



الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
المعهد العالي لإدارة الأعمال

المحددات الأساسية والسلوكية لتقلب عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

Fundamental and Behavioural Determinants of Stock Return

Volatility In Damascus Securities Market

أعد هذا المشروع لنيل الإجازة الجامعية في علوم الإدارة

اختصاص: مالية ومصارف

إعداد الطالب: ميشيل بسام معوض حداد

إشراف: د. منال الموصلي

العام الدراسي: 2021-2022

جميع الآراء الواردة في الدراسة تعبر عن وجهة نظر الطالب ولا يتحمل المعهد أي مسؤولية عن مدى دقة أو مصداقية المعلومات

الإهداء

إلى من أراد الأفضل لي، ولم يقف في جميع الصعوبات.
أمي وأبي
إلى الذي شق طريقه الجديد، ولم يتوقف طموحه عند حد.
أخي مجد
إلى الأصدقاء الذين رافقوني طيلة هذا المشوار الطويل.
أصدقائي

كلمة شكر

أُتقدم بجزيل الشكر إلى الدكتورة منال موصلي، التي أشرفت على هذا العمل بكل جد، والتي رافقتنا في المسيرة العلمية في المعهد وكانت معطاء مفيد لنا.

كما أُنقدم بجزيل الشكر إلى رئيس لجنة المناقشة الدكتور راجب الغصين، وأعضاء لجنة المناقشة الأعضاء: الدكتورة منال موصلي - الدكتور ياسر كفا - الدكتورة آلاء بركة.

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر المحددات الأساسية (المالية والاقتصادية)، والمحددات السلوكية، في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك للفترة الزمنية الممتدة من عام 2015 إلى عام 2020.

لتحقيق هدف الدراسة تم توظيف المحدد الأساسي: سعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار (متغير الاقتصادي)، 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.

وتم استخدام اختبار المربعات الصغرى وذلك لاختبار الفرضية.

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

اختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات أهمها تشجيع إدراج شركات مساهمة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: المحددات الأساسية: العائد المرجح بالقيمة على الملكية، وتباين الأرباح، والسعر إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد، وإجمالي معدل الدوران حسب الحجم. - المحددات السلوكية: العامل السلوكي - سوق دمشق للأوراق المالية.

Abstract

This study aims to test the impact of the fundamental determinants (financial and economic) and behavioral determinants on the returns of companies listed on the Damascus Securities Market from 2015 to 2020.

To achieve the study's objective, the fundamental determinant was employed: the official exchange rate of the Syrian pound to dollar price (economic variable), the weighted return on value on equity, the profit variation, the price to the book value per share, aggregate turnover by volume, as measures of the fundamental determinants, and the age of the company was used as a behavioural determinant.

The method panel least squares was used to test the hypothesis.

The study found a negative moral impact of the value weighted return on equity (RE), a negative moral impact of the (BF) behavioural factor, and a positive moral impact of aggregate turnover by volume (ATV) in the Damascus securities market.

The study concluded with a series of recommendations, the most important of which was to encourage the inclusion of joint stock companies in the Damascus securities market.

Keywords: fundamental determinants: value-weighted return on equity, profit variation, price to book value per share, aggregate turnover by volume – Behavioural determinants: behavioral factor – Damascus securities market.

الفهرس

الصفحة	العنوان
1	الفصل التمهيدي : الإطار العام للدراسة
2	المقدمة
3	الدراسات السابقة
6	ميزة الدراسة - مشكلة الدراسة
7	فرضية الدراسة - أهمية الدراسة - أهداف الدراسة - مجتمع وعينة الدراسة
8	متغيرات الدراسة - منهج الدراسة - مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة
9	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
11	المبحث الأول: الأسهم
11	أولاً: مفهوم الأسهم
11	ثانياً: أنواع الأسهم
12	ثالثاً: تصنيف الأسهم
13	رابعاً: قيم الأسهم
14	خامساً: عوائد الأسهم
16	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم
16	أولاً: أثر الإفصاح عن المخاطر
16	ثانياً: عوامل اقتصادية
18	ثالثاً: العوامل السلوكية
19	الفصل الثاني: الإطار العملي للدراسة
21	المبحث الأول: عينة الدراسة و متغيراتها
21	أولاً: عينة الدراسة
23	ثانياً: متغيرات الدراسة
24	المبحث الثاني: توصيف متغيرات الدراسة واختبار الفرضية
24	أولاً: التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة
26	ثانياً: التوصيف البياني

31	ثالثاً: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج
34	النتائج والتوصيات
35	المراجع العربية
36	المراجع الاجنبية
38	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	الجدول
21	جدول رقم (1) معلومات عن الشركات عينة الدراسة
23	جدول رقم (2) متغيرات الدراسة
24	جدول رقم (3) بيانات التحليل الوصفي الإحصائي لمتغيرات الدراسة
31	جدول رقم (4) بيانات اختبار الفرضية من خلال برنامج E-veiws

فهرس الأشكال

الصفحة	الشكل
26	الشكل رقم (1) العائد على أسهم بنك سورية والمهجر
27	الشكل رقم (2) العائد على أسهم بنك قطر الوطني
28	الشكل رقم (3) العائد على أسهم بنك البركة
29	الشكل رقم (4) العائد على أسهم بنك الشام
30	الشكل رقم (5) العائد على أسهم بنك سوريا الدولي الإسلامي

الفصل التمهيدي:

الإطار العام للدراسة

أولاً: المقدمة:

تعتبر دراسة عوائد الأسهم في الأسواق المالية بالنسبة للمستثمرين من أهم الركائز التي يتم الاعتماد عليها، لأنها تضع المستثمر أمام الخيارات المتاحة أمامه بوضوح، والنتائج المحتملة من قراره الاستثماري في سوق الأسهم، وبالتالي يعتمد المستثمر على دراسات الأسواق المالية التي في أغلبها تركز على العوامل الأساسية التي تؤثر على السوق، أو الدراسات التي تركز على العوامل السلوكية، خاصة في الأسواق الناشئة.

وبما أن هذه الدراسات لا تتزامن بنفس الفترة المدروسة، بالتالي تصبح هذه الدراسات بالنسبة لقارئها كثيرة وصعبة المقارنة مع بعضها للوصول للمعلومات المفيدة، حيث تم اختيار عدد من العوامل الأساسية والسلوكية بأن واحد، لاختبار مدى تأثيرها في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

ثانياً: الدراسات السابقة

الدراسات السابقة الأجنبية:

• دراسة (Hikmah ، 2022) بعنوان

The Effect Earning Per Share (EPS), Return on Equity (ROE), and Debt to Equity Ratio (DER) Toward Stock Return with dividend policy as Intervening Variable (Case study on Transportation and Logistics Sector Companies Listed in The Indonesia Stock Exchange)

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير ربحية السهم (EPS)، والعائد على حقوق الملكية (ROE)، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (DER) على عائد الأسهم مع سياسة توزيع الأرباح كمتغير ضابط، لتحقيق هدف الدراسة تم تطبيقها على شركات قطاع النقل والخدمات اللوجستية المدرجة في بورصة إندونيسيا، خلال الفترة الممتدة من العام 2016 إلى 2020 .

وخلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لعائد الأسهم على سياسة توزيع الأرباح، وأثر سلبي ومعنوي لسياسة توزيع الأرباح على عائد الأسهم في عينة الشركات المدروسة، كما خلصت إلى وجود أثر إيجابي وغير معنوي لنسبة الدين إلى حقوق الملكية على عائد الأسهم، في حين تبين وجود أثر سلبي للعائد على حقوق الملكية (ROE) في عائد الأسهم.

• دراسة (PRAYOGA ، 2021) بعنوان

EFFECT OF FINANCIAL RATIOS TO STOCK RETURN ON COMPANIES REGISTERED AT IDX

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر العائد على حقوق الملكية، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية، والنسبة الحالية، وإجمالي حجم تداول الأصول، والسعر إلى القيمة الدفترية على عائد أسهم شركات التعدين المدرجة في بورصة إندونيسيا، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2020 .

وخلصت الدراسة إلى أن العائد على حقوق الملكية، والديون إلى حقوق الملكية، والنسبة الحالية، وإجمالي حجم مبيعات الأصول، والسعر إلى القيمة الدفترية ليس لها أثر على عائد السهم، في شركات العينة المدروسة.

• دراسة (Thampanya ، 2020) بعنوان:

Fundamental and behavioural determinants of stock return volatility in ASEAN-5 countries.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل الأساسية والسلوكية التي تؤثر في تقلبات الأسهم في الأسواق المالية (ماليزيا؛ تايلند؛ سنغافورة؛ إندونيسيا والفلبين) خلال الفترة الممتدة من العام 1995 إلى العام 2018 . وخلصت الدراسة إلى أن العوامل الأساسية تؤثر على تقلبات سوق الأوراق المالية في ماليزيا وتايلند وسنغافورة بشكل أكبر من تأثيرها في إندونيسيا والفلبين؛ وفي حين أن العوامل السلوكية، على العكس من ذلك، تؤثر على تقلبات سوق الأوراق المالية في إندونيسيا والفلبين أكثر بكثير منها في ماليزيا وتايلند وسنغافورة.

• دراسة (Tamuunu ، 2015) بعنوان

THE INFLUENCE OF FUNDAMENTAL FACTORS ON STOCK RETURN (Case Study: Company Listed in LQ45 2011-2014)

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر العائد على حقوق الملكية ROA ، وسمعة الشركة CR ، وحصة السهم العادي من الأرباح EPS ، هامش الربح الصافي NPM على عائد الأسهم لشركات LQ 45 المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة 2008-2012 .

وخلصت الدراسة إلى أن العائد على حقوق الملكية، وسمعة الشركة، وحصة السهم العادي من الأرباح، هامش الربح الصافي لهم تأثير كبير على عائد الأسهم.

الدراسات السابقة العربية:

• دراسة (2021 ، المغني) بعنوان:

أثر التغيرات في الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد ماهية عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية المؤثرة على عوائد سوق الأسهم، وتحديد أهمية عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية في تفسير التغيرات بعوائد الأسهم المصرية خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى العام 2019 .

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر سلبي معنوي لعائد أذون الخزانة وسعر الصرف على عوائد السوق، وأثر إيجابي معنوي للأسعار العالمية للذهب على العوائد، أما خلال الفترة الفرعية الأولى فقد ظهر أثر سلبي معنوي لعائد أذون الخزانة على عوائد السوق، وأثر إيجابي معنوي لسعر الصرف والأسعار العالمية للذهب على العوائد، وأما خلال الفترة الفرعية الثانية، فقد ظهر أثر سلبي معنوي لمعدل نمو الإنتاج الصناعي وسعر الصرف على عوائد السوق، وقد زادت قدرة عوامل الاقتصاد الكلي بعد تحرير سعر الصرف، على تفسير تباينات عوائد السوق، كما حدث تحول في طبيعة تأثير سعر الصرف على العوائد، من تأثير إيجابي قبل تحرير سعر الصرف، إلى تأثير سلبي بعد هذا التحرير، ولم تظهر النتائج أي تأثير معنوي لمؤشر أسعار المستهلك والأسعار العالمية للنفط على عوائد السوق خلال جميع الفترات.

• دراسة (2019 ، مصلح) بعنوان:

أثر تغيرات سعر الصرف على عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق خلال الفترة (2004 - 2018) باستخدام نموذج ARDL

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تقلبات أسعار الصرف في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر عكسي لتغيرات سعر الصرف على عوائد الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

• دراسة (2018 ، بوثلجة) بعنوان:

أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة (2000 - 2016)

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وقد استخدمت هذه الدراسة ثلاثة متغيرات اقتصادية هي التضخم (ممثّل بالرقم القياسي لأسعار المستهلك)، سعر الفائدة (تم أخذ سعر إعادة الخصم)، والعرض النقدي .

وخلصت الدراسة إلى تأثر الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية بالمتغيرات الاقتصادية الثلاثة التي تمت دراستها.

تتميز هذه الدراسة:

- تتميز هذه الدراسة بالتركيز على سوق مالي واحد وهو سوق دمشق للأوراق المالية، لمعرفة تأثير عوائد السهم بالمحددات الأساسية سواء كانت اقتصادية أم مالية، بالإضافة للمحددات السلوكية، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2015 إلى العام 2020.
- دراسة المحددات الأساسية والسلوكية في آن واحد، بينما كانت الدراسات السابقة تركز على محدّدات معينة إما أساسية، أو سلوكية.

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

تتلخص مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤلين الآتيين:

- 1- هل تتأثر عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمحددات الأساسية؟
ويتفرع عنه تساؤلين:
 - هل تتأثر عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمحددات الاقتصادية؟
 - هل تتأثر عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمحددات المالية؟

- 2- هل تتأثر عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمحددات السلوكية؟

رابعاً: فرضية الدراسة:

يوجد أثر معنوي للمحددات الأساسية (الاقتصادية والمالية)، وللمحددات السلوكية، في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً: أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من إلقاء الضوء على المحددات الأساسية والسلوكية التي تؤثر في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما تتبع أهمية الدراسة من خلال النتائج التي سوف يتم التوصل إليها، والتي من المتوقع أن تساهم في مساعدة المستثمرين من اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

سادساً: أهداف الدراسة:

- بيان المحددات الأساسية سواء كانت اقتصادية أم مالية، التي تؤثر في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
- بيان المحددات السلوكية التي تؤثر في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بينما شملت عينة الدراسة الشركات الأكثر تداولاً لأسهمها في سوق دمشق للأوراق المالية، والتي تدخل في تشكيل مؤشر الأسهم القيادية في الفترة النصفية لعام 2022، والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية قبل بداية فترة الدراسة، وهي:

بنك سورية والمهجر - بنك قطر الوطني - بنك البركة - بنك الشام - بنك سورية الدولي الإسلامي.

حيث استبعاد شركة اسمنت البادية بسبب ادراجها حديثاً في سوق دمشق للأوراق المالية.

ثامناً: متغيرات الدراسة:

شملت متغيرات الدراسة متغير تابع واحد، تتمثل بعوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. ومتغيرات تابعة شملت ست متغيرات وهي: سعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار، العائد المرجح بالقيمة على الملكية، تباين الأرباح، السعر إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد، العامل السلوكي المتمثل بعمر الشركة، إجمالي معدل الدوران أسهم الشركة عينة الدراسة.

تاسعاً: منهج الدراسة:

تم اتباع المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم عرض معلومات عن الأسهم، وعن عوائدها، وتم توصيف لمتغيرات الدراسة، ومن ثم تحليل البيانات المالية لعينة الدراسة.

عاشراً: مصادر جمع البيانات وفترة الدراسة:

تم جمع البيانات من الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية، والموقع الإلكتروني لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وذلك خلال الفترة الزمنية من عام 2015 إلى عام 2020.¹

¹تم التوقف عند عام 2020 بسبب عدم توفر البيانات المالية لبنك سورية والمهجر لعام 2021.

الفصل الأول:

الإطار النظري للدراسة

تمهيد:

سوف يتم من خلال هذا الفصل عرض ملخص عن الأسهم ومفهومها وأنواعها وتصنيفها وقيمتها وعوائدها، وأيضاً سيتم عرض ملخص عن العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم، ومنها أثر المخاطر على عوائد الأسهم، وأثر العوامل الاقتصادية، وأثر العوامل السلوكية، فسوف ينقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث أول: الأسهم

المبحث ثاني: العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم

المبحث الأول: الأسهم

أولاً: مفهوم الأسهم:

السهم فهو عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في الأسواق الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية.²

كما يعرفها البعض على أنها وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة، تطرح للاكتتاب العام ولها قابلية التداول وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد كما لا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها.³

ثانياً: أنواع الأسهم:

تم تقسيم الأسهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة

الأسهم العادية (Common Stocks): يشير مصطلح السهم العادي إلى معاني مختلفة، إلا أنه يبقى يستخدم للإشارة إلى ذلك السهم الذي لا يمتلك أية تفضيلات أو أسبقيات خاصة سواء أكان ذلك في دفع التوزيعات أم في حالة تصفية الشركة، وتمثل الأسهم العادية مصلحة المالكين في الشركة، كما أنها تعد الأساس لهدف المنشأة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية، حيث أن زيادة سعر السهم في السوق يشير إلى تعظيم تلك القيمة والعكس من ذلك في حال انخفاض سعره في السوق.⁴

هذا ويتمتع حامل السهم العادي (المستثمر) ببعض الحقوق من أهمها:

- الحق في التصويت في الجمعية العمومية.
- الحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر.
- والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها.

² صديقي، أحمد، 2020، أثر جودة الأرباح المحاسبية على عوائد الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة المدرجة في بورصة باريس، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية، الجزائر، ص42.

³ سمر، نوال، 2021، دليلك في المالية، الاردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ص15.

⁴ النعيمي، عدنان و التميمي، فؤاد، 2019، الإدارة المالية المتقدمة، الاردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ص363.

- كما يتمتع كذلك بميزة هامة وهي مسؤولية محدودة بحصته في رأس المال⁵.

الأسهم الممتازة: (Preferred Stocks): يطلق على هذا النوع من الأسهم مصطلح أسهم التمتع، وترتب هذه الأسهم على المنشأة التي تصدرها دفع توزيع أرباح محددة مسبقاً على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو مبلغ ثابت في كل سنة، وتجمع هذه الأسهم بين مزايا التمويل المفترض (السندات) وبين مزايا التمويل الممتلك (الأسهم العادية).⁶ وليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.⁷

أنواع الأسهم الممتازة:

- أسهم للشركة المصدرة لها الحق في استدعاء الأسهم الممتازة.⁸
- أسهم ينص صكها بأن يكون لحاملها الحق في تحويله إلى سهم عادي.
- أسهم يحق للشركة شراءها من أصحابها خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة.⁹

ثالثاً : تصنيف الأسهم:

يمكن تصنيف الأسهم من حيث نوع الحصة التي تدفع مقابلها:

- الأسهم النقدية: هي أسهم تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الإسمية نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط تدفع في المواعيد التي تحددها الشركة.
- الأسهم العينية: إن الأصل أن تكون الأسهم نقدية لأن النقد وحدة التحاسب، لكن ذلك لا يمنع أن تكون حصص بعض المساهمين المقدمة للشركة حصصاً عينية، وأن تكون عنه الحصص مساوية لقيمة السهم، ومضاعفاته حتى تسهل محاسبة الأرباح.
- الأسهم المختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عيناً والباقي منها يسدد نقداً.

⁵ الكراسنة، إبراهيم، 2010، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، ص7.

⁶ تايه النعيمي عدنان و التميمي أرشد فؤاد ، 2019 ، مرجع سبق ذكره، ص362.

⁷ ساحلي، سهام، 2018، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصتي عمان والدار البيضاء للفترة 2000-2017، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، ص27.

⁸ الكراسنة، إبراهيم، 2010، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، ص18.

⁹ ساحلي، سهام، 2018، مرجع سبق ذكره، ص28.

- الأسهم المجانية: تقوم المؤسسة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.¹⁰

رابعاً: قيم الأسهم:¹¹

- القيمة الاسمية (Par Value): وهي القيمة المدونة على شهادة الإصدار الأولى للسهم وتكون محددة حسب أحكام قانون الشركات المطبق عليها في بلد الإصدار، وبحسب رأس مال الاسمي أو المصرح به حسب القيمة الاسمية لمجموع الأسهم .
- القيمة السوقية (Market Value): وهي القيمة التي يتم على أساسها تداول المهم في الأسواق المالية وهي تتحرك صعوداً أو هبوطاً حسب عوامل الطلب والعرض على هذا السهم، وتلعب الظروف الاقتصادية (تضخم أو كساد أو استقرار) وواقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع دوراً في التأثير على سعر السهم، كما تسعى الإدارة غالباً إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم.
- القيمة الدفترية (Book Value): وهي قيمة السهم حسب البيانات المالية للشركة نتيجة أعمالها، وتمثل القيمة الدفترية حصة السهم الواحد من أصول الشركة بعد تسديد كافة الالتزامات المستحقة على الشركة، ونمو هذه القيمة وارتفاعها هو مؤشر على قدرة الشركة على التوسع والاستمرار، ويتم الوصول إلى القيمة الدفترية من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة؛ القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية / عدد الأسهم العادية.
- قيمة تصفية السهم (Liquidation Value) : هي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية الشركة ، أي بعبارة أخرى نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة بعد التصفية وتسديد حقوق الدائنين، ويتم احتساب هذه النسبة على النحو التالي:

¹⁰ ساحلي، سهام، 2018، المرجع السابق، ص25.

¹¹ صديقي، أحمد، 2020، مرجع سبق ذكره، ص43.

- قيمة السهم عند التصفية = (قيمة حصيلة بيع موجودات الشركة - الالتزامات المدفوعة للدائنين) / عدد الأسهم العالية قيمة السهم عند العادية.
- قيمة السهم حسب العائد (Return Value) القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع إليه ، ويتم الحصول عليها كما يلي: قيمة السهم حسب العائد = (القيمة الاسمية * نسبة توزيع الأرباح) / معدل العائد الذي يطلبه المستثمر.

خامساً: عوائد الأسهم:

يعرف العائد على أنه مجموعة من المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي الذي يؤدي إلى تعظيم الثروة.¹²

و يعرف أيضاً: المكافأة التي ينتظرها المستثمر مقابل التضحية بمنفعة حاضرة للحصول على منفعة أكبر في المستقبل ، ويتمثل ذلك في نصيب المستثمر في الأرباح الناتجة عن الاستثمار في الأسهم العادية للشركة مع الاستعداد لتحمل المخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار.¹³

ويوجد نوعين لعوائد الأسهم:¹⁴

1- العائد الرأسمالي (Capital gains): يقصد بالعائد الرأسمالي للسهم العادي ، العائد الذي يحققه المستثمر نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم ويتم حساب العائد الرأسمالي للسهم بالمعادلة الآتية:

العائد الرأسمالي للسهم = القيمة السوقية للسهم - القيمة الاسمية للسهم / القيمة الاسمية للسهم.

2- عائد التوزيعات النقدية للأرباح (Dividends): يحصل السهم العادي على توزيعات نقدية عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحاً وتقرر توزيع بعضها أو كلها ، ويتم تحديد توزيعات السهم كما توضح المعادلة التالية :

= (الربح المتاح لحملة الأسهم العادية * نسبة التوزيعات) / عدد الأسهم المصدرة .

¹² آل شبيب، دريد، 2010، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، الأردن، دار المسيرة، ص 61 .

¹³ النجار، أمين و سامح محمد، 2021، قياس أثر العلاقة التفاعلية بين الروابط السياسية وممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من البورصة، مقالة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، مصر، المجلد 3، العدد 4، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، ص 286

¹⁴ مصطفى، صايم، 2017، الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم - دراسة قياسية لعوائد الشركات المدرجة في بورصات (السعودية-الكويت-قطر-أبو ظبي)، مقالة، جامعة المسيلة، الجزائر، العدد 2، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، ص 6.

أما عن عائد التوزيعات فيتم حسابه وفقا للمعادلة الآتية:

عائد التوزيعات النقدية = توزيعات أرباح السهم / القيمة الاسمية للسهم.

وبالتالي يميز المستثمر بين العوائد كما يلي:¹⁵

- العائد الفعلي: هو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية ، وبذلك فهي قد تكون عوائد إيرادية أو عوائد رأسمالية ، أو مزيجاً بينهما ، ويطلق عليه بالعائد التاريخي.
- العائد المطلوب: هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة لتضحية بأمواله الحالية وعادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر القابلة له ، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار ، ويتكون هذا العائد المطلوب من جزئين هما العائد الخالي من المخاطر وبديل المخاطرة. العائد المتوقع: يقصد به بالمتوسط المرجح لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقاً لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) لطبيعة الحالة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، أي أن متخذ القرار يعتمد نظرية الاحتمالات في تحديد العائد من السهم، وبموجبها يعتمد المستثمر أو مدير الاستثمار توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العائد الممكن تحقيقها طبقاً لدرجة احتمال حدوثها، وعلى فرض أن هذه التوزيعات طبيعية فإن المستثمر يحدد احتمالات تحقق العائد في ضوء الحالة الاقتصادية العامة، سواء للانتعاش أو الركود أو الحالة الاقتصادية الطبيعية.¹⁶

¹⁵ عبد اللطيف، مصيطف، 2013، تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مقالة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

جامعة غرداية، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، مجلة رؤى اقتصادية، ص122.

¹⁶ صديقي، أحمد، 2020، مرجع سبق ذكره، ص48.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم

اهتمت الدراسات السابقة بدراسة العوامل التي تؤثر في عوائد الأسهم، منها:

أولاً: أثر الإفصاح عن المخاطر:

إن الآثار الاقتصادية للإفصاح عن المخاطر في كل من التقارير السنوية، والتقارير الفترية، والتقارير الصحفية، وتقارير المحللين الماليين وغيرها من المصادر الأخرى على كل من تكلفة ملكية المعلومات ، وعوائد الأسهم، وتوقعات المحللين الماليين، وانتهت إلى أن الإفصاح الإيجابي (الأخبار الجيدة) عن المخاطر يؤدي إلى انخفاض جوهري في كل من تكلفة الملكية، والتقلب في عوائد الأسهم، وتشتت توقعات المحللين المتعلقة بالأرباح المستقبلية، و على العكس من ذلك، فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح السلبي عن المخاطر (الأخبار السيئة) يؤدي إلى زيادة جوهري في كل من تكلفة الملكية، والتقلبات في عوائد الأسهم، والتشتت في توقعات المحللين المتعلقة بالأرباح المستقبلية.¹⁷

ثانياً: عوامل اقتصادية:¹⁸

إن الحالة الاقتصادية تساعد الأسواق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يدل على أهمية الأموال السائلة المتداولة، وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، حيث أن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، فإن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمرين للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبون بها، ومما تقدم يتبين الدور الهام الذي يلعبه وجود السوق المالي في النشاط الاقتصادي، فهي تعد حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين عن طريق جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار ، إضافة إلى تمكين أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس أموال تكفل لهم القدرة على تمويل مشاريع جديدة أو توسيع مشاريع قائمة، فهي بذلك

¹⁷ رضوان، أحمد، 2020 ، نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية بالتطبيق على الشركات المسجلة في السوق المالية السعودية، مقالة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، المجلد: 7، العدد: 1، مجلة البحوث المحاسبية، ص11.

¹⁸ فرحي، محمد، 2013، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية، مقالة، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد13، العدد2، مجلة الحقيقة، ص134.

- أي الاسواق - تعد أداة لتوفير السيولة وتنشيط الاقتصاد، ومن جهة أخرى توفر السوق المالية الحماية للمتعاملين من تقلبات الأسعار ، فهي بذلك تعتبر أداة لتسيير المخاطر، فضلاً عن عملها كسلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات المسعرة من خلال رصد حركة أسهم هذه الشركات، لأن ارتفاع أسعار الأسهم يكون نتيجة السياسات السليمة الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية ذات الكفاءة وتنخفض عند العكس، وتوجد العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر ان يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ باتجاه سوق رأس المال، ومنها:

- مؤشر الإنتاج الصناعي
- الناتج المحلي الإجمالي
- سعر الصرف
- معدل التضخم
- عرض النقود¹⁹

بالنسبة لعرض النقود تتضح العلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية ابداع نسبة من الاحتياطي لديه، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الانتماء لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض، أي انخفاض اسعار الفائدة وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح، ومن ناحية ثانية اذا ما زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي، فان ارتفاع حجم السيولة يؤدي إلى ارتفاع اسعار الأسهم، إلا أنه قد يظهر أثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها في شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة، وانخفاض أسعار الأسهم.

وبالنسبة لسعر الصرف فإنه يؤثر بشكل كبير في أسعار الأسهم، فارتفاع سعر الصرف الأجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها،

¹⁹ فرحي، محمد، 2013، مرجع سبق ذكره، ص 130.

ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي الى انخفاض اسعارها.

ثالثاً: العوامل السلوكية:

إن فرضية كفاءة الأسواق المالية ونموذج تسعير الأصول المالية يعتمدان على مبدأ العقلانية والرشادة أي أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات عن الشركة المصدرة لها والمستثمرون يستجيبون بنفس الطريقة لها، وبالتالي لن تكون هنالك أرباح غير عادية، وهكذا يكون السوق في وضعه المثالي، ولكن الواقع مختلف عن هذا فالوضع الأمثل هي حالة خاصة فقط وليست حالة دائمة، ولا يمكن اعتبار سلوك المستثمرين علماً دقيقاً، تتحكم فيه العقلانية لوحدها المبنية على المفاضلة بين العائد والمخاطرة وفق نظرية المحفظة المالية والأعمال المقدمة من قبل كل من ماركوفيتش وشارب ولينتر في سنوات الخمسينيات من القرب العشرين، بل يؤثر في قراراته الاستثمارية سلوكيات غير عقلانية تحكمها متغيرات أخرى سلوكية ونفسية مبنية على التفضيلات وسلوك القطيع، والمعرفة بالتاريخ وحب استشراف المستقبل.²⁰

ويرتكز اهتمام المالية السلوكية حول التضارب الحاصل في كيفية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم الاستثمارية ضمن بيئة حقيقية وفي إطار النظريات الواقعية، بدلاً من السلوك العقلاني والأمثل الذي إقترحه النظريات المعيارية، ويركز هذا الجانب لقرارات المستثمرين على محالات المالية السلوكية وعلم النفس المعرفي، أين أكد عن حدود قدرة المستثمر للتكيف على النحو الأمثل، وتعرضه إلى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه ومن ثم على الأسعار حيث تلعب العوامل النفسية دوراً كبيراً في تحديد اتجاه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً فضلاً عن العوامل الإقتصادية والسياسية، ومن هنا يبرز أنه لا وجود للمستثمر العقلاني في السوق وإنما يوجد المستثمر الذي تمكن من تعظيم منفعة المتوقعة، والذي يميل إلى أن يكون عقلاني، لأنه لاوجود للعقلانية الكاملة في الأسواق المالية.²¹

²⁰ بن عيسى، الهام، 2019، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية -اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية-، مقالة، جامعة عين تموشنت، الجزائر، المجلد 12، العدد 2، مجلة العلوم لاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، ص185.

²¹ برارمة، ريماء، 2019، أثرالمالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية -دراسة حالة بورصة باريس ولندن-،رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس صطيف، الجزائر، موقع جامعة فرحات عباس صطيف، ص95.

الفصل الثاني:

الإطار العملي للدراسة

تمهيد:

سوف يتم من خلال هذا الفصل اختبار تأثير عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالمحددات الأساسية والسلوكية، حيث تم الاعتماد في هذه الدراسة على الأسلوب الوصفي التحليلي وذلك لمعرفة المحددات التي يتأثر السوق المدروس، حيث تم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي (Excel) والبرنامج (E-views) من أجل اختبار فرضية الدراسة وتحليل النتائج.

فسوف ينقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث أول: عينة الدراسة ومتغيراتها.

المبحث ثاني: توصيف متغيرات الدراسة واختبار الفرضية.

المبحث الأول: عينة الدراسة ومتغيراتها

أولاً: عينة الدراسة:

يبين الجدول رقم (1) بعض المعلومات عن البنوك عينة الدراسة.

جدول رقم (1) معلومات عن الشركات عينة الدراسة

الشركات عينة الدراسة	سعر إغلاق السهم في نهاية فترة الدراسة	عدد الأسهم الحرة نهاية فترة الدراسة	عدد الأسهم الكلية	رأس المال في نهاية فترة الدراسة 2020 (ل.س)	تاريخ الإدراج في سوق دمشق
بنك سورية والمهجر	596.02	8,982,106	86,400,000	8,640,000,000	2009-03-05
بنك قطر الوطني	717.19	4,514,558	150,000,000	16,500,000,000	2010-04-08
بنك البركة	1135.09	24,874,667	150,000,000	15,000,000,000	2014-10-15
بنك الشام	886.22	9,834,037	80,000,000	9,000,000,000	2014-05-21
بنك سورية الدولي الإسلامي	839.26	5,974,261	150,000,000	15,000,000,000	2009-06-03

من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للشركات عينة الدراسة، وعلى البيانات المتوفرة في سوق دمشق للأوراق المالية.

من الجدول السابق نلاحظ:

- بلغ رأس مال بنك سورية والمهجر 8,640,000,000 ل.س، وعدد الأسهم الكلية 86,400,000 وعدد الأسهم الحرة 8,982,106 وذلك نهاية فترة الدراسة عام 2020، وكان سعر إغلاق السهم في هذا التاريخ هو 596.02 ل.س، حيث تم إدراج هذا البنك في سوق دمشق في الشهر الثالث من عام 2009.
- بلغ رأس مال بنك قطر الوطني 16,500,000,000 ل.س، وعدد الأسهم الكلية 150,000,000 وعدد الأسهم الحرة 4,514,558 وذلك نهاية فترة الدراسة عام 2020،

وكان سعر إغلاق السهم في هذا التاريخ هو 717.19 ل.س، حيث تم إدراج هذا البنك في سوق دمشق في الشهر الرابع من عام 2010.

- بلغ رأس مال بنك البركة 15,000,000,000 ل.س، وعدد الأسهم الكلية 150,000,000 وعدد الأسهم الحرة 24,874,667 وذلك نهاية فترة الدراسة عام 2020، وكان سعر إغلاق السهم في هذا التاريخ هو 1135.09 ل.س، حيث تم إدراج هذا البنك في سوق دمشق في الشهر العاشر من عام 2014.

- بلغ رأس مال بنك الشام 9,000,000,000 ل.س، وعدد الأسهم الكلية 80,000,000 وعدد الأسهم الحرة 9,834,037 وذلك نهاية فترة الدراسة عام 2020، وكان سعر إغلاق السهم في هذا التاريخ هو 886.22 ل.س، حيث تم إدراج هذا البنك في سوق دمشق في الشهر الخامس من عام 2014.

- بلغ رأس بنك سورية الدولي الاسلامي 15,000,000,000 ل.س، وعدد الأسهم الكلية 150,000,000 وعدد الأسهم الحرة 5,974,261 وذلك نهاية فترة الدراسة عام 2020، وكان سعر إغلاق السهم في هذا التاريخ هو 839.26 ل.س، حيث تم إدراج هذا البنك في سوق دمشق في الشهر السادس من عام 2009.

- يمتلك بنك قطر الوطني أكبر رأس مال بمقدار 16,500,000,000 ل.س، وتلاه في حجم رأس المال بنك البركة، وبنك الشام.

- يمتلك بنك البركة أكبر عدد للأسهم الحرة بعدد 24,874,667 حيث أغلق سهمه على أعلى سعر إغلاق في نهاية الفترة المدروسة بسعر 1135.09 ل.س مقارنة مع الشركات الأخرى عينة الدراسة على الرغم من حداثة الإدراج نسبياً في سوق دمشق، أما بنك سورية و المهجر كان أقدم تاريخ إدراج إلا أنه أغلق على أدنى سعر إغلاق في نهاية الفترة المدروسة بسعر 596.02 ل.س، مقارنة مع الشركات الأخرى عينة الدراسة.

ثانياً: متغيرات الدراسة:

تم اعتماد المتغيرات بناء على دراسة سابقة.²²

جدول رقم (2) متغيرات الدراسة

اسم المتغير	نوع المتغير	قانون المتغير
سعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار.	مستقل	Average change in exchange rate.
العائد المرجح بالقيمة على الملكية.	مستقل	$RE = (ROE * W) / \sum W$
تباين الأرباح.	مستقل	$CVE = LN (1/N) [\text{ (صافي الربح- قطع بنوي غير محقق) / عدد الأسهم}]$
السعر إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد.	مستقل	$PE = (\text{السعر إلى القيمة الدفترية للشركة} * W) / \sum W$
العامل السلوكي.	مستقل	$BF = (Y/M) * 100$
إجمالي معدل الدوران حسب الحجم	مستقل	$ATV = \text{إجمالي عدد الأسهم المتداول على مدى فترة} / \text{عدد الأسهم القائمة للفترة}$
العائد على الأسهم	تابع	$R = \log(P_t) - \log(P_{t-1})$

حيث أن:

- W : الوزن النسبي للبنك.
- Y : القيمة السوقية للشركة عينة الدراسة الذي مضى على تأسيسها 10 عام.
- M : القيمة السوقية لجميع الشركات عينة الدراسة خلال العام المدروس.
- $\log(P_t)$: متوسط سعر السهم بالفترة الحالية.
- $\log(P_{t-1})$: متوسط سعر السهم بالفترة السابقة

²² Thampanya, Natthinee, 2020.

المبحث الثاني: توصيف متغيرات الدراسة واختبار الفرضية

أولاً: التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة:

سوف يتم إجراء التحليل الوصفي الإحصائي لكل متغيرات الدراسة، حيث سيتم بيان نتائج التوصيف لكل من (المتوسط الحسابي _ الانحراف المعياري _ أكبر قيمة _ أصغر قيمة _ الالتواء _ التقلطح) وذلك للشركات عينة الدراسة.

الجدول رقم (3) بيانات التحليل الوصفي الإحصائي لمتغيرات الدراسة

	R	EX	RE	CVE	PE	BF	ATV
Mean	0.133336	509.8333	0.018962	4.987420	88.26523	0.545340	0.030554
Maximum	0.507805	957	0.069940	10.20257	237.8263	1	0.116432
Minimum	-0.159966	279	0.000273	-0.058275	11.47026	0.154759	0.000925
Std. Dev.	0.203430	214.6315	0.020513	2.463575	53.87433	0.360379	0.023978
Skewness	0.399155	1.350737	1.198112	-0.468291	1.249194	0.061096	1.545243
Kurtosis	1.993005	3.604741	3.329544	2.631431	4.004302	1.115617	6.441358

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج E-viwes، حيث R العائد على الأسهم - EX سعر صرف الليرة السورية - RE العائد المرجح بالقيمة على الملكية - CVE تباين الأرباح - PE السعر إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد - BF العامل السلوكي - ATV إجمالي معدل الدوران حسب الحجم.

من الجدول السابق نلاحظ:

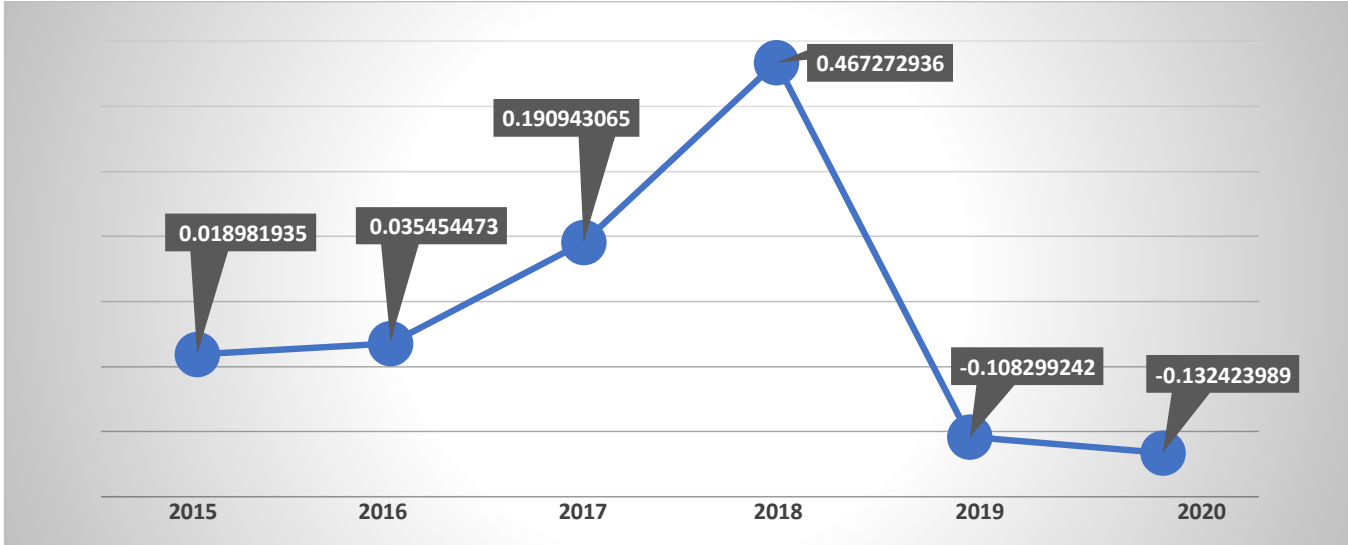
- بلغ المتوسط الحسابي عوائد الأسهم (0.133336) عند انحراف معياري (0.203430) وهذا يدل على وجود تشتت في قيم المتغير، حيث تراوحت أعلى قيمة (0.507805) وكانت لبنك الشام في عام 2017، وأدنى قيمة (-0.159966) وكانت لبنك سورية الدولي الإسلامي في عام 2019، كما تبين أن منحنى هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومتقلطح.
- بلغ المتوسط الحسابي لمتوسط سعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار (509.8333) عند انحراف معياري (214.6315)، حيث تراوحت أعلى قيمة (957) في عام 2020، وأدنى قيمة (279) في عام 2015، كما تبين أن منحنى هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- بلغ المتوسط الحسابي للعائد المرجح بالقيمة على الملكية (0.018962) عند انحراف معياري (0.020513)، حيث تراوحت أعلى قيمة (0.069940) وكانت لبنك البركة في عام 2020، وأدنى قيمة (0.000273) وكانت لبنك الشام في عام 2020، كما تبين أن منحنى هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.

- بلغ المتوسط الحسابي لتباين الأرباح (4.987420) عند انحراف معياري (2.463575)، حيث تراوحت أعلى قيمة (10.20257) وكانت لبنك الشام في عام 2020، وأدنى قيمة (-0.058275) وكانت لبنك قطر الوطني في عام 2017، كما تبين أن منحني هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومتقلطح.
- بلغ المتوسط الحسابي للسعر إلى القيمة الدفترية للسهم الواحد (88.26523) عند انحراف معياري (53.87433)، حيث تراوحت أعلى قيمة (237.8263) وكانت لبنك قطر الوطني في عام 2020، وأدنى قيمة (11.47026) وكانت لبنك الشام في عام 2020، كما تبين أن منحني هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- بلغ المتوسط الحسابي للعامل السلوكي (0.545340) عند انحراف معياري (0.360379)، حيث تراوحت أعلى قيمة (1) وكانت لجميع البنوك في عام 2020، وأدنى قيمة (0.154759) وكانت لجميع البنوك في عام 2016، كما تبين أن منحني هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومتقلطح.
- بلغ المتوسط الحسابي لإجمالي معدل الدوران حسب الحجم (0.030554) عند انحراف معياري (0.023978)، حيث تراوحت أعلى قيمة (0.116432) وكانت لبنك سورية الدولي الإسلامي في عام 2018، وأدنى قيمة (0.000925) وكانت لبنك سوريا والمهجر في عام 2016، كما تبين أن منحني هذا المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.

ثانياً: التوصيف البياني لعوائد أسهم الشركات عينة الدراسة:

1- التوصيف البياني لعائد سهم بنك سورية والمهجر BSO:

الشكل رقم (1) العائد على أسهم بنك سورية والمهجر



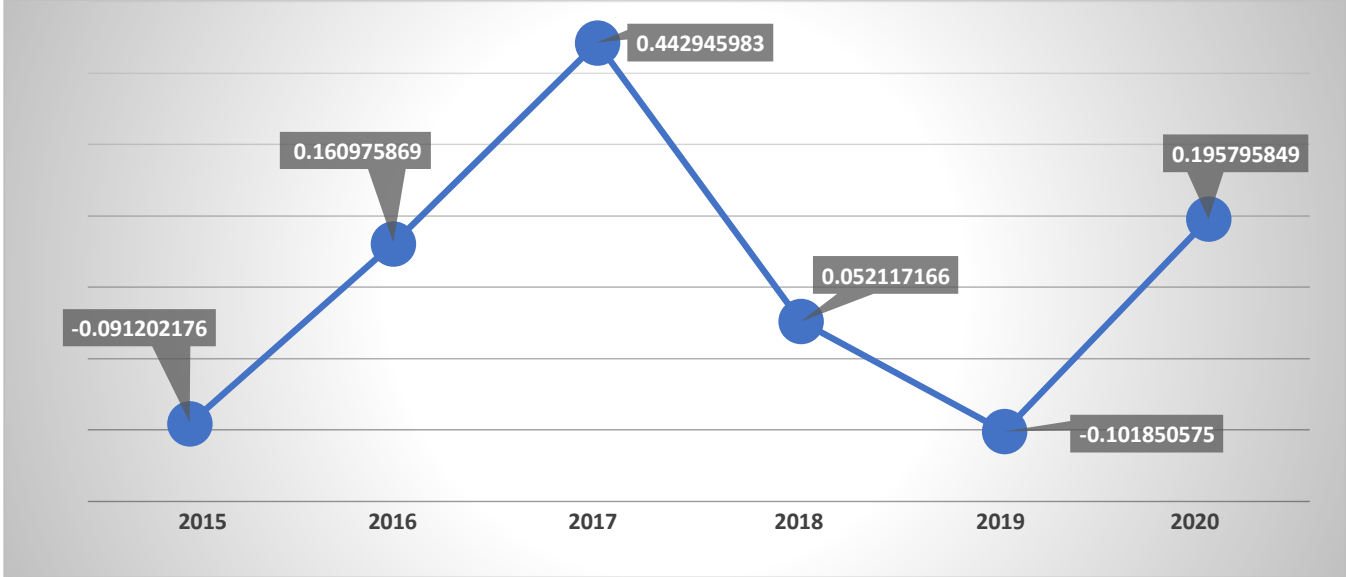
يبين الشكل رقم (1) أن العائد على سهم بنك سورية والمهجر كان إيجابياً في الأعوام 2015 و 2016 و 2017 و 2018، وكان سلبياً في العامين 2019 و 2020.

حيث ازداد العائد في عام 2017 بصورة واضحة وقد يكون السبب تفاؤل المستثمرين بالنسبة للوضع الاقتصادي، حيث كان هنالك استقرار بسعر صرف الليرة السورية وبدء الانتهاء من العمليات الحربية في دمشق ومناطق أخرى في سورية، وكذلك الأمر بالنسبة لعام 2018.

في عام 2019 حقق عائد سالب، وقد يكون السبب بدء الأخبار الإعلامية حول العقوبات الجديدة المتوقعة على سورية (عقوبات قيصر)، أما في عام 2020 كانت سالبة بسبب الخوف من الإغلاقات بسبب فايروس كورونا، وانخفاض التداول ليوم واحد في الأسبوع، والاتجاه للاستثمار في أسهم الشركات الأفضل في الملاءة، وكذلك تزامن بدء تطبيق العقوبات على سورية.

2- التوصيف البياني لعائد سهم بنك قطر الوطني QNB:

الشكل رقم (2) العائد على أسهم بنك قطر الوطني



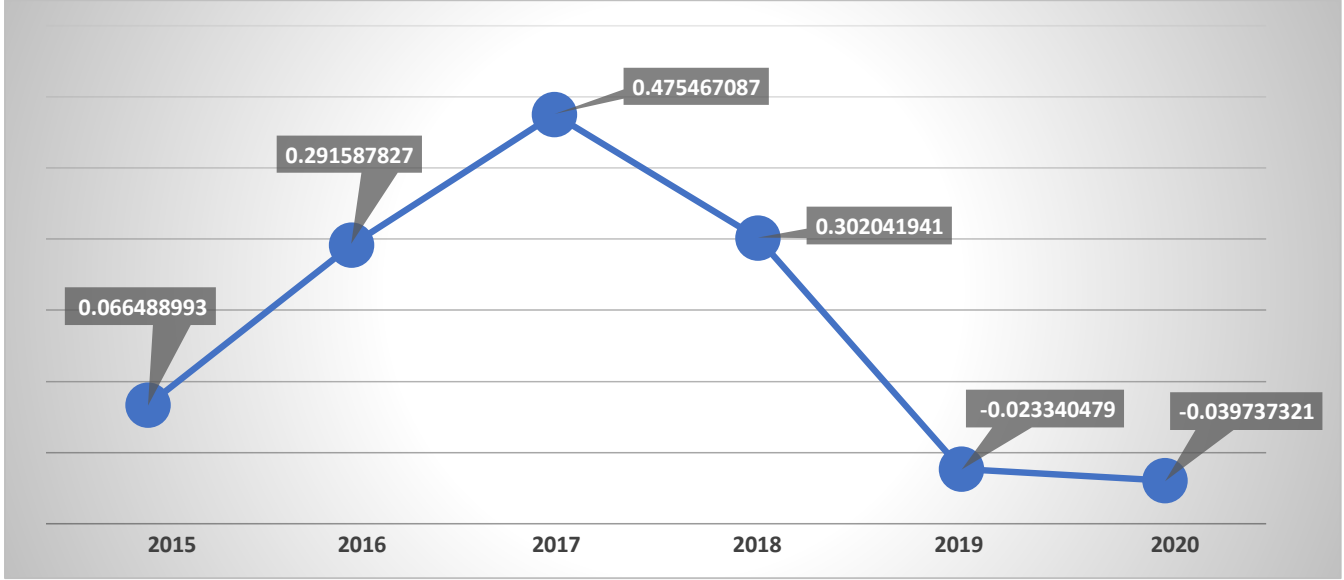
يبين الشكل رقم (2) أن العائد على سهم بنك قطر الوطني في عام 2015 كان سلبياً، وكان إيجابياً للأعوام 2016 و 2017 و 2018.

وكان سلبياً في عام 2019، وإيجابياً في عام 2020.

كان العائد في عام 2015 سلبياً، وقد يكون السبب إعلان البنك عن خسائره في فرع حمص، وبعد إستقالة نائب رئيس مجلس الإدارة منصبه، وكانت العوائد للأعوام 2016 و 2017 و 2018 إيجابية وقد يكون السبب تفاؤل المستثمرين بالنسبة للوضع الاقتصادي حيث كان هنالك استقرار بسعر صرف الليرة السورية وبدء الانتهاء من العمليات الحربية في دمشق ومناطق أخرى في سورية، برغم تحقيق السهم لخسائر في عام 2017، وكان العائد في عام 2019 سلبياً، وقد يكون السبب بدء الأخبار الإعلامية حول العقوبات الجديدة المتوقعة على سورية، وكانت العائد في عام 2020 موجب، وقد يكون السبب تعيين رئيس مجلس الإدارة جديد، وإعلان البنك عن متوسط تداول أسهمه على مستوى القطاع المصرفي في سوريا والذي بلغ 14.6% للأعوام 2017 و 2018 و 2019، برغم الأخبار الإعلامية حول العقوبات الجديدة المتوقعة على سورية (عقوبات قيصر)، والاعلاقات بسبب فايروس كورونا وانخفاض التداول ليوم واحد في الأسبوع.

3- التوصيف البياني لعائد سهم بنك البركة BBSY:

الشكل رقم (3) العائد على أسهم بنك البركة

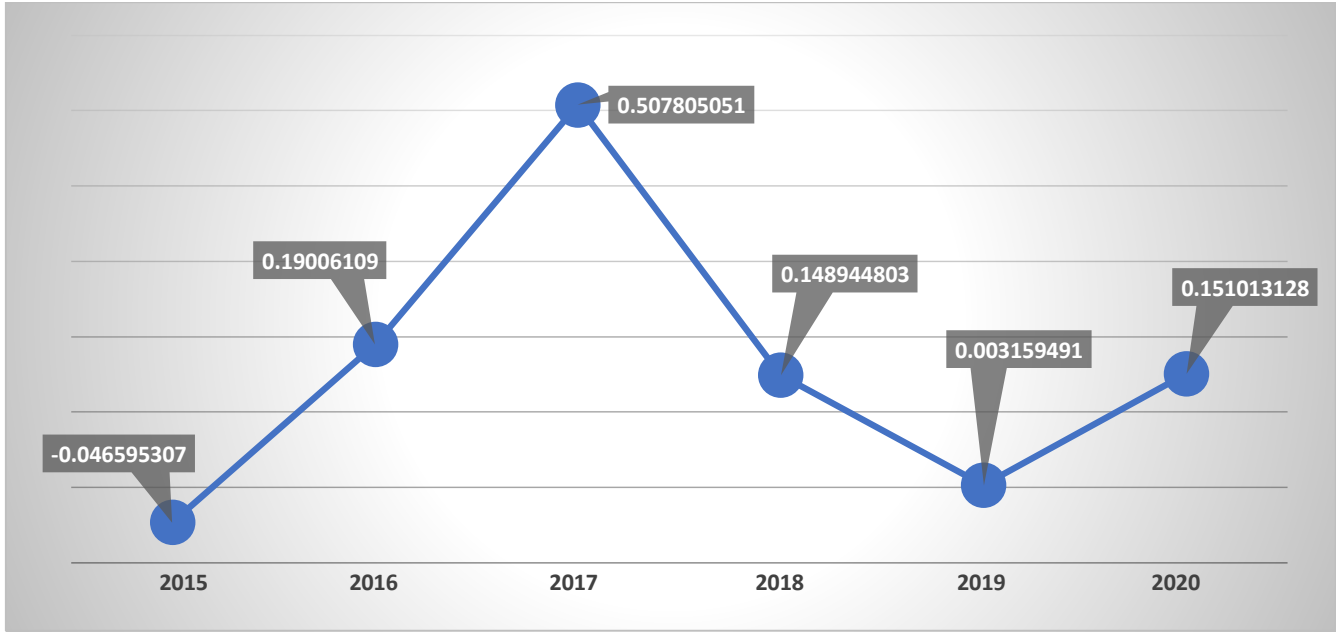


يبين الشكل رقم (3) أن العائد على سهم بنك البركة كان إيجابياً للأعوام 2015 و 2016 و 2017 و 2018. وكان العائد سلبي للعامين 2019 و 2020.

كانت العوائد للأعوام 2016 و 2017 و 2018 إيجابية وقد يكون السبب تفاؤل المستثمرين بالنسبة للوضع الاقتصادي حيث كان هنالك استقرار بسعر صرف الليرة السورية وبدء الانتهاء من العمليات الحربية في دمشق ومناطق أخرى في سورية، برغم تحقيق السهم لأرباح متدنية في عام 2017، وكانت العائد في عام 2019 سلبي، وقد يكون السبب بدء الأخبار الإعلامية حول العقوبات الجديدة المتوقعة على سورية (عقوبات قيصر)، وكان العائد في عام 2020 سلبي وقد يكون السبب الخوف من الإغلاقات بسبب فايروس كورونا، وانخفاض التداول ليوم واحد في الأسبوع، وتزامن بدء تطبيق العقوبات على سورية.

4- التوصيف البياني لعائد سهم بنك الشام CHB:

الشكل رقم (4) العائد على أسهم بنك الشام



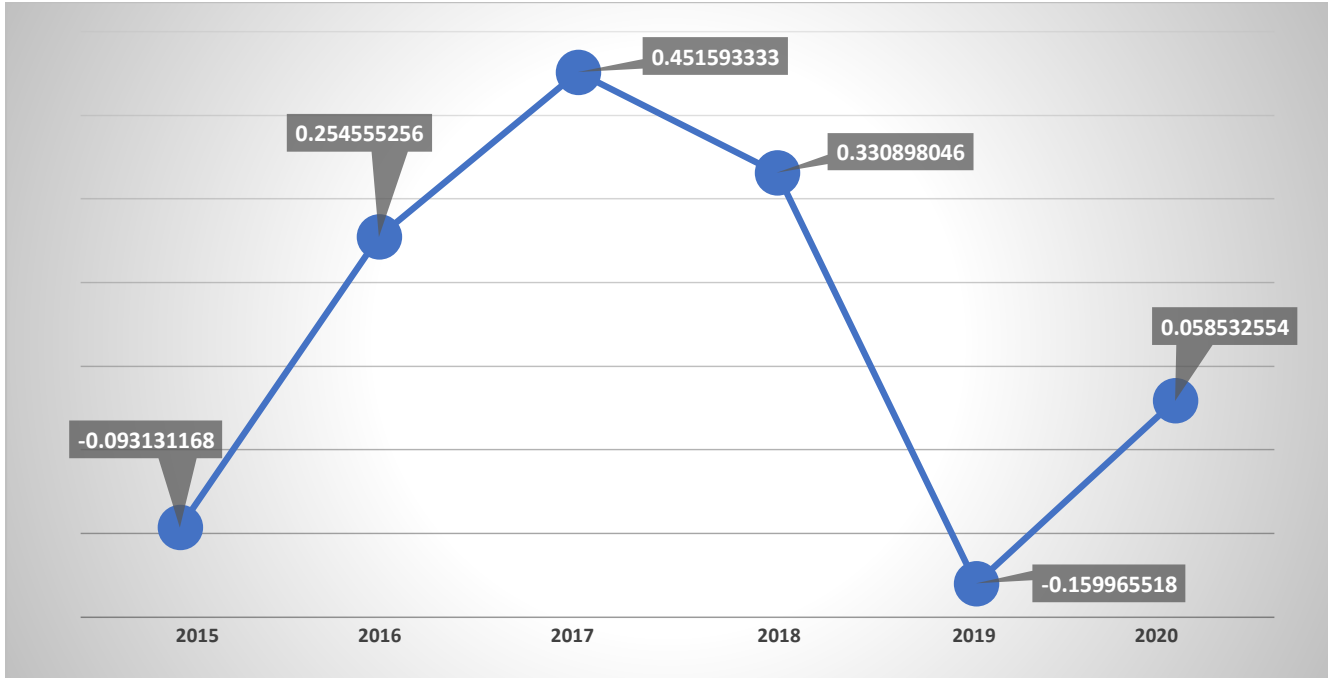
يبين الشكل رقم (4) أن العائد لأسهم بنك الشام في عام 2015 كان سلبياً.

وكان إيجابياً في الأعوام 2016 و 2017 و 2018 و 2019 و 2020.

كان العائد سلبياً في عام 2015، وقد يكون السبب انخفاض القيمة السوقية للسهم، وكانت العوائد للأعوام 2016 و 2017 و 2018 إيجابية وقد يكون السبب لتفاؤل المستثمرين بالنسبة للوضع الاقتصادي حيث كان هنالك استقرار بسعر صرف الليرة السورية وبدء الانتهاء من العمليات الحربية في دمشق ومناطق أخرى في سورية، برغم تحقيق السهم لخسارة في عام 2017، وكان العائد في عام 2019 إيجابياً، وقد يكون السبب قيام البنك بزيادة رأس ماله عن طريق توزيع أسهم منحة، وافتتاح فرعان جديدين في كل من محافظة حمص ومحافظة حلب، وكان العائد في عام 2020 إيجابياً، وقد يكون السبب زيادة رأس مال البنك عن طريق إصدار أسهم، وكذلك تم توزيع أسهم مجانية في هذا العام، برغم الأخبار الإعلامية السلبية عن العقوبات والاعلاقات بسبب فايروس كورونا.

5- التوصيف البياني لعائد سهم بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB:

الشكل رقم (5) العائد على أسهم بنك سوريا الدولي الإسلامي



يبين الشكل رقم (5) أن العائد لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي في عام 2015 كان سلبياً، وكان إيجابياً للأعوام 2016 و 2017 و 2018.

وكان العائد سلبياً في عام 2019 و إيجابياً في عام 2020.

كان العائد سلبياً في عام 2015، وقد يكون السبب انخفاض قيمة السهم السوقية، و كان العائد للأعوام 2016 و 2017 و 2018 إيجابياً، وقد يكون السبب تفاؤل المستثمرين بالنسبة للوضع الاقتصادي حيث كان هنالك استقرار بسعر صرف الليرة السورية وبدء الانتهاء من العمليات الحربية في دمشق ومناطق أخرى في سوريا، برغم تحقيق السهم لخسارة في عام 2017، وكان العائد في عام 2019 سلبياً، وقد يكون السبب بدء الأخبار الإعلامية حول العقوبات الجديدة المتوقعة على سورية (عقوبات قيصر)، وكانت العوائد في عام 2020 إيجابياً، وقد يكون السبب انتخاب مجلس إدارة جديد، برغم الأخبار الإعلامية السلبية عن العقوبات والاعلاقات بسبب فايروس كورونا.

ثالثاً: اختبار الفرضية ومناقشة النتائج:

لمعرفة أثر المحددات الأساسية أو السلوكية في عائد الأسهم، تم وضع معادلة الانحدار كما يلي :

$$R = X + Y$$

R : المتغير التابع وهو العائد.

X : المتغيرات المستقلة التي تمثل المحددات الأساسية.

Y : المتغيرات المستقلة التي تمثل المحددات السلوكية.

فرضية الدراسة: يوجد أثر معنوي للمحددات الأساسية (الاقتصادية والمالية)، وللمحددات السلوكية، في عوائد أسهم الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية.

ولاختبار الفرضية تم استخدام أسلوب المربعات الصغرى، وذلك باستخدام برنامج E-views.

جدول رقم (4) بيانات اختبار الفرضية من خلال برنامج E-views²³

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EX	-4.31E-05	0.000263	-0.163818	0.8713
RE	-4.459675	2.227002	-2.002546	0.0572
CVE	0.030463	0.020900	1.457538	0.1585
PE	0.001178	0.000818	1.441313	0.1630
BF	-0.250703	0.115162	-2.176960	0.0400
ATV	4.208334	1.446068	2.910191	0.0079
C	-0.007919	0.108344	-0.073087	0.9424
R-squared	0.408085	Mean dependent var		0.133336
Adjusted R-squared	0.253672	S.D. dependent var		0.203430
S.E. of regression	0.175744	Akaike info criterion		-0.438616
Sum squared resid	0.710375	Schwarz criterion		-0.111670
Log likelihood	13.57924	Hannan-Quinn criter.		-0.334023
F-statistic	2.642818	Durbin-Watson stat		2.146717
Prob(F-statistic)	0.042466			

²³ من إعداد الباحث بالإعتماد على برنامج E-views.

يبين الجدول رقم (4) نتائج اختبار الفرضية، ونلاحظ من خلاله أن مستوى الدلالة هو أقل من 5%، وبالتالي يوجد أثر للعوامل مجتمعة في عوائد الأسهم، وأن المتغيرات المستقلة تفسر التغير بالعائد على الأسهم بنسبة 25.37% تقريباً.

كما تبين أن العوامل الأكثر تأثيراً هي: إجمالي معدل الدوران حسب الحجم ATV عند مستوى دلالة 1%، والعامل السلوكي BF عند مستوى دلالة 5%، العائد المرجح بالقيمة على الملكية RE عند مستوى دلالة 10%، أي أن هذه المحددات هي التي تؤثر في عوائد الأسهم.

بالتالي يمكن كتابة النموذج على الشكل التالي:

$$R = - 4.459675 RE - 0.2507 BF + 4.2083 ATV$$

وبالتالي نقبل فرضية الدراسة التي تنص على وجد أثر معنوي للمحددات الأساسية (الاقتصادية والمالية)، وللمحددات السلوكية، في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

حيث كان هنالك أثر سلبي للمحدد الأساسي (العائد المرجح بالقيمة على الملكية RE) في عوائد الأسهم، وأثر إيجابي للمحدد الأساسي (إجمالي معدل الدوران حسب الحجم ATV) في عوائد الأسهم، وكان هنالك أثر سلبي للمحدد السلوكي (العامل السلوكي BF) أثر سلبي في عوائد الأسهم.

ويمكن القول أن المحدد الأساسي: العائد المرجح بالقيمة على الملكية RE نسبته ترتفع بازدياد قيمة العائد على حقوق الملكية ROE، وازدياد الوزن W النسبي للشركة عينة الدراسة، وتخفض بازدياد مجموع الأوزان النسبية $\sum W$ للشركات عينة الدراسة، وبالتالي إن العامل الذي يحسن من هذه النسبة هو العائد على حقوق الملكية ROE.

ويمكن القول أن المحدد الأساسي: إجمالي معدل الدوران حسب الحجم ATV كانت نسبته ترتفع بازدياد عدد الأسهم المتداول خلال الفترة بالنسبة لعدد الأسهم القائم لنفس الفترة، وبالتالي إن العامل الذي يحسن من هذه النسبة هو عدد الأسهم المتداول، فنستنتج أن توزيع أسهم مجانية على المساهمين بدلاً من أرباح نقدية يساعد على التداول على أسهم البنك، وأن زيادة رأس مال البنك عن طريق طرح أسهم قد يساهم في تحسين نسبة ATV إذا كان الطلب على الأسهم المطروحة جيد ومرغوب في السوق، وإلا سيكون أثر طرح الأسهم سلبي على نسبة ATV.

ويمكن القول أن المحدد السلوكي: العامل السلوكي BF كانت نسبته ترتفع عموماً كل عام إلى أن أصبحت في عام 2020 قيمته 1 بسبب أن البنوك أصبحت مدة تأسيسها أكثر من 10 سنوات بالنسبة لعام 2020، ولتخفيض هذه النسبة ذات الأثر السلبي، يجب إدراج شركات جديدة في سوق دمشق للأوراق المالية، و أن يصبح التداول أكبر على أسهم الشركات حديثة التأسيس نسبياً.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

- 1- إن الأسهم الأكثر تداولاً في سوق دمشق للأوراق المالية هي لبنوك إسلامية.
- 2- وجود أثر معنوي إيجابي للمحدد الأساسي (العائد المرجح بالقيمة على الملكية RE) في عوائد الأسهم.
- 3- وجود أثر معنوي سلبي للمحدد السلوكي (العامل السلوكي BF) في عوائد الأسهم.
- 4- وجود أثر معنوي إيجابي للمحدد الأساسي (إجمالي معدل الدوران حسب الحجم ATV) في عوائد الأسهم.

ثانياً: التوصيات:

- 1- قيام الشركات بالعمل على زيادة نسبة العائد على حقوق الملكية ROE، لما له من أهمية تحسين نسبة العائد المرجح بالقيمة على الملكية RE.
- 2- تقديم محفزات لإدراج شركات مساهمة جديدة في سوق دمشق لتحفيز التداول، وزيادة معدل دوران الأسهم.
- 3- القيام بدراسات أخرى في المستقبل، لمعرفة مدى تأثير العوامل الأساسية والسلوكية سلبياً وإيجابياً.

المراجع

المراجع العربية:

- صديقي، أحمد، 2020، أثر جودة الأرباح المحاسبية على عوائد الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة المدرجة في بورصة باريس، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية، الجزائر.
- سمر، نوال، 2021، دليلك في المالية، الاردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع .
- تايه، عدنان والتميمي، فؤاد، 2019، الإدارة المالية المتقدمة، الاردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
- الكراسنة، إبراهيم، 2010، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي.
- ساحلي، سهام، 2018، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصتي عمان والدار البيضاء للفترة 2017-2000، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر .
- آل شبيب، دريد كمال، 2010، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، الأردن، دار المسيرة.
- أمين، النجار و سامح، محمد، 2021 ، قياس أثر العلاقة التفاعلية بين الروابط السياسية وممارسات ادارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من البورصة، مقالة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، مصر، المجلد 3، العدد 4، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية .
- مصطفى، صايم، 2017، الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم - دراسة قياسية لعوائد الشركات المدرجة في بورصات (السعودية-الكويت-قطر-أبو ظبي) ، مقالة، جامعة المسيلة ، الجزائر، العدد 2 ، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي .
- عبد اللطيف، مصيطف، 2013، تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مقالة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، المجلد 3، العدد 2، مجلة رؤى اقتصادية.

- رضوان، أحمد، 2020، نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية بالتطبيق على الشركات المسجلة في السوق المالية السعودية، مقالة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، المجلد: 7، العدد: 1، مجلة البحوث المحاسبية.
- فرحي، محمد، 2013، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية، مقالة، جامعة أدرار، الجزائر، المجلد: 13، العدد: 2، مجلة الحقيقة.
- بن عيسى، الهام، 2019، أثر سلوك المستثمر المالي على عوائد الأصول المالية - اختبار نموذج العوامل الستة لبعض البورصات العربية-، مقالة، جامعة عين تموشنت، الجزائر، المجلد: 12، العدد: 2، مجلة العلوم لاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية.
- برارمة، ريما، 2019، أثرالمالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية -دراسة حالة بورصة باريس ولندن-، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس صطيف، الجزائر، موقع جامعة فرحات عباس صطيف.
- المغني، هناء، 2021، أثر التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي المحلية والعالمية على عوائد مؤشرات سوق الأسهم المصري العامة والقطاعية، مقالة، جامعة دمياط، كلية التجارة، مصر، المجلد: 2، العدد: 2، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية.
- بوثلجة، مريم، 2018، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة 2000 - 2016، مقالة، جامعة الأخوة منتوري قسنطينة، الجزائر، المجلد: 1، العدد: 50، مجلة العلوم الإنسانية.
- مصلح، علي، 2019، أثر تغيرات سعر الصرف على عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية في العراق خلال الفترة 2004- 2018 باستخدام نموذج ARDL، رسالة ماجستير، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، السودان، موقع جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

المراجع الأجنبية:

- Hikmah, Trisnawati, 2022, The effect earning per share (EPS), return on equity (ROE), and debt to equity ratio (DER) toward stock return with dividend policy as Intervening Variable (case study on transportation and logistics sector companies listed in the Indonesia stock exchange), article,

Hasanuddin Journal of Applied Business and Entrepreneurship (HJABE) Vol. 5 No. 1 , Indonesia.

- PRAYOGA, JOSE, 2021, Effect of financial ratios to stock return on companies registered at IDX, article, Trisakti School of Management, Jl. Kyai Tapa No. 20 E-JURNAL MANAJEMEN TSM, Indonesia.
- Thampanya, Natthinee, 2020, Fundamental and behavioural determinants of stock return volatility in ASEAN-5 countries, Faculty of Business, Economics and Communications, article, Naresuan University, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Thailand.
- Tamuunu, Sonnia, 2015, The Influence of fundamental factors on stock return (case study: company listed in LQ45 2011-2014), article, Faculty of Economics and Business, University of Sam Ratulangi Manado, Vol.3 No.4.

الملاحق

ملحق رقم (1) متغيرات البنوك عينة الدراسة

ATV	BF	PE	CVE	RE	EX	R	date	banks
0.006063	0.216787	55.67533	5.551913	0.021679	279	0.018982	2015	BSO
0.000925	0.154759	85.39441	5.398742	0.009286	457	0.035454	2016	BSO
0.04539	0.215669	46.72314	6.367985	0.00875	494	0.190943	2017	BSO
0.002602	0.821665	69.74755	5.335011	0.014359	436	0.467273	2018	BSO
0.011777	0.863162	56.56832	0.639371	0.001307	436	-0.1083	2019	BSO
0.009212	1	76.67702	6.274396	0.00846	957	-0.13242	2020	BSO
0.010004	0.216787	129.1733	1.571309	0.004534	279	-0.0912	2015	QNBS
0.025871	0.154759	186.7324	1.315566	0.002352	457	0.160976	2016	QNBS
0.032144	0.215669	161.253	-0.05828	0.001361	494	0.442946	2017	QNBS
0.021061	0.821665	85.21559	1.134914	0.001427	436	0.052117	2018	QNBS
0.012958	0.863162	67.48587	3.366714	0.003284	436	-0.10185	2019	QNBS
0.019204	1	237.8263	4.812974	0.00286	957	0.195796	2020	QNBS
0.023426	0.216787	48.80079	5.823757	0.014937	279	0.066489	2015	BBSY
0.009495	0.154759	99.28101	6.984697	0.020923	457	0.291588	2016	BBSY
0.020491	0.215669	106.733	7.020242	0.024755	494	0.475467	2017	BBSY
0.04949	0.821665	113.8614	7.322157	0.023167	436	0.302042	2018	BBSY
0.026781	0.863162	123.4507	6.759715	0.055461	436	-0.02334	2019	BBSY
0.03352	1	213.3323	8.058673	0.06994	957	-0.03974	2020	BBSY
0.007874	0.216787	32.81031	1.120366	0.001285	279	-0.0466	2015	CHB
0.034144	0.154759	52.6653	5.33328	0.007196	457	0.190061	2016	CHB
0.049769	0.215669	60.24359	3.195723	0.002948	494	0.507805	2017	CHB
0.037497	0.821665	41.84321	3.979173	0.002652	436	0.148945	2018	CHB
0.057962	0.863162	46.91013	6.329937	0.01082	436	0.003159	2019	CHB
0.022603	1	11.47026	10.20257	0.000273	957	0.151013	2020	CHB
0.018532	0.216787	34.27582	6.68394	0.06705	279	-0.09313	2015	SIIB
0.054475	0.154759	71.13265	6.145763	0.033887	457	0.254555	2016	SIIB
0.062666	0.215669	69.33969	6.382573	0.048191	494	0.451593	2017	SIIB
0.116432	0.821665	75.45744	4.262792	0.033802	436	0.330898	2018	SIIB
0.046274	0.863162	61.17788	5.790053	0.049541	436	-0.15997	2019	SIIB
0.047988	1	126.699	6.51657	0.022387	957	0.058533	2020	SIIB

ملحق رقم (2) بيانات بنك سوريا والمهجر وبنك قطر الوطني و بنك البركة

المصرف	الفترة	الفترة الحالية	الفترة السابقة	العائد على الفترة	سعر الصرف	ROE	W	$\sum W$	العائد المرجح بالقيمة على الملكية
BSO	2015	2.37	2.35	0.019	279	0.1	9,346,000,000	43,111,372,518	0.02
BSO	2016	2.40	2.37	0.035	457	0.06	10,146,800,000	65,565,214,313	0.01
BSO	2017	2.60	2.40	0.191	494	0.1	15,720,000,000	179,664,276,104	0.01
BSO	2018	3.06	2.60	0.467	436	0.08	69,209,400,000	385,591,738,970	0.014
BSO	2019	2.95	3.06	-0.108	436	0.008	65,015,280,000	398,079,580,000	0.0013
BSO	2020	2.82	2.95	-0.132	957	0.075	57,345,408,000	508,358,208,000	0.008
QNBS	2015	2.01	2.10	-0.091	279	0.013	15,037,500,000	43,111,372,518	0.005
QNBS	2016	2.17	2.01	0.161	457	0.007	22,026,000,000	65,565,214,313	0.002
QNBS	2017	2.61	2.17	0.443	494	0.004	61,134,000,000	179,664,276,104	0.0014
QNBS	2018	2.66	2.61	0.052	436	0.008	68,764,500,000	385,591,738,970	0.0014
QNBS	2019	2.56	2.66	-0.102	436	0.024	54,472,500,000	398,079,580,000	0.003
QNBS	2020	2.76	2.56	0.196	957	0.017	85,530,000,000	508,358,208,000	0.0029
BBSY	2015	2.07	2.00	0.066	279	0.11	5,854,000,000	43,111,372,518	0.01
BBSY	2016	2.36	2.07	0.292	457	0.12	11,432,000,000	65,565,214,313	0.02
BBSY	2017	2.84	2.36	0.475	494	0.13	34,212,500,000	179,664,276,104	0.02
BBSY	2018	3.14	2.84	0.302	436	0.13	68,716,000,000	385,591,738,970	0.023
BBSY	2019	3.11	3.14	-0.023	436	0.17	129,871,000,000	398,079,580,000	0.055
BBSY	2020	3.07	3.11	-0.040	957	0.2	177,774,000,000	508,358,208,000	0.070

المصرف	الفترة	صافي الربح	قطع بنوي غير محقق	عدد الأسهم	تباين الأرباح	السعر الى القيمة الدفترية	W	$\sum W$	السعر الى القيمة الدفترية للسهم الواحد
BSO	2015	6,401,012,869	4,965,102,000	40,000,000	5.55	256.82	9,346,000,000	43,111,372,518	55.68
BSO	2016	7,801,971,045	6,471,924,000	40,000,000	5.40	551.79	10,146,800,000	65,565,214,313	85.39
BSO	2017	(755,783,033)	(2,915,194,000)	40,000,000	6.37	534	15,720,000,000	179,664,276,104	46.72
BSO	2018	1,932,498,344	-	60,000,000	5.34	388.59	69,209,400,000	385,591,738,970	69.75
BSO	2019	221,643,625	-	72,000,000	0.64	346.36	65,015,280,000	398,079,580,000	56.57
BSO	2020	33,807,092,315	29,356,000,000	86,400,000	6.27	679.73	57,345,408,000	508,358,208,000	76.68
QNBS	2015	20,116,204,494	20,852,041,500	150,000,000	1.57	370.33	15,037,500,000	43,111,372,518	129.17
QNBS	2016	27,827,785,000	27,180,273,000	150,000,000	1.32	555.85	22,026,000,000	65,565,214,313	186.73
QNBS	2017	(12,293,371,851)	(12,619,150,000)	150,000,000	(0.06)	473.90	61,134,000,000	179,664,276,104	161.25
QNBS	2018	591,588,481	-	150,000,000	1.13	477.84	68,764,500,000	385,591,738,970	85.22
QNBS	2019	1,805,713,502	-	150,000,000	3.37	493.18	54,472,500,000	398,079,580,000	67.49
QNBS	2020	138,054,580,070	134,333,231,800	150,000,000	4.81	1,413.55	85,530,000,000	508,358,208,000	237.83
BBSY	2015	7,363,248,065	5,307,036,647	50,000,000	5.82	359.39	5,854,000,000	43,111,372,518	48.80
BBSY	2016	10,722,007,841	7,047,808,774	50,000,000	6.98	569.40	11,432,000,000	65,565,214,313	99.28
BBSY	2017	279,306,651	(3,460,775,000)	50,000,000	7.02	560.50	34,212,500,000	179,664,276,104	106.73
BBSY	2018	4,349,518,101	-	50,000,000	7.32	638.92	68,716,000,000	385,591,738,970	113.86
BBSY	2019	6,566,567,762	-	100,000,000	6.76	378.40	129,871,000,000	398,079,580,000	123.45
BBSY	2020	53,707,963,264	34,850,000,000	150,000,000	8.06	610.04	177,774,000,000	508,358,208,000	213.33

المصرف	الفترة	Y	M	العامل السلوكي	إجمالي عدد الأسهم المتداول خلال الفترة	عدد الأسهم القائم خلال الفترة	اجمالي معدل الدوران حسب الحجم
BSO	2015	9,346,000,000	43,111,372,518	0.22	242,535	40,000,000	0.006
BSO	2016	10,146,800,000	65,565,214,313	0.15	37,009	40,000,000	0.001
BSO	2017	38,748,000,000	179,664,276,104	0.22	1,815,598	40,000,000	0.045
BSO	2018	316,827,238,970	385,591,738,970	0.82	156,126	60,000,000	0.003
BSO	2019	343,607,080,000	398,079,580,000	0.86	847,974	72,000,000	0.012
BSO	2020	508,358,208,000	508,358,208,000	1.00	795,895	86,400,000	0.009
QNBS	2015	9,346,000,000	43,111,372,518	0.22	1,500,571	150,000,000	0.010
QNBS	2016	10,146,800,000	65,565,214,313	0.15	3,880,626	150,000,000	0.026
QNBS	2017	38,748,000,000	179,664,276,104	0.22	4,821,603	150,000,000	0.032
QNBS	2018	316,827,238,970	385,591,738,970	0.82	3,159,159	150,000,000	0.021
QNBS	2019	343,607,080,000	398,079,580,000	0.86	1,943,680	150,000,000	0.013
QNBS	2020	508,358,208,000	508,358,208,000	1.00	2,880,670	150,000,000	0.019
BBSY	2015	9,346,000,000	43,111,372,518	0.22	1,171,308	50,000,000	0.023
BBSY	2016	10,146,800,000	65,565,214,313	0.15	474,726	50,000,000	0.009
BBSY	2017	38,748,000,000	179,664,276,104	0.22	1,024,557	50,000,000	0.020
BBSY	2018	316,827,238,970	385,591,738,970	0.82	2,474,497	50,000,000	0.049
BBSY	2019	343,607,080,000	398,079,580,000	0.86	2,678,131	100,000,000	0.027
BBSY	2020	508,358,208,000	508,358,208,000	1.00	5,027,985	150,000,000	0.034

ملحق رقم (3) بيانات بنك الشام وبنك سوريا الدولي الإسلامي

المصرف	الفترة	الفترة الحالية	الفترة السابقة	العائد على الفترة	سعر الصرف	ROE	W	$\sum W$	العائد المرجح بالقيمة على الملكية
CHB	2015	1.96	2.01	-0.047	279	0.012	4,615,000,000	43,111,372,518	0.001
CHB	2016	2.15	1.96	0.190	457	0.066	7,148,500,000	65,565,214,313	0.01
CHB	2017	2.66	2.15	0.508	494	0.023	23,028,000,000	179,664,276,104	0.003
CHB	2018	2.81	2.66	0.149	436	0.03	34,081,950,000	385,591,738,970	0.003
CHB	2019	2.81	2.81	0.003	436	0.11	39,157,800,000	398,079,580,000	0.011
CHB	2020	2.97	2.81	0.151	957	0.019	7,300,800,000	508,358,208,000	0.000
SIIB	2015	1.99	2.08	-0.093	279	0.35	8,258,872,518	43,111,372,518	0.07
SIIB	2016	2.24	1.99	0.255	457	0.15	14,811,914,313	65,565,214,313	0.03
SIIB	2017	2.69	2.24	0.452	494	0.19	45,569,776,104	179,664,276,104	0.05
SIIB	2018	3.02	2.69	0.331	436	0.09	144,819,888,970	385,591,738,970	0.034
SIIB	2019	2.86	3.02	-0.160	436	0.18	109,563,000,000	398,079,580,000	0.050
SIIB	2020	2.92	2.86	0.059	957	0.1	113,808,000,000	508,358,208,000	0.022

المصرف	الفترة	صافي الربح	قطع بنوي غير محقق	عدد الأسهم	تباين الأرباح	السعر الى القيمة الدفترية	W	ΣW	السعر الى القيمة الدفترية للواحد
CHB	2015	5,486,378,250	5,290,611,323	50,000,000	1.12	306.50	4,615,000,000	43,111,372,518	32.81
CHB	2016	8,505,241,821	6,896,219,734	50,000,000	5.33	483.04	7,148,500,000	65,565,214,313	52.67
CHB	2017	(2,553,729,567)	(3,106,312,496)	50,000,000	3.20	470.02	23,028,000,000	179,664,276,104	60.24
CHB	2018	858,441,699	-	52,500,000	3.98	473.40	34,081,950,000	385,591,738,970	41.84
CHB	2019	3,178,078,935	-	60,000,000	6.33	476.89	39,157,800,000	398,079,580,000	46.91
CHB	2020	32,506,848,238	3,128,056,317	80,000,000	10.20	798.68	7,300,800,000	508,358,208,000	11.47
SIIB	2015	5,545,816,078	172,126,295	84,994,057	6.68	178.92	8,258,872,518	43,111,372,518	34.28
SIIB	2016	11,558,069,582	7,452,162,637	84,994,057	6.15	314.87	14,811,914,313	65,565,214,313	71.13
SIIB	2017	1,738,862,604	(3,268,324,753)	92,076,895	6.38	273.38	45,569,776,104	179,664,276,104	69.34
SIIB	2018	2,363,640,668	(218,000,000)	137,011,598	4.26	200.91	144,819,888,970	385,591,738,970	75.46
SIIB	2019	5,969,451,245	(96,100,000)	150,000,000	5.79	222.28	109,563,000,000	398,079,580,000	61.18
SIIB	2020	49,957,798,681	41,235,491,500	150,000,000	6.52	565.94	113,808,000,000	508,358,208,000	126.70

المصرف	الفترة	Y	M	العامل السلوكي	إجمالي عدد الأسهم المتداول خلال الفترة	عدد الأسهم القائم خلال الفترة	اجمالي معدل الدوران حسب الحجم
CHB	2015	9,346,000,000	43,111,372,518	0.22	393,700	50,000,000	0.008
CHB	2016	10,146,800,000	65,565,214,313	0.15	1,707,207	50,000,000	0.034
CHB	2017	38,748,000,000	179,664,276,104	0.22	2,488,469	50,000,000	0.050
CHB	2018	316,827,238,970	385,591,738,970	0.82	1,968,581	52,500,000	0.037
CHB	2019	343,607,080,000	398,079,580,000	0.86	3,477,707	60,000,000	0.058
CHB	2020	508,358,208,000	508,358,208,000.00	1.00	1,808,279	80,000,000	0.023
SIIB	2015	9,346,000,000	43,111,372,518.00	0.22	1,575,089	84,994,057	0.019
SIIB	2016	10,146,800,000	65,565,214,313	0.15	4,630,029	84,994,057	0.054
SIIB	2017	38,748,000,000	179,664,276,104	0.22	5,770,134	92,076,895	0.063
SIIB	2018	316,827,238,970	385,591,738,970	0.82	15,952,519	137,011,598	0.116
SIIB	2019	343,607,080,000	398,079,580,000	0.86	6,941,067	150,000,000	0.046
SIIB	2020	508,358,208,000	508,358,208,000.00	1.00	7,198,197	150,000,000	0.048

