر على عوائد الأسهم بعد شهر بعلاقة عكسية. وفي الختام توصي الباحثة بتخفيض مدى الحدود السعرية من أجل تخفيض تقلبات سوق دمشق للأوراق المالية، وضرورة إنشاء مؤسسات مالية تقوم بدور صانع السوق للحفاظ على استقرار سوق دمشق للأوراق المالية. وغيرها من التوصيات التي تروجو الباحثة أن يتم تطبيقها.

الكلمات المفتاحية: سوق دمشق للأوراق المالية، تقلبات أسعار الأسهم، عوائد الأسهم، المؤشر DWX، نموذج ARDL.

¹ طالبة دكتوراه - قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

² دكتور - قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

Stock price fluctuations and it's impact on investment returns in the Damascus securities Exchange

Farah Altufaily¹

Prof. Abdul Razzak Hassani²

Abstract

This Research aims to study the impact of the relationship between changes in stock prices and investment returns in the Damascus Securities Exchange (DSE), by studying the relationship between the fluctuations of the DWX index and its returns, during the period from 2010 to 2022. Fluctuations and instability in the stock exchanges represent one of the most discussed issues in the modern financial and economic literature, this is due to its great importance. This relationship will be studied through the statistical program EViews version 12. According to the ARDL. The results of the test showed the existence of a statistically significant relationship between stock price fluctuations and investment returns in the DSE, and today's stock price fluctuations affect today's stock returns in a positive relationship, today's stock price fluctuations affect stock returns after a month in a negative relationship. In conclusion, the researcher recommends reducing the range of price limits in order to reduce the fluctuations of the DSE, and we need to establish Financial Institutes that play the role of a market maker to maintain the stability of the DSE, and other recommendations that the researcher hopes to be implemented.

Keywords: Damascus Securities Exchange, stock price fluctuations, stock returns, DWX, ARDL.

¹ Phd Student – Banking and Insurance Department – Faculty of Economic – Damascus University

² Prof – Banking and Insurance Department – Faculty of Economic – Damascus University

1- المقدمة:

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية والمالية لأي بلد، حيث يمكن الحكم على تطور اقتصاد أي بلد من خلال تطور سوقه المالي. وتعتبر الأسهم بمختلف أنواعها من أهم الأدوات المالية التي يتم التعامل بها لذلك يهتم المستثمرون بالتغيرات التي تصيب أسعارها، ومختلف العوامل والأسباب التي تؤثر عليها. باعتبار سعر السهم في السوق المالي مؤشر هام على قيمة المؤسسة وعلى وضعيتها المالية كما يمكن أن يكون أداة رقابية على أدائها.

وتمثل التقلبات وعدم الاستقرار في البورصات أحد القضايا الأكثر نقاشاً في الأدبيات المالية والاقتصادية الحديثة وذلك نظراً لأهميتها البالغة حيث تثير اهتمام جميع المستثمرين في الأسواق المالية وبالذات صغار المستثمرين الذين قد تلحق بهم خسائر غير محسوبة نتيجة التحركات غير المتوقعة في الأسعار.

2- مشكلة البحث:

من الظواهر الملفتة للانتباه في أسواق الأوراق المالية (الأسهم) ظاهرة تقلب أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً. ويبدو ذلك واضحاً من خلال متابعة حركة مؤشرات أسعار الأسهم. وهذه التقلبات هي المسؤولة عن جعل سوق الأسهم مصحوبة بالمخاطر، على الرغم من أنها توفر الفرصة لتحقيق الأرباح (عوائد ومكاسب رأسمالية) لأولئك الذين يمكنهم فهمها واستغلال الفرص للاستفادة من التقلبات في الأسعار وشراء الأسهم عندما تنخفض الأسعار والبيع عندما ترتفع. ومن هنا يبرز السؤال التالي: هل تؤثر تقلبات الأسعار في عوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

3- أهمية البحث:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أهمية الموضوع الذي تناقشه، حيث يُعتبر موضوع التقلب من الموضوعات الحساسة لأن الأسواق المستقرة تجذب لها المستثمرين المحليين والأجانب بعكس الأسواق التي تشهد تقلبات عالية وحادة. وتُعتبر سوق دمشق للأوراق المالية كسوق وليدة في أمس الحاجة إلى توفير مناخ مستقر، وذلك من أجل جذب المستثمرين والنهوض بالسوق، حيث يحتاج المستثمرون إلى تحليل دقيق قبل اتخاذ قرار الاستثمار وذلك للحصول على عائد مرتفع.

4- أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والتي يمكن تلخيصها كالآتي:

4-1- تعتبر أوضاع بورصة الأسهم مرآة للوضع الاقتصادي العام في البلاد ويعتبر استقرار هذه السوق أحد مؤشرات نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

4-2- التوصل إلى تفسير يوضح طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الأسهم وعوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2022.

5- فرضيات البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث يمكننا صياغة الفرضية الرئيسية الآتية:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الأسهم وعوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

6- متغيرات البحث:

المتغير التابع: (RDWX) متغير يقيس عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

المتغير المستقل: (FDWX) متغير يقيس تقلب المؤشر DWX في سوق دمشق للأوراق المالية.

7- منهجية البحث:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لدى إعداد هذه الدراسة فالمنهج الوصفي (والذي يقوم على جمع المعلومات وعرضها وتفسيرها) يتيح لنا الوقوف على الجانب النظري من الدراسة، وذلك من خلال الاستعانة بالكتب والدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث بشكل مباشر أو غير مباشر. في حين يعتمد المنهج التحليلي على الأساليب الإحصائية القياسية لتحليل اتجاه العلاقة بين متغيرات البحث، وبناء النماذج المناسبة. حيث تم جمع البيانات وفقاً لبرنامج Excel وتمت معالجة هذه البيانات واختبار الفرضيات باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews الإصدار 12.

8- الدراسات السابقة:

أ-دراسة (Rashid, Rahman, 2008) بعنوان: **Dividend Policy and Stock Price Volatility: Evidence from Bangladesh**.

(سياسة توزيعات الأرباح وتقلب أسعار الأسهم: دليل من بنغلادش)

تناول البحث دراسة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم خلال الفترة 1999-2006 وذلك باستخدام نماذج تحليل الانحدار. وتكونت العينة من 104 شركة غير مالية مدرجة في بورصة Dhaka في بنغلادش، وتم جمع الأرباح الموزعة والبيانات المحاسبية ذات الصلة من التقارير السنوية للشركات. وتم اشتقاق تقلب الأسعار من تقدير Parkinson (1980) حيث تم حساب التباين لجميع السنوات المتاحة ثم تحويله إلى انحراف معياري باستخدام الجذر التربيعي. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بشكل عام بين توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم. (Rashid, Rahman, 2008)

[25]

ب-دراسة (الريم، 2015-2016) بعنوان: أثر الحدود السعرية على تقلبات سوق الأسهم (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية).

هدفت الدراسة إلى تقييم فعالية نظام الحدود السعرية في تخفيض تقلبات سوق دمشق للأوراق المالية وذلك منذ افتتاح السوق في 10\03\2009 وحتى 31\12\2014، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم اختبار أثر الحدود السعرية على تقلبات سوق دمشق للأوراق المالية، وبنفس الوقت أثر توسيع الحدود السعرية الذي حصل مرتين من $\pm 2\%$ إلى $\pm 3\%$ و $\pm 5\%$ و -2% على تقلبات السوق. وتوصلت الدراسة إلى أن الحدود السعرية تعمل على تخفيف النقلب في سوق دمشق للأوراق المالية، وأن زيادة مدى الحدود السعرية المطبقة في سوق دمشق خلال فترة الدراسة أدت إلى زيادة التقلبات. [2]

(Alreem, 2015-2016)

ت-دراسة (صلاح الدين، 2017-2018) بعنوان: قياس وتحليل تقلبات أسعار الأسهم في البورصات العربية دراسة نظرية وتطبيقية باستخدام نماذج GARCH.

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل تقلبات أسعار الأسهم في البورصات العربية، لما شهدته في الآونة الأخيرة من حالة عدم الاستقرار والتقلبات الحادة في أسعار النفط العالمية، تم استخدام نماذج الانحدار الذاتي، بالإضافة إلى تحليل المركبات الأساسية، شملت الدراسة أربع بورصات عربية: السعودية، أبوظبي، قطر، والجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1/1/2007 إلى 31/12/2017، وذلك باستخدام بيانات يومية وأسبوعية وشهرية لمؤشرات البورصات، والبيانات الشهرية للمتغيرات الاقتصادية ومؤشرات معنويات المستثمرين. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الاقتصادية (سعر النفط، سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقود) وتقلبات عوائد المؤشرات في سوق الأسهم السعودي، سوق أبوظبي للأوراق المالية وبورصة قطر، كما توجد علاقة شرطية ديناميكية عبر الزمن بين مؤشر معنويات المستثمرين وتقلبات عوائد مؤشري السعودي وأبوظبي. [26] (salah aldeen, 2017-2018)

ث- دراسة (Sumathi D, 2018) بعنوان: Stock Price Volatility In .National Stock Exchange Of India

(تقلب أسعار الأسهم في البورصة الوطنية في الهند)

تعتبر التقلبات ظاهرة طبيعية في سوق الأوراق المالية ولكن التقلب المفرط هو مصدر القلق وينشأ بسبب السلوك غير العقلاني للمستثمرين وعدم الشفافية في عمليات البورصة، وقد يؤدي إلى خسارة مدخرات المستثمرين مدى الحياة. تناول هذا البحث دراسة وتحليل التقلبات في سوق الأسهم الهندية خلال الفترة 2006-2016، وذلك اعتماداً على نموذج GARCH، حيث تم قياس التقلبات من خلال التباين أو الانحراف المعياري. وأظهرت النتائج وجود تقلبات في سوق الأسهم الهندية على المدى الطويل وهذه التقلبات تتغير بمرور الوقت، وكانت هذه الخصائص متوافقة مع الدراسات السابقة للأسواق المالية الهندية.

[12] (Sumathi D, 2018)

ج- دراسة (حميدات، وحياة، 2019). تأثير تغير أسعار الأسهم على أداء الأسواق المالية حالة بورصة الكويت.

تناول البحث دراسة السوق المالي الكويتي خلال الفترة 2007-2016، وذلك اعتماداً على مجموعة مؤشرات لقياس أداء السوق، إضافة إلى دراسة وضعية تقلبات الأسعار لأسهم الشركات المدرجة لخمس قطاعات مختلفة متمثلة في قطاع البنوك، التأمين، الاستثمار، العقار والصناعة، لعل ذلك يساعد على إعطاء فكرة عن الوضعية المالية لتلك المؤسسات وحتى السوق. كما تقوم الدراسة بالتركيز على المخاطر المحتملة من خلال مجموع من المؤشرات والأساليب الإحصائية والمالية التي تساعد على تحديدها. ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها أن حجم التداول في السوق المالي الكويتي عرف عدة حالات: الحالة الأولى خلال الفترة من 2007 لغاية 2009 والتي تحسن فيها حجم التداول، بعد ذلك إلى غاية سنة 2012 عرفت السوق تراجع كبير في حجم التداول ثم

عرفت السوق تحسناً في سنة 2013 لتعود إلى التدهور في السنوات الأخيرة من فترة الدراسة. وكان هناك تدهور ملحوظ في عوائد القطاعات الخمسة، وهذا يبين تأثير السوق المالي الكويتي بالبيئة الاقتصادية التي تعمل بها، فهذه الفترة من سنة 2007 لغاية 2017 تميزت بعدة تغيرات مست المنطقة العربية من الأزمة المالية لسنة 2008 والأزمة السياسية في سنة 2011 والتي أدت إلى انخفاض معدل المتعاملين الأجانب غير الكويتيين. أما بالنسبة للمخاطر فقد كان هناك تقارب في درجة المخاطر بين القطاعات.

[17]

(Hamidat, Hayat, 2019)

ح-دراسة (الحسين، 2022). أثر صانع السوق على سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية.

يعد نظام صانع السوق من أهم الأنظمة التي تساعد على النمو والتوازن ليتم التداول بفعالية ويتحقق الاستقرار بتعاملات البورصة، ولقد أدى الانقار إلى المؤسسات صانعة السوق في البورصة المصرية إلى عدم توازن البورصة ووجود تذبذب في الأسعار وتعرض البورصة المصرية إلى هزات عنيفة. تناول البحث دراسة مدى قدرة آلية صانع السوق على الحد من التقلبات العنيفة للأسعار وإحداث التوازن والاستقرار في سوق الأوراق المالية واستمرار سيولتها. وذلك خلال الفترة 2015-2020 وباستخدام نماذج من مجموعة GARCH. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها: تدل تقلبات وتذبذبات الأسعار في البورصة المصرية إلى ضرورة تطبيق نظام صانع السوق حيث يعتبر تطبيقه آلية جيدة للحد من التقلبات التي تحدث بشكل مفاجئ، ويحقق سوقاً عادلة ومستقرة للأوراق المالية من خلال استقرار الأسعار، ويساهم أيضاً في توفير السيولة وقيادة السوق إلى الاتجاه الصحيح. [7]

(Alhuseen, 2022)

9- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تُعتبر سوق دمشق للأوراق المالية كسوق وليدة وصغيرة في أمس الحاجة إلى توفير مناخ مستقر، وذلك من أجل جذب المستثمرين والنهوض بالسوق. لذلك، سوف تبني هذه الدراسة مؤشر للتقلبات في سوق دمشق للأوراق المالية بالاعتماد على الانحراف المعياري (كما هو الحال في دراسة Rashid, Rahman, 2008 ودراسة Sumathi D, 2018) ثم سنقوم بدراسة أثر هذه التقلبات على عوائد الأسهم، وذلك خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2022 حيث يحتاج المستثمرون إلى تحليل دقيق قبل اتخاذ قرار الاستثمار للحصول على عائد مرتفع. على خلاف الدراسة السابقة المتعلقة بسوق دمشق للأوراق المالية (دراسة الريم) والتي قامت باختبار أثر الحدود السعرية على تقلبات سوق الأسهم في السوق. وستتم معالجة البيانات واختبار الفرضيات وفقاً للبرنامج الإحصائي EViews الإصدار 12.

ثانياً: الإطار النظري للدراسة

1- تقلبات أسعار الأسهم وعوائدها في الأسواق المالية:

1-1- تقلبات أسعار الأسهم:

تُعتبر الأسواق المالية تجمع تجاري لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة، وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات، وتسهم السوق في تجميع قسم من المدخرات الوطنية واستثمارها، بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، وتسهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي [18] (Kanaan, 2009, P:23). ويمكن للباحثة القول بأن الأسواق المالية عبارة عن نقطة الاتصال التي تجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها، من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر، أو أي ترتيبات وإجراءات توفر ذلك (كالتداول الإلكتروني)؛ وذلك بغرض تسهيل عمليات التداول، كما أنها تضم منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات أخرى كالمشتقات. تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية.

وتعد أسعار الأسهم في الأسواق المالية المقياس الذي يستطيع المساهمون من خلاله أن يقدروا مدى إنجازات وكفاءة الإدارة وكذلك لئتمكنوا من القدرة على التنبؤ بأسعار تلك الأسهم في المستقبل [4] (Abd alaziz, 2019, P:228).

وتمثل تقلبات الأسعار وعدم الاستقرار في البورصات أحد القضايا الأكثر نقاشاً في الأدبيات المالية والاقتصادية الحديثة، وذلك نظراً لأهميتها البالغة سواء على المستوى الكلي باعتبارها مقياساً لمدى نجاح أو فشل السياسات الاقتصادية والمالية والتنظيمية¹ أو على المستوى الجزئي لارتباطها بعدد من القرارات المالية واستراتيجيات التحوط وإدارة المخاطر².

ويشير الاقتصاديون إلى أن انخفاض درجة التقلبات يعد مؤشراً على درجة نضج السوق وتقدمه، وتعد الأسواق الناشئة أكثر تقلباً بوجه عام عن معظم الأسواق المتقدمة، حيث ترجع التقلبات فيها إلى عدة أسباب، من أهمها: افتقار الأسواق الناشئة إلى الآليات المؤسسية المتاحة في الأسواق المتقدمة بهدف الحد من المضاربات. وافتقار اقتصادات الأسواق الناشئة إلى التنوع، فعندما ينخفض الطلب على إحدى السلع أو يتعرض قطاع مسيطر للضغط فمن الممكن أن تتأثر سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر مما يكون عليه الحال في اقتصاد يتميز بالتنوع [9] (Bou abdalalah et al., 2021, P:223).

ويوجد عدة أسباب للتقلبات التي تعاني منها البورصات، يتمثل السبب الأول في ورود معلومات جديدة فسّرت من قبل المستثمر دفعته إلى تغيير تقييماته الفعلية للأسهم [26]

¹ تعتبر أوضاع بورصة الأسهم مرآة للوضع الاقتصادي العام في البلاد ويعتبر استقرار هذه السوق مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة. وكذلك التقلبات العالية في أسعار الأسهم لها العديد من الآثار السلبية في الاقتصاد حيث تخضع قرارات الاستثمار من قبل المستثمرين للتغيرات بسبب التقلبات العالية والتي قد تؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل من المستثمرين المحليين والأجانب [15] (Farhat, 2010, P:28) [8] (Bordoloi et al, 2008).

² تعد تقلبات أسعار الأسهم مجال بحث معني للمدراء الماليين وصانعي السياسات وكذلك للمستثمرين الذين يتخذون باستمرار قرارات تتعلق بمحافظهم المستقبلية. ويعود سببها إلى عدم استقرار أداء الشركة وعدم القدرة على التنبؤ بأفاق الشركة من قبل المستثمرين بشكل عام والمخاطر المرتبطة بالشركة. بالإضافة إلى عوامل العرض والطلب التي تشكل آلية السوق والتي تؤدي بدورها إلى تخفيض مؤشر السوق أو رفعه [6] (Acheampong et al, 2021, P:152) [19] (Matia et al, 2004, June, P: 909).

(Salah aldeen, 2017-2018, P:272)¹. أما السبب الثاني وفي ظل غياب ورود معلومات جديدة للمستثمر، يمكن أن تتغير حاجته للسيولة بشكل غير متوقع وهذا ما يحدث طلبات وعروض مؤقتة تجعل السعر يتأرجح حول قيمته الفعلية [16](Gaweesh, 2015-2016, P:69).

ويمكن القول أن تقييد الأسعار عن طريق فرض حدود سعرية عليها سوف يمنع التقلبات اللحظية أو الكبيرة من الحدوث والذي يعني بدوره أن السوق سوف يواجه تقلباً أقل [2](Alreem, 2015-2016, P:28). وفي الوقت الذي يخشى فيه الكثير من المستثمرين من تقلبات سوق الأسهم، ولاسيما صغار المستثمرين الذين قد تلحق بهم خسائر غير محسوبة نتيجة التقلبات غير المتوقعة في هذه الأسعار²، نجد أنها تثير إعجاب غيرهم من المستثمرين [14] (Fanush, 2007, P:216)، حيث تساعد القدرة على مراقبة الوضع في كل لحظة على تلبية احتياجات الكثيرين؛ من أجل التأكد من صحة حكمهم [27] (Siegel, 2020, P:411).

1-2- عوائد الأسهم:

يهدف المستثمرون من الاستثمار في الأسهم إلى تحقيق عائد من هذا الاستثمار، حيث يعتبر العائد بمثابة التعويض أو المكافأة التي يطمح إليها المستثمر مقابل المخاطرة بموارده وأمواله [26] (Salah aldeen, 2017-2018, P:71). وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة [21](Mustafa, 2017, P:6).

¹ يعد الوعي الاستثماري أحد العناصر المؤثرة في نجاح أي سوق مالي باعتباره أساس الثقافة الاستثمارية. فهو عملية توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين ومساعدتهم من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معطيات علمية سليمة، من خلال العديد من النشاطات والفعاليات المكثفة مثل الدورات التدريبية والندوات والنشرات التثقيفية في وسائل الإعلام وغير ذلك. وبالتالي يساهم ذلك في زيادة كفاءة واستقرار السوق من خلال التسعير العادل لأدوات الاستثمار المتداولة فيه، مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي [5] (Alasghar, 2021, P:19) [1](Altallah, 2010, P:67).

² يفسر بعض المستثمرين الزيادة في تقلبات أسعار الأسهم على أنها زيادة في مخاطر الاستثمار في الأسهم، وبالتالي يقومون بتحويل أموالهم إلى أصول أقل خطورة [24] (Pandian et al, 2009, P:1).

2- سوق دمشق للأوراق المالية:

صدر المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 استكمالاً للجهود المبذولة في تطوير وتحديث البنية المالية في سورية، والذي نص على إحداث سوق دمشق للأوراق المالية. على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، بحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، وقد تم الافتتاح الرسمي للسوق في 10 آذار 2009، بهدف دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفرص لتعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية [3] (Alhamwi, 2016, P:69).

تتمثل مهام سوق دمشق للأوراق المالية في وضع إجراءات وأساليب عمل كفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف ووضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية والتحقق من قوة المراكز المالية لشركات الخدمات والوساطة المالية ومثانتها وكذلك توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاءة من أجل نقل ملكية الأوراق المالية، وبالتالي إمكانية شراء الأوراق المالية وبيعها بسرعة كبيرة [20] (Mouselli et al, 2012-) (2013, P:27).

3- المؤشرات الرئيسية في سوق دمشق للأوراق المالية:

تستخدم السوق ثلاثة مؤشرات¹:

المؤشر الأول: المؤشر المتقل بالقيمة السوقية DWX:

يعتمد أسلوب التتقل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي.

1 Damascus securities exchange website:

http://www.dse.gov.sy/marketindex/indexes_brief_overview

المؤشر الثاني: مؤشر الأسهم القيادية المثقل بالأسهم الحرة DLX:

تم إطلاق المؤشر في 2019\3\1، يعتمد أسلوب التثقيف بالقيمة السوقية المثقلة بالأسهم الحرة (القابلة للتداول) للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تحتسب القيمة السوقية تبعاً للأسهم الحرة القابلة للتداول، بحيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل نسبة أسهمها الحرة من إجمالي الأسهم الحرة القابلة للتداول في السوق ككل.

وتتكون عينة المؤشر من مجموعة من الشركات المدرجة في السوق، والتي تحقق شروط معينة للدخول في معادلة المؤشر¹، مع العلم أن هذه الشروط يتم قياسها كل نصف حيث تخضع بيانات المؤشر للتعديل في اليوم العاشر من الشهر التالي لانتهاء نصف السنة.

¹ تتألف عينة المؤشر من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تحقق أربعة من المعايير الستة التالية: أولاً: **معييار القيمة السوقية:** يتم اختيار الشركات التي قيمتها السوقية أكبر أو تساوي متوسط القيم السوقية لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق. **ثانياً: معيار السيولة:** الذي يتم قياسه بالمعايير التالية: (1) **عدد أيام التداول:** يتم اختيار الشركات التي عدد أيام تداولها أكبر أو يساوي متوسط عدد أيام التداول لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق. (2) **حجم التداول:** يتم اختيار الشركات التي حجم تداولها أكبر أو يساوي متوسط حجم التداول لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق. (3) **معدل دوران السهم عن الأسهم الحرة:** يتم اختيار الشركات التي معدل دوران أسهمها أكبر أو يساوي متوسط معدل دوران أسهم جميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق. **ثالثاً: معيار ربحية السهم/القيمة السوقية للسهم:** يتم اختيار الشركات التي يكون ربحية سهمها/قيمتها السوقية أكبر أو يساوي متوسط ربحية السهم/القيمة السوقية لجميع الشركات المدرجة بناءً على آخر بيانات مالية مفصّل عنها في موقعي الهيئة والسوق. **رابعاً: معيار نسبة الأسهم الحرة:** يتم اختيار الشركات التي نسبة أسهمها الحرة أكبر أو تساوي متوسط نسبة الأسهم الحرة لجميع الشركات المدرجة خلال النصف السابق لتاريخ التطبيق. حيث يتم انتقاء هذه الشركات خلال كل نصف بناءً على بيانات النصف السابق

المؤشر الثالث: مؤشر الأسهم الإسلامية DIX:

تم إطلاق المؤشر في 2024\1\1، يعتمد أسلوب التنقيط بالقيمة السوقية الكلية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل.

وتتكون عينة المؤشر من مجموعة من الشركات المدرجة في السوق والتي تحقق شروط معينة للدخول في معادلة المؤشر¹ حيث تخضع بيانات المؤشر للتعديل في الأول من شهر تموز من كل عام.

¹ تم الاعتماد على الشروط الشرعية المحددة ضمن المعيار الشرعي رقم (21) والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أيو في (AAOIFI) لتحديد الشركات المدرجة الداخلة ضمن عينة المؤشر وإضافة معيار سيولة واحد لضمان أن العينة مكونة من الأسهم المتداولة في السوق ، وفقاً لما يلي: **أولاً:** ألا تنص الشركة في نظامها الأساسي أن أهدافها التعامل بالربا أو التعامل بالمحرمات كالخنزير ونحوه. **ثانياً:** ألا يبلغ إجمالي المبلغ المقترض بالربا، سواء كان قرضاً طويل الأجل أم قصير الأجل 30% من القيمة السوقية (Market Cap) لمجموع أسهم الشركة علماً بأن الافتراض بالربا حرام مهما كان مبلغه. **ثالثاً:** ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالربا سواء كانت مدة الإيداع قصيرة أو متوسطة أو طويلة 30% من القيمة السوقية (Market Cap) لمجموع أسهم الشركة علماً بأن الإيداع بالربا حرام مهما كان مبلغه. **رابعاً:** ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج عن عنصر محرم نسبة 5% من إجمالي إيرادات الشركة سواء كان هذا الإيراد ناتجاً عن ممارسة نشاط محرم أو عن تملك لمحرم، وإذا لم يتم الإفصاح عن بعض الإيرادات فيجته في معرفتها ويراعى جانب الاحتياط. **خامساً:** يرجع في تحديد النسب الواردة في 1 و 2 و 3 إلى آخر ميزانية أو مركز مالي مدقق. **سادساً:** معيار السيولة: ألا يقل حجم التداول السنوي على الورقة المالية عن 15,000 سهم.

(Damascus securities exchange website:

http://www.dse.gov.sy/marketindex/indexes_sample)

4-تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

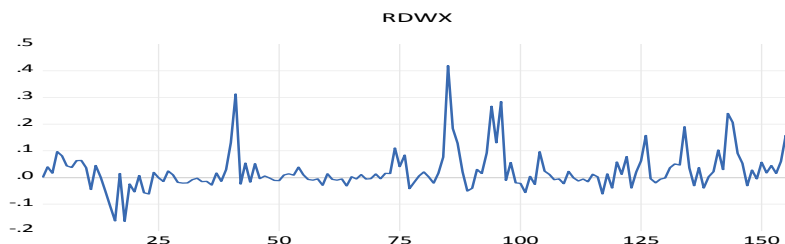
سيتم الاعتماد على متغيرين:

FDWX: (المتغير المستقل) متغير يقيس تقلبات المؤشر DWX^1 حيث يمثل قيم الانحراف المعياري الشهري 2 للمتغير.

RDWX: (المتغير التابع) متغير يقيس عوائد الأسهم بشكل شهري (يقيس معدل التغير في المؤشر DWX)

4-1- اختبار الاستقرار للمتغيرين:

الشكل رقم (1): متغير العوائد RDWX



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

¹تم الاعتماد على مؤشر DWX لأن عينته تتكون من جميع الشركات المدرجة في السوق النظامي والموازي، وتم الحصول على قيم الإغلاق اليومية للمؤشر من موقع سوق دمشق للأوراق المالية على الرابط التالي:

http://www.dse.gov.sy/marketindex/historical_performance_view

² متغير التقلب هو مقياس لمعدل التقلبات في أسعار الأوراق المالية بمرور الوقت، وأبسط طريقة لقياسه هي حساب الانحراف المعياري للسعر خلال فترة زمنية معينة. ولحساب الانحراف المعياري الشهري لمؤشر DWX قمنا باتباع الخطوات التالية:

(1) حساب المتوسط الشهري لمؤشر DWX . (2) حساب مربع الفرق بين قيم الإغلاق اليومية للمؤشر خلال الشهر والمتوسط. (3) جمع الفروق التربيعية. (4) قسمة مجموع الفروق التربيعية على العدد الإجمالي لأيام التداول في الشهر. (5) حساب الجذر التربيعي للرقم الذي تم الحصول عليه في الخطوة السابقة.

(Volatility, Capital Markets, Resources, Corporate Finance Institute (CFI) Website;
(<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/capital-markets/volatility-vol/>)

بالاعتماد على الرسم البياني لمتغير العوائد RDWX، تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية خلال الفترة (2010-2022) وفق طريقة Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)، حيث يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange (LM)، بحيث نرفض فرضية الاستقرار إذا كانت الإحصائية المحسوبة (LM) أكبر من القيمة الحرجة (critical values) الفرضية البديلة H_1 ، ونقبل استقرارية السلسلة إذا كانت الإحصائية المحسوبة أقل من القيمة الحرجة فرضية العدم H_0 . أي شرط استقرار السلسلة عند مستوى دلالة 5% هو: $KPSS < \text{critical value}$.

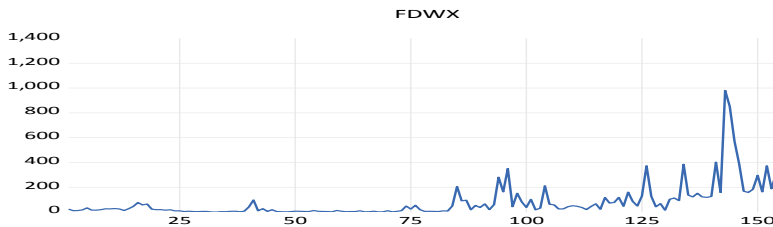
الجدول رقم (1): اختبار الاستقرار لمتغير العوائد RDWX

Null Hypothesis: RDWX is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.050782
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبعد اختبار الاستقرار عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) تبين أن المتغير مستقر عنده حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجة critical values.

الشكل رقم (2): متغير التقلبات FDWX



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبالاعتماد على الرسم البياني لمتغير التقلبات FDWX تبين وجود نقطة فاصلة Break point في مسار حركته.

الجدول رقم (2): اختبار وجود Break point

Chow Breakpoint Test: 85			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 1 156			
F-statistic	42.25551	Prob. F(1,154)	0.0000
Log likelihood ratio	37.82451	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
Wald Statistic	42.25551	Prob. Chi-Square(1)	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

تم إجراء اختبار وجود Break point لمتغير التقلبات FDWX وتبين من خلاله أن قيمة Prob أصغر من 0.05؛ مما يجعلنا نرفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود Break point ونقبل الفرضية البديلة أي يوجد هناك Break point في مسار حركة المتغير. ولذلك، سيتم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفق طريقة with Break test .Unit Root

الجدول رقم (3): اختبار الاستقرار لمتغير التقلبات FDWX

Unit Root with Break Test on FDWX

Null Hypothesis: FDWX has a unit root

Trend Specification: Trend and intercept

Break Specification: Intercept only

Break Type: Innovational outlier

Break Date: 153

Break Selection: Minimize Dickey-Fuller t-statistic

Lag Length: 0 (Automatic - based on Schwarz information criterion, maxlag=13)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-8.406481	< 0.01
Test critical values:	1% level	-5.347598	
	5% level	-4.859812	
	10% level	-4.607324	

*Vogelsang (1993) asymptotic one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: FDWX

Method: Least Squares

Date: 08/26/23 Time: 22:22

Sample (adjusted): 2 156

Included observations: 155 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDWX(-1)	0.401924	0.071145	5.649400	0.0000
C	-30.91312	19.47525	-1.587303	0.1145
TREND	1.023266	0.246955	4.143538	0.0001
INCPBREAK	395.6658	75.95769	5.209028	0.0000
BREAKDUM	-481.9589	136.3058	-3.535865	0.0005

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبعد الاختبار تبين أنه مستقر واستقراره معنوي عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت قيمة Prob أصغر من 0.05، وبلغت قيمة t المحسوبة أقل من نظيرتها الجدولية بالإضافة إلى كون قيمة Prob ل Breakdum أصغر من 0.05؛ مما يجعلنا نرفض فرضية عدم القائلة بأن السلسلة غير مستقرة ونقبل الفرضية البديلة أي أن السلسلة مستقرة عند المستوى Level.

4-2- بناء النموذج:

بناءً على اختبارات الاستقرار للمتغيرين، سيتم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع Auto-regressive distributed lag¹ (ARDL)

الجدول رقم (4): نموذج ARDL بين متغير التقلبات FDWX ومتغير العوائد RDWX.

Dependent Variable: RDWX				
Method: ARDL				
Date: 04/16/23 Time: 16:43				
Sample (adjusted): 2 156				
Included observations: 155 after adjustments				
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)				
Model selection method: Schwarz criterion (SIC)				
Dynamic regressors (4 lags, automatic): FDWX				
Fixed regressors:				
Number of models evaluated: 20				
Selected Model: ARDL(1, 1)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
RDWX(-1)	0.426120	0.073124	5.827332	0.0000
FDWX	0.000284	3.48E-05	8.153894	0.0000
FDWX(-1)	-0.000172	4.08E-05	-4.218170	0.0000
R-squared	0.405246	Mean dependent var		0.024249
Adjusted R-squared	0.397421	S.D. dependent var		0.075310
S.E. of regression	0.058460	Akaike info criterion		-2.821766
Sum squared resid	0.519480	Schwarz criterion		-2.762861
Log likelihood	221.6869	Hannan-Quinn crit.		-2.797840
Durbin-Watson stat	2.191130			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

¹ يعد نموذج ARDL أحد أساليب النمذجة الديناميكية للتكامل المشترك. ومن مميزات هذا النموذج انه لا يشترط ان تكون المتغيرات الداخلة في النموذج متكاملة من الرتبة نفسها إذ يمكن استعماله اذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة صفر I(0) او متكاملة من الدرجة واحد I(1) او مزيج من كليهما على خلاف منهج التكامل المشترك لجوهانسن. كذلك يقدم هذا النموذج تحليلاً اقتصادياً للأجل القصير والطويل حيث يتم اختبار وجود علاقة قصيرة الاجل فيما بين المتغيرات وفق نموذج تصحيح الخطأ ويتم اختبار وجود علاقة طويلة الاجل فيما بين المتغيرات وفق منهج اختبار الحدود . و للمزيد من التفصيل حول نموذج ARDL انظر : [22](Nkoro et al, 2016) [10](Ben seba et al, 2022)

تشير نتائج اختبارات نموذج ARDL إلى أن النموذج يفسر 40.5% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم. وأن بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي حيث بلغت Durbin-Watson stat قيمة 2.19 وهي قيمة قريبة من 2. ونلاحظ أن قيمة Prob ل $RDWX(-1)$ أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنويتها؛ أي أن عوائد الأسهم اليوم مرتبطة بعوائد الأسهم قبل شهر بعلاقة طردية وتفسر تغيراتها بنسبة 42.6%. وكذلك قيمة Prob ل $FDWX$ و $FDWX(-1)$ أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنويتها أي أن تقلبات أسعار الأسهم اليومية تؤثر على عوائدها اليومية وفق علاقة طردية، بمعنى زيادة تقلبات أسعار الأسهم تؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم اليوم، أما تقلبات أسعار الأسهم اليومية فتؤثر على عوائدها الشهرية وفق علاقة عكسية، بمعنى زيادة تقلبات أسعار الأسهم اليوم تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بعد شهر. وهذا يؤكد أن تقلبات أسعار الأسهم توفر فرصة حالية لتحقيق الأرباح لأولئك الذين يمكنهم فهمها واستغلال الفرص بشكل جيد، ولكن في المدى الطويل: يفسر المستثمرون الزيادة في تقلبات أسعار الأسهم على أنها زيادة في مخاطر الاستثمار في الأسهم، وبالتالي يقومون بتحويل أموالهم إلى أصول أقل خطورة، أي ينخفض الطلب على الأسهم وتنخفض أسعارها وعوائدها. وتم تقدير المعادلة على النحو التالي:

$$RDWX = 0.426120427857 * RDWX(-1) + 0.000283999423881 * FDWX - 0.000171997996713 * FDWX(-1)$$

وبالاعتماد على مخرجات Schwarz Criteria والذي يقوم تلقائياً بتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى، والتي تمثل أقل قيمة ل Schwarz، كانت فترات الإبطاء المثلى لمتغير العوائد $RDWX$ ومتغير التقلبات $FDWX$ هي فترة زمنية واحدة (شهر واحد)؛ وبالتالي أصبح النموذج من الشكل $ARDL(1,1)$.

الجدول رقم (5): نتائج اختبار الحدود بين متغير التقلبات FDWX ومتغير العوائد RDWX.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	31.16494	10%	2.44	3.28
k	1	5%	3.15	4.11
		2.5%	3.88	4.92
		1%	4.81	6.02

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وأظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك أن قيمة F-statistic (31.16494) أعلى من الحد الأعلى عند الـ 5%، وبالتالي نرفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وهذا يعني أن هذه المعادلة متكاملة أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرين.

الجدول رقم (6): نتائج نموذج تصحيح الخطأ بين متغير التقلبات FDWX ومتغير العوائد

.RDWX

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(RDWX)
Selected Model: ARDL(1, 1)
Case 1: No Constant and No Trend
Date: 04/16/23 Time: 17:12
Sample: 1 156
Included observations: 155

ECM Regression Case 1: No Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(FDWX)	0.000284	3.29E-05	8.620664	0.0000
CointEq(-1)*	-0.573880	0.072452	-7.920855	0.0000
R-squared	0.494267	Mean dependent var		0.000557
Adjusted R-squared	0.490961	S.D. dependent var		0.081670
S.E. of regression	0.058269	Akaike info criterion		-2.834669
Sum squared resid	0.519480	Schwarz criterion		-2.795399
Log likelihood	221.6869	Hannan-Quinn criter.		-2.818719
Durbin-Watson stat	2.191130			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

أما بالنسبة لنموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) فبينت نتائج الاختبار أن قيمة معامل تصحيح الخطأ -0.573880 هي قيمة سالبة ومعنوية

إحصائياً (حيث بلغت قيمة Prob أقل من 0.05) وهذا يدل على وجود علاقة توازنية في الأجل القصير بين المتغيرين وأنه بمقدار هذا المعامل تُصحح طبيعة العلاقة بين المتغيرين شهرياً وصولاً للتوازن في الأجل الطويل. بالإضافة إلى أن النموذج يفسر حوالي 49% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم في الأجل القصير.

3-4-اختبارات النموذج: للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوه من المشكلات القياسية، تم إجراء الاختبارات الآتية:

- اختبار Harvey: والذي يقيس وجود تجانس بتباين الخطأ أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن وجود تجانس بتباين الخطأ، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (7): اختبار Harvey

Heteroskedasticity Test: Harvey			
Null hypothesis: Homoskedasticity			
F-statistic	2.408078	Prob. F(3,151)	0.0694
Obs*R-squared	7.077020	Prob. Chi-Square(3)	0.0695
Scaled explained SS	9.894900	Prob. Chi-Square(3)	0.0195

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج. وللتأكيد على ذلك سنلجأ إلى اختبار آخر وهو اختبار ARCH.

• اختبار ARCH:

الجدول رقم (8): اختبار ARCH.

Heteroskedasticity Test: ARCH

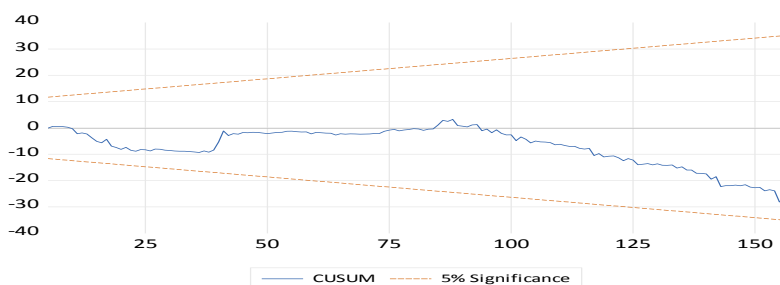
F-statistic	1.204795	Prob. F(1,152)	0.2741
Obs*R-squared	1.211049	Prob. Chi-Square(1)	0.2711

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبأسلوب الاختبار السابق نفسه، بينت النتائج أن قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

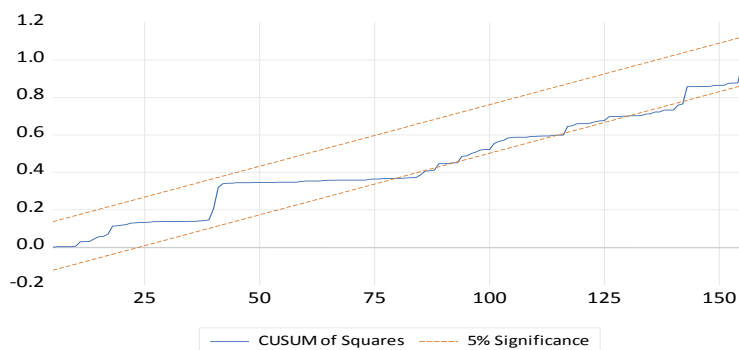
• اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL: يتمثل في اختبار خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغييرات هيكلية فيها عبر الزمن. ولتحقيق ذلك يتم استخدام اختبارين هما: اختبار المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative Sum of Recursive Residual, CUSUM) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (CUSUMSQ, Cumulative Sum of Square Recursive Residual). ويتحقق الاستقرار الهيكلي إذا وقع الشكل البياني لإحصائية كل منهما داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، ومن ثم تكون هذه المعاملات غير مستقرة إذا انتقل الشكل البياني لإحصاء الاختبارين المذكورين خارج الحدود عند هذا المستوى.

الشكل رقم (3): اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الشكل رقم (4): اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUMSQ

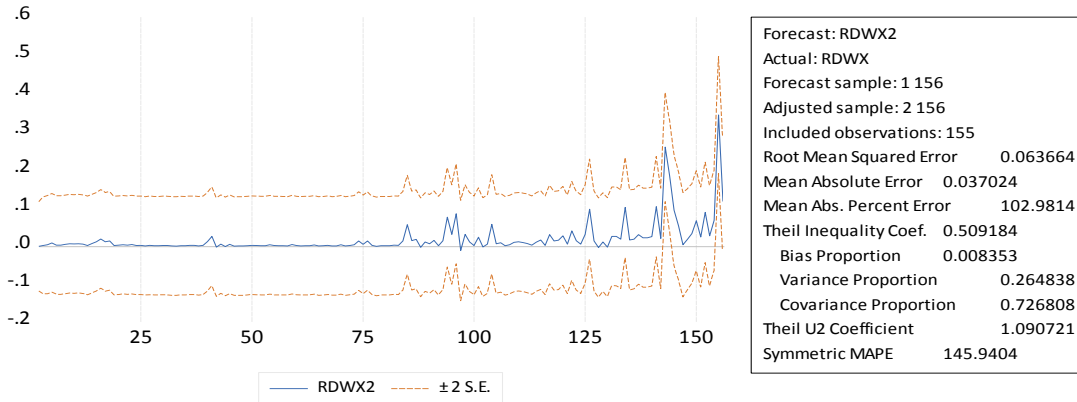


المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وأظهرت أشكال اختبارات الاستقرار الهيكلي للنموذج (الشكل رقم 3 والشكل رقم 4) أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقرة هيكلياً خلال الفترة المدروسة؛ مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة في الأجلين القصير والطويل.

4-4-التنبؤ:

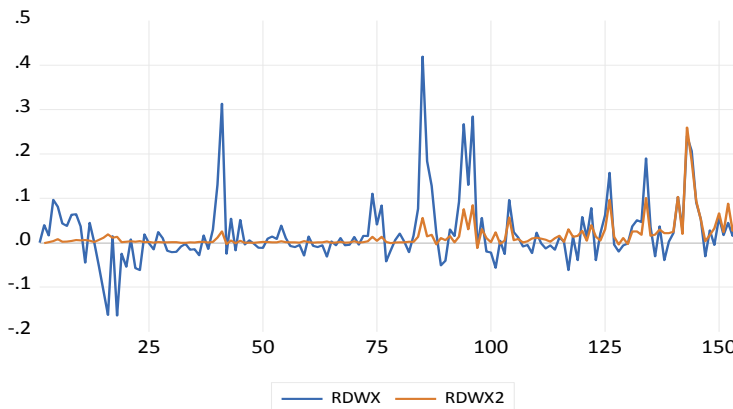
الشكل رقم (5): نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر عوائد الأسهم



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وفي الختام، تشير نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر عوائد الأسهم بالاعتماد على نموذج التقدير المستخدم إلى أن الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ $\text{Root Mean Squared Error} = 0.063664$ والذي يعبر عن انحراف القيم التي تم التنبؤ بها عن القيم الحقيقية وهي اصغر من 1. بالإضافة الى أن قيمة معامل theil 0.5 قريبة من 0، وبالتالي نستطيع اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج. كما يظهر الشكل البياني تساوي المسافات بين الخطوط البيانية الموجودة وهذا يثبت وجود التجانس بتباين الخطأ.

الشكل رقم (6): الرسم البياني للمتغير RDWX والمتغير المتنبأ به RDWX2



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وتبين من الشكل رقم (6) أن تحركات المتغير المتنبأ به RDWX2 قريبة جداً من تحركات المتغير الأساسي RDWX وهذا يؤكد معنوية النموذج والقدرة على اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج.

النتائج:

1- يوجد عدة أسباب للتقلبات التي تعاني منها البورصات، يتمثل السبب الأول في ورود معلومات جديدة فسّرت من قبل المستثمر دفعته إلى تغيير تقييماته الفعلية للأسهم. أما السبب الثاني وفي ظل غياب ورود معلومات جديدة للمستثمر، يمكن أن تتغير حاجته للسيولة بشكل غير متوقع وهذا ما يحدث طلبات وعروض مؤقتة تجعل السعر يتأرجح حول قيمته الفعلية.

2- أظهرت نتائج الاختبارات أن النموذج يفسر 40.5% من التغيرات الحاصلة في عوائد الأسهم. وأن بواقى الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي، وأن عوائد الأسهم اليوم مرتبطة بعوائد الأسهم قبل شهر بعلاقة طردية وتفسر تغيراتها بنسبة 42.6%. وتقلبات أسعار الأسهم اليومية تؤثر على عوائدها اليومية وفق علاقة طردية، بمعنى زيادة تقلبات أسعار الأسهم تؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم اليوم، أما تقلبات أسعار الأسهم اليومية فتؤثر على عوائدها الشهرية وفق علاقة عكسية، بمعنى زيادة تقلبات أسعار الأسهم اليوم تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم بعد شهر. وهذا يؤكد أن تقلبات أسعار الأسهم توفر فرصة حالية لتحقيق الأرباح لأولئك الذين يمكنهم فهمها واستغلال الفرص بشكل جيد، ولكن في المدى الطويل: يفسر المستثمرون الزيادة في تقلبات أسعار الأسهم على أنها زيادة في مخاطر الاستثمار في الأسهم، وبالتالي يقومون بتحويل أموالهم إلى أصول أقل خطورة، أي

ينخفض الطلب على الأسهم وتنخفض أسعارها وعوائدها. وتم تقدير المعادلة على النحو التالي:

$$RDWX = 0.426120427857 * RDWX(-1) + 0.000283999423881 * FDWX - 0.000171997996713 * FDWX(-1)$$

3- بالاعتماد على مخرجات Akaike Information Criteria ، كانت فترات الإبطاء المثلى لمتغير العوائد RDWX ومتغير التقلبات FDWX هي فترة زمنية واحدة (شهر واحد)؛ وبالتالي أصبح النموذج من الشكل $ARDL(1,1)$.

4- أظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغير العوائد RDWX ومتغير التقلبات FDWX . وأظهرت نتائج نموذج تصحيح الخطأ (ECM) Error Correction Model وجود علاقة توازنية على المدى القصير بين المتغيرين.

5- بناءً على الاختبارات، تم رفض فرضية البحث: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الأسهم وعوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية. وقبول الفرضية البديلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الأسهم وعوائد الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

6- أشارت نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر عوائد الأسهم بالاعتماد على نموذج التقدير المستخدم أننا نستطيع اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج.

التوصيات:

1- تخفيض مدى الحدود السعرية من أجل تخفيض تقلبات أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك إذا رغبت الهيئة المشرفة على السوق بتخفيض التقلبات.

2- ضرورة إنشاء مؤسسات مالية تقوم بدور صانع السوق¹ للحفاظ على استقرار سوق دمشق للأوراق المالية حيث يساعد نظام صناع السوق في الحفاظ على استقرار الأسعار، وخاصة على أسهم منتقاة ولها تأثير مباشر على أسعار ومؤشرات السوق المالية، مما يؤدي إلى عدم تعرض السوق ومن خلال الأسهم الرئيسية التي يعمل بها صناع السوق للارتفاعات والانخفاضات الشديدة مما يساعد على وجود توازن حقيقي وفعل لها، كما في حالة سوق الأوراق المالية المصرية.

3- إقامة برامج تثقيف وتوعية مالية للمستثمرين تساعد في تحسين قدرتهم على فهم التحيزات السلوكية وفهم مستوى المخاطر المرتبط بالقرارات الاستثمارية، الأمر الذي يؤدي إلى رفع الوعي الاستثماري وبالتالي اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، ومنه تحقيق الاستقرار في البورصة.

4- العمل على إجراء دراسات تتناول العوامل الأخرى التي قد تؤثر على عوائد الأسهم كالمغيرات الاقتصادية والعوامل الداخلية والسلوكية، فالباحثة اقتصرت على دراسة عنصر واحد وهو تقلبات أسعار الأسهم كونه من العوامل المهمة المؤثرة على مخاطر الأسهم.

¹ صانع السوق هو مؤسسة تمارس نشاط التداول، وقد تكون بنكاً أو مؤسسة مالية بسيطة أو مجموعة بنوك ومؤسسات، تمتلك القدرة المالية الضخمة التي تمكنها من حفظ التوازن في الأسعار وذلك بالتدخل بالشراء في حال انخفاض أسعار الأسهم إلى مستويات غير مبررة أو بالبيع في حال بلغت الأسعار مستويات سعرية مبالغ فيها. ومن أسباب اللجوء إلى صناع السوق هو ارتفاع درجة تقلبات أسعار الأسهم حيث يلتزم صانع السوق في ضمان توازن آلية التداول في السوق أي إيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب [23] (Neema et al, 2018, P: 32-33).

المراجع:

1. ALTALLAH, HAMADAH. (2010). The role of investment awareness in activating the Palestine Stock Exchange as an engine for the economic growth process. Master's thesis, Faculty of Economics and Administrative Sciences, Al-Azhar University, Gaza, 274p. (In Arabic)
2. ALREEM, RAZAN. (2015–2016). The Impact of Price Limits on Stock Market Volatility: An Applied Study on Damascus Securities Exchange (DSE). Master thesis, Tishreen University, 133p. (In Arabic)
3. ALHAMAWI, SIRENE. (2016). The Impact of Behavioral Factors on Stock Returns (An applied study on the Damascus Securities Exchange). Master thesis, Damascus University, 138p. (In Arabic)
4. ABD ALAZIZ, BASENT. (2019). Analytical study of the role of financial Distress in reducing the volatility of stock prices to rationalize investors' decisions An Empirical Study of companies registered in the Egyptian Stock Exchange. Research, Scientific Journal of Trade and Finance, Vol: 39, Issue 1, P–P: 225–276. (In Arabic)
5. ALASGHAR, MARIAM. (2021). The impact of behavioral biases on trading volume (An applied study on the Damascus Securities Exchange). Graduation Letter, Higher

- Institute of Business Administration (HIBA), Damascus, 57p.
(In Arabic)
6. Acheampong, Paul Tenkorang, Shan, Haiyan, Nicholas, Laweh, Sampene, Agyemang kwasi. (2021). **Impact of Dividend Policy on Stock Price Fluctuation of Listed Companies on Ghana Stock Exchange.** Research, International Journal of Recent Research in Commerce Economics and Management (IJRRCEM), Vol. 8, Issue1, P-P: 151-161.
 7. ALHUSEEN, NUHA. (2022). **The Impact of the Market Maker on the Stock market: An applied study on the Egyptian Stock Market.** Research, Journal of Financial and Commercial studies, Vol: 3, Egypt, P-P: 328-347. (In Arabic)
 8. Bordoloi, S, Shankar, Shiv. (2008). **Estimating Volatility in the Indian Stock Markets: Some explorations.** Research, Indira Gandhi Institute of Development Research Website, Indea, 23p.
 9. BOU ABDALLAH, ALI, BOU KASABA, SHARIF. (2021). **Emerging Financial Markets: Characteristics and Factors that Attract Investors.** Research, Arsad Journal for Economic and Management studies, Vol: 1, Algeria, P-P: 214-230. (In Arabic)
 10. BENSEBA, ELIES, BADRAOUI, CHAHINEZ, AOUAR, AICHA. (2022). **The Impact of Financial Development on Economic Growth in Algeria: An Empirical Study Using the ARDL**

Model During the Period (1990– 2020). Research, Journal of contemporary Economic studies, Vol: 7, Issue: 1, P-P: 381–406. (In Arabic)

11. Corporate Finance Institute (CFI),
<https://corporatefinanceinstitute.com/>

12.D, Sumathi. (2018, December). **Stock Price Volatility In National Stock Exchange Of India.** Research, International Journal of Research in Economics and Social Sciences, Vol: 8 Issue 12, , P-P: 13–21.

13.Damascus Securities Exchange, <http://www.dse.gov.sy/index/>
(In Arabic)

14.FANUSH, ELIES. (2007). **Superior influences on the movement of stock prices: A study in the Iraqi Stock Exchange.** Research, Tanmiya Al-Rafidain Magazine, University of Mosul, Vol: 29, Issue 86, P-P: 213–235. (In Arabic)

15.FARHAT, AHMAD. (2010). **Studying the relationship between stock price movements and unexpected changes in macroeconomic factors – an applied study.** Research, Scientific Journal of the Colleges of Commerce Sector, Vol: 7, Issue 2, P-P: 21–50. (In Arabic)

16.GAWEESH, KAMAR. (2015–2016). **Dynamic movement of Stock Returns (An applied study on the Damascus**

- Securities Exchange**). Master's thesis, Damascus University, 150p. (In Arabic)
- 17.HAMEDAT, OMAR, HAYAT, QRSAS. (2019). **The impact of changing stock prices on the performance of financial markets, the case of Kuwait Stock Exchange**. Research, Shuaa Journal of Economic Studies, Vol: 3, Issue: 2, P-P: 127-140. (In Arabic)
- 18.KANAAN, ALI. (2009). **Financial Markets**. Book, Damascus University Publications, Damascus, 360p. (In Arabic)
- 19.Matia, K., Pal, M., Salunkay, H., Stanley, H. E. (2004, June). **Scale-dependent price fluctuations for the Indian stock market**. Research, EUROPHYSICS LETTERS Journal, Vol. 66, Number 6, P-P: 908-914.
- 20.MOUSELLI, SULAIMAN, SULAIMAN, ADNAN. (2012-2013). **Financial Markets**. Book, Damascus University Publications, 401p. (In Arabic)
21. MUSTAFA, SALEEM, ABD ALNASER, BUTHALGA. (2017). **Accounting profits and stock returns: A standard study of a sample of companies listed on stock exchanges (Saudi Arabia, Kuwait, Qatar, Abu Dhabi)**. Research, Journal of Development and Applied Economics – University of M'sila, Algeria, Vol: 2, P-P: 01-32. (In Arabic)
- 22.Nkoro, Emeka, Uko, Aham Kelvin. (2016). **Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique:**

- application and interpretation.** Research, Journal of Statistical and Econometric Methods, vol: 5, no.4, P-P: 63-91.
- 23.NEEMA, NAGHAM, ABD ALSALAM, TAHA. (2018). **The Role & Mechanism of Market Makers in Iraqi Stock Market.** Research, Journal of Accounting and Financial Studies, Vol: 13, Issue 45, P-P: 31-43. (In Arabic)
- 24.Pandian, Punithavathy, Jeyanthi, Queensly. (2009). **Stock Market Volatility in Indian Stock Exchanges.** Article, Indiatat Website.
- 25.RASHID, AFZULAR, RAHMAN, A. (2008, December). **Dividend Policy and Stock Price Volatility: Evidence from Bangladesh.** Article, Journal of Applied Business and Economics, United States. P-P: 71-81.
- 26.SALAH ALDEEN, NAAS. (2017-2018). **Measuring and analyzing stock price fluctuations in Arab stock exchanges, a theoretical and applied study using GARCH models.** Doctoral thesis, Faculty of Economic, Commercial and Facilitation Sciences, University of Ghardaia, 347p. (In Arabic)
- 27.SIEGEL, JEREMY. (2020). **Stocks in the Long Term definitive guide to financial markets returns and long-term investment strategies.** Book, Institute of Public Administration, Research and Studies Center, Saudi Arabia, 522p. (In Arabic)