مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: دراسة تحليلية للعلاقة بين الاستثمار وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية
اسم الكاتب: مجد بسام طنوس
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/library/10088
تاريخ الاسترداد: 2026/05/25 04:35 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Analytical study of the relationship between investment and trading volume in the Damascus Securities Exchange

Majd Bassam Tannous*

(Received 23 / 10 / 2024. Accepted 24 / 11 / 2024)

□ ABSTRACT □

The aim of the research was to study the relationship between public and private investment and the trading volume of companies listed on the Damascus Stock Exchange, with the presence of controlling variables such as the inflation rate and the exchange rate, during the period from 1/1/2010 to 12/1/2021.

The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model was used. A descriptive analysis of the data was conducted using descriptive statistics to understand the distribution of the data and identify the presence of extreme values. The stationarity of the variables was then tested using unit root tests (Phillips-Perron) to ensure the validity of the ARDL model. The ARDL model was then estimated and the long- and short-term relationships between investment, inflation rate, exchange rate, and trading volume were evaluated.

The research results showed a statistically significant relationship between investment and trading volume in the Damascus Stock Exchange, but this relationship is complex and multifaceted. The negative impact of private investment may be due to the increase in mergers and acquisitions as a result of the growth of private investment, which reduces the number of listed companies and thus the trading volume. Also, companies may resort to loans instead of increasing capital by offering new shares. The weak positive impact of public investment: is explained by the government's role in improving the infrastructure and creating a more attractive investment environment, which is positively reflected in trading activity in the market. However, the weakness of this impact indicates the existence of other factors that have a greater influence on investors' decisions and limit the effectiveness of public investment in stimulating trading.

Keywords: Public investment, private investment, trading volume, Damascus Stock Exchange.

Copyright **:**Tishreen University journal-Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

* **Researcher, MBA, Faculty of Economics, Tartous University, Tartous, Syria.**

دراسة تحليلية للعلاقة بين الاستثمار وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية

مجد بسام طنوس*

(تاريخ الإيداع 23 / 10 / 2024. قُبِل للنشر في 24 / 11 / 2024)

□ ملخّص □

هدف البحث إلى دراسة العلاقة بين الاستثمار بشقيه العام والخاص وبين حجم التداول للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بوجود متغيرات ضابطة مثل معدل التضخم وسعر الصرف، وذلك خلال الفترة من 2010/1/1 إلى 2021/12/1.

تمّ الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL). حيث أجري تحليل وصفي للبيانات باستخدام الإحصاء الوصفي لفهم توزيع البيانات وتحديد وجود قيم متطرفة. تمّ بعد ذلك اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة (Phillips-Perron) للتأكد من صلاحية استخدام نموذج ARDL. ثم تم تقدير نموذج ARDL وتقييم العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين الاستثمار، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، وحجم التداول.

أظهرت نتائج البحث وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، ولكن هذه العلاقة معقدة ومتعدد الأوجه. فالتأثير السلبي للاستثمار الخاص قد يعود إلى زيادة عمليات الدمج والاستحواذ نتيجة لتنامي الاستثمار الخاص، مما يقلل عدد الشركات المدرجة وبالتالي حجم التداول. كذلك، قد تلجأ الشركات إلى القروض بدلاً من زيادة رأس المال عبر طرح أسهم جديدة. والتأثير الإيجابي الضعيف للاستثمار العام: يُفسر بدور الحكومة في تحسين البنية التحتية وتهيئة بيئة استثمارية أكثر جاذبية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على نشاط التداول في السوق. إلا أنّ ضعف هذا التأثير يشير إلى وجود عوامل أخرى أكثر تأثيرًا على قرارات المستثمرين وتحد من فعالية الاستثمار العام في تحفيز التداول.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار العام، الاستثمار الخاص، حجم التداول، سوق دمشق للأوراق المالية.

حقوق النشر : مجلة جامعة تشرين- سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY-NC-SA 04

* **باحث، ماجستير ، إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة طرطوس، طرطوس، سورية.**

مقدمة:

تُعدّ الأسواق المالية منظومة مترابطة تتفاعل فيها مختلف العوامل الاقتصادية والمالية لتشكل بيئة ديناميكية. من أبرز هذه العوامل، الاستثمار وحجم التداول، حيث ترتبط هذان المفهومان ارتباطًا وثيقًا ببعضهما البعض، وتؤثران بشكل كبير على أداء السوق ككل.

تمثل العلاقة بين الاستثمار وحجم التداول في الأسواق المالية تفاعلاً معقدًا يعكس ديناميكيات السوق واستجابة المستثمرين للأحداث الاقتصادية. يُظهر حجم التداول نشاط المستثمرين وقراراتهم، حيث يتزايد مع ارتفاع الثقة في السوق، مما يعكس تدفقًا متزايدًا للأموال واستعدادًا أكبر للمخاطرة. وفي هذه الأوقات، يوفر الحجم الكبير من التداول فرصًا للأرباح ويعكس قوة السوق.

بالمقابل، في حالات عدم اليقين أو التقلبات السلبية، ينخفض حجم التداول، مما يشير إلى تردد المستثمرين وحذرهم. هذه الظاهرة تُظهر كيف يدفع الخوف وعدم الاستقرار الاقتصادي المستثمرين إلى إبطاء نشاطهم والامتناع عن الدخول في صفقات جديدة، مما يؤدي إلى حصار السوق ويؤثر سلبًا على سيولته.

مما سبق، يُعتبر حجم التداول مقياسًا حيويًا لفهم الأنماط السلوكية للمستثمرين وأداء السوق، مما يعكس التغيرات في المشاعر والدوافع الاقتصادية لدى المشاركين في السوق. كلما زاد النشاط، كانت هناك دلائل على الثقة والابتكار الاقتصادي، بينما تعكس الانخفاضات في الحجم حالة من الضعف والتراجع الاقتصادي. هذه الديناميكية تجعل من حجم التداول أداة تحليل أساسية لفهم الاتجاهات الاقتصادية وتوقعاتها.

الدراسات السابقة:

1- دراسة الزرير والدكي (2018) بعنوان: "دور سلوك المستثمر في دراسة خصائص سوق دمشق للأوراق المالية في ظل عدم التأكد".

هدفت الدراسة إلى التركيز على دور سلوك المستثمر في فهم تقلبات الأسواق المالية من خلال دراسة أثر أنموذج GARCH (1,1) على العلاقة بين حجم التداول وتقلبات عوائد السوق، ومعرفة اثر الثقة المبالغ فيها على قرارات المستثمرين من خلال تطبيق نموذج VAR و ARMA- EGARCH (1,1) جرت الدراسة على (23) شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2010/1/1 ولغاية 2017/5/31. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين حجم التداول وتقلبات عوائد السوق، وأنّ سلوك المستثمرين غير عقلاني عندما تسود حالة عدم التأكد في السوق المالي، وإلى أهمية الثقة المبالغ فيها في تقدير خصائص سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي يُعدّ تفسير سلوكيات المستثمرين من العوامل الأساسية والضرورية بهدف إنجاح نماذج تتماشى أكثر مع الواقع.

2- دراسة داده (2020) بعنوان: "تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام نموذج السلاسل الزمنية وأثرها على مؤشر السوق".

هدفت الدراسة إلى تحليل أحجام التداول للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية في قطاع البنوك باستخدام نموذج تحليل السلاسل الزمنية فيما يتعلق بسلوك أحجام التداول للأسهم في قطاع البنوك، ومن ثمّ التوصل إلى تحديد أهم مكونات السلسة الزمنية التي يتأثر بها مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من خلال القيام بالدراسة الإحصائية على قطاع البنوك في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة ما بين افتتاح السوق في العام 2009 وحتى نهاية شهر حزيران لعام 2020، وتبين إنّ إحجام التداول سيشهد ارتفاعاً طفيفاً في السنوات اللاحقة، كما أنّ قيم التداول لن

تنخفض في السنوات اللاحقة، إضافة إلى انّ قيمة التداول في المصارف والقيمة السوقية للمصارف هي من تؤثر على مؤشر الشوق بشكل عام.

3- دراسة عبد الغني (2020) بعنوان: دور سوق للأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر.

هدفت الدراسة إلى تحليل الدور المحوري الذي تلعبه الأسواق المالية المصرية في دفع عجلة النمو الاقتصادي. وقد ركزت الدراسة بشكل خاص على كيفية مساهمة هذه الأسواق في زيادة معدلات الادخار، وتوفير السيولة اللازمة للاستثمار، وتعزيز تكوين رأس المال. كما قامت الدراسة بتقييم أداء سوق الأوراق المالية المصرية على مدار الخمسة عشر عامًا الماضية، وذلك من خلال دراسة تطور أداء سوقي الإصدار والتداول، وتحليل مؤشرات الأداء المالية المختلفة. وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي في جمع وتحليل البيانات، بالإضافة إلى استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية المتخصصة. أظهرت نتائج الدراسة أن سوق الأوراق المالية المصرية تلعب دورًا حيويًا في تنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، وذلك على الرغم من التحديات الاقتصادية الداخلية والخارجية التي تواجهها البلاد. ومع ذلك، كشفت الدراسة عن بعض نقاط الضعف في سوق الإصدار، مثل انتشار الشركات المساهمة المغلقة وضعف حجم إصدارات السندات، خاصة السندات الخاصة. كما أشارت الدراسة إلى أن الجزء الأكبر من إصدارات السندات يتركز في أيدي الحكومة.

4- دراسة (Asaad, 2021) بعنوان:

The reality of Arab Foreign direct investment Projects in the light of Foreign economic Sanctions imposed on Syria between 2000 – 2016.

واقع مشاريع الاستثمار العربي الأجنبي المباشر في ظل العقوبات الاقتصادية الخارجية المفروضة على سورية بين عامي 2000 و2016.

تُعنى الدراسة بتقييم الأثر المتبادل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والمؤشرات الاقتصادية في سورية، مع التركيز على دور العقوبات الاقتصادية في تشكيل هذا التفاعل قبل وبعد اندلاع الأزمة في عام 2011. وقد تبين من خلال التحليل أن الاستثمار الأجنبي المباشر قد لعب دورًا محوريًا في تعزيز النمو الاقتصادي، وتوفير فرص العمل، ونقل التكنولوجيا، وتطوير البنية التحتية في سورية قبل عام 2011. وقد ساهم بشكل فعال في تحسين العديد من المؤشرات الاقتصادية، مثل الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات التوظيف.

ومع ذلك، كشفت الدراسة أنّ العقوبات الاقتصادية المفروضة على سورية قد أدت إلى تراجع حاد في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بعد عام 2011، مما أثر سلبًا على الاقتصاد السوري وأعاق جهوده في التعافي وإعادة البناء. وقد تسبب هذا التراجع في تفاقم الأزمة الاقتصادية، وتقويض قدرة سورية على جذب الاستثمارات الأجنبية المستقبلية.

5- دراسة إسماعيل ومعروف (2023) بعنوان: تطور السوق المالي ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

هدفت الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين تطور الأسواق المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في مجموعة من الدول العربية، وهي سورية ولبنان والأردن والعراق. وقد ركزت الدراسة على قياس تأثير ثلاثة مؤشرات رئيسية لوصف تطور السوق المالي، وهي: مؤشر السوق، وسيولة السوق، ومساهمة السوق، وذلك على صافي التدفقات النقدية الواردة كقياس للاستثمار الأجنبي المباشر. باستخدام منهجية التحليل الوصفي والبيانات المقطعية الزمنية للفترة من 1990 إلى 2020. أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر السوق ومساهمة السوق من جهة، وصافي التدفقات الاستثمارية الأجنبية المباشرة من جهة أخرى، سواء على المدى الطويل أو القصير. وعلى العكس، أشارت

النتائج إلى وجود علاقة موجبة بين سيولة السوق وصافي التدفقات الاستثمارية، مما يشير إلى أن زيادة سيولة الأسواق المالية في الدول المدروسة تساهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

التعقيب على الدراسات السابقة:

مما سبق تشترك جميع الدراسات في الاهتمام بسوق الأوراق المالية وتأثيره على مختلف الجوانب الاقتصادية، سواء على مستوى الشركات أو الدول. ومع ذلك، تختلف هذه الدراسات في التركيز والمنهجية المستخدمة. فمثلاً دراسات الزرير والدكي وداده وعبد الغني: تركز هذه الدراسات على سوق دمشق للأوراق المالية بشكل خاص، وتحلل دور السلوك الاستثماري، وحجم التداول، وتأثير السوق على النمو الاقتصادي. وهي تعتمد على أدوات تحليلية مثل نماذج السلاسل الزمنية لدراسة التطورات على مر الوقت.

أما دراسة Asaad: تركز على تأثير العقوبات الاقتصادية على الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية، وهي تتناول موضوعًا مختلفًا قليلاً عن الدراسات الأخرى، لكنها مرتبطة ببيئة عمل سوق دمشق للأوراق المالية.

بينما دراسة إسماعيل ومعروف: تتناول موضوعًا أكثر شمولية، حيث تبحث في العلاقة بين تطور السوق المالي وجذب الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى عام، دون التركيز على دولة معينة.

تأتي الدراسة الحالية لتكمّل هذه الصورة، حيث تركز بشكل محدد على العلاقة بين الاستثمار وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية. وبالتالي، فإنها تتقاطع مع دراسات الزرير والدكي وداده، ولكنها تغطي جانبًا أكثر تحديدًا من هذه العلاقة.

مقارنةً بالدراسات الأخرى، تتميز الدراسة الحالية بالتركيز على العلاقة المباشرة بين الاستثمار وحجم التداول، وهو جانب حيوي لفهم ديناميكيات السوق. كما أنها تساهم في بناء فهم أعمق لآليات عمل سوق دمشق للأوراق المالية، وتأثير العوامل الداخلية والخارجية على أدائه.

مشكلة البحث:

تواجه علاقة الاستثمار العام والخاص وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية تحديات كبيرة بسبب الأزمة السورية المستمرة. فمن جهة، تسعى الحكومة السورية لتنشيط الاقتصاد ودعم الشركات المحلية من خلال الاستثمارات العامة في القطاعات الحيوية. هذه الاستثمارات من شأنها أن تحفز الطلب على أسهم الشركات المدرجة، وبالتالي زيادة حجم التداول. إلا أنّ الأزمة قد أدت إلى تراجع الثقة لدى المستثمرين، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، مما يحد من رغبتهم في المشاركة في السوق.

بالإضافة إلى ذلك، تعاني الشركات السورية من نقص السيولة النقدية، مما يقلل من قدرتها على الاستثمار والتوسع. هذا بدوره يؤثر سلباً على جاذبية السوق بالنسبة للمستثمرين. كما أنّ التقلبات السياسية والأمنية المستمرة تخلق بيئة غير مستقرة للاستثمار، مما يزيد من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في السوق السورية.

مما سبق، تتلخص مشكلة البحث في أنّ العلاقة بين الاستثمار العام والخاص وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية في ظل الظروف الراهنة هي علاقة معقدة ومتأثرة بعوامل متعددة. فبينما تسعى الحكومة إلى تحفيز السوق من خلال الاستثمارات العامة، إلا أنّ الأزمة السورية المستمرة والظروف الاقتصادية الصعبة تشكل تحديات كبيرة أمام تنشيط هذا السوق.

أهمية البحث وأهدافه:

تتمتع دراسة العلاقة بين الاستثمار وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية بأهمية نظرية كبيرة تساهم في توسيع آفاق المعرفة الاقتصادية. فهي تتيح لنا فهم أعمق لآليات عمل الأسواق المالية في ظل ظروف استثنائية، وتساعد في تطوير النظريات الاقتصادية المتعلقة بسلوك المستثمرين واتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق الناشئة. كما أنها تمكننا من اختبار صحة النماذج الاقتصادية القائمة وتعديلها بما يتناسب مع الواقع السوري، مما يساهم في بناء قاعدة معرفية أكثر دقة وشمولية. أما الأهمية العملية للبحث فتتمثل في توفير معلومات قيمة لصناع القرار والمستثمرين، مما يساهم في تطوير السوق وتعزيز دوره في الاقتصاد السوري.

هدف البحث إلى دراسة العلاقة بين الاستثمار بشقيه العام والخاص وبين حجم التداول للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة من 2010/1/1 إلى 2021/12/1.

متغيرات البحث:

تتمثل متغيرات البحث بما يأتي:

المتغيرات المستقلة: الاستثمار العام (INVPU)، الاستثمار الخاص (INVPR).

المتغيرات الضابطة: معدل التضخم (INF)، سعر الصرف (EX).

المتغير التابع: حجم التداول للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (TV). تمثل قيمة التداول القيمة النقدية الإجمالية لجميع عمليات البيع والشراء التي تمت على سهم مُعين أو في السوق ككل خلال فترة زمنية محددة (شهر). وتعكس نشاط التداول وإقبال المستثمرين على البيع والشراء. وتمّ حسابها وفق الآتي:

قيمة التداول = (سعر السهم × عدد الأسهم المتداولة) لجميع الصفقات التي تمت خلال الفترة

فرضيات البحث:

يعتمد البحث على الفرضية الآتية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار بشقيه العام والخاص وبين حجم التداول للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

منهجية البحث:

اعتمد البحث على المنهج الكمي، حيث تمّ دراسة طبيعة العلاقة بين الاستثمار بشقيه العام والخاص وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الشهرية من 2010/1/1 إلى 2021/12/1، حيث تمّ الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL). تمّ إجراء تحليل وصفي للبيانات باستخدام الإحصاء الوصفي لفهم توزيع البيانات وتحديد وجود قيم متطرفة. تمّ بعد ذلك اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة (Phillips-Perron) للتأكد من صلاحية استخدام نموذج ARDL. ثم تم تقدير نموذج ARDL وتقييم العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين الاستثمار، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، وحجم التداول. تمّ اختبار فرضية البحث من خلال اختبارات "تقدير المعاملات" و"اختبارات F" للتأكد من دلالة إحصائية العلاقات المقدرة، وبالتالي تمّ تقييم ملاءمة النموذج والتأكد من استيفائه لشروط النموذج الكلاسيكي باستخدام اختبارات بواقي النموذج (التوزع الطبيعي، ودالة الارتباط الذاتي، وتجانس التباين).

النتائج والمناقشة:

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

يبين الجدول الآتي الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

جدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	INVPU	INVPR	INF	EX	TV
Mean	243231.4	190834.0	2.946118	483.5572	3.285090
Median	239461.5	208386.9	1.557848	342.0350	0.562040
Maximum	289606.2	258062.0	37.50363	2512.000	165.7200
Minimum	213344.8	102810.0	-5.174525	45.50000	0.007270
Std. Dev.	20803.05	44293.60	4.736858	609.1981	17.14143
Skewness	0.680673	-0.486862	3.438398	2.356500	8.249466
Kurtosis	2.654699	1.907291	22.17982	8.051826	72.31195
Jarque-Bera	11.83497	12.85292	2490.934	286.3999	30458.17
Probability	0.002692	0.001618	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	144	144	144	144	144

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

يبين الجدول رقم (1) ما يلي:

أ- فيما يتعلق بقيمة التداول (TV):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): يُشير الاختلاف بين الوسط (483.56) والوسيط (342.04) إلى انحراف البيانات نحو اليمين (Right Skewness). وهذا يدل على وجود عدد قليل من القيم العالية التي تؤثر على المتوسط الحسابي بشكل ملحوظ. يكون ذلك بسبب وجود مُعاملات كبيرة في السوق في بعض الأشهر، مثل شهر أكتوبر 2020 الذي شهد زيادة كبيرة في قيمة التداول نتيجة لإعلان الحكومة عن توسع في عدد الشركات المدرجة.

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (2512) والحد الأدنى (45.5) وجود تباين كبير في قيمة التداول، مما يدل على عدم استقرار السوق ووجود مُعاملات كبيرة في بعض الأيام ومُعاملات صغيرة في أيام أخرى.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم العالية للتفرطح (72.31) والالتواء (8.25) إلى وجود توزيع غير متماثل وذي قمم حادة، مما يدل على وجود قيمة متطرفة (Outlier) في البيانات، وهي تُمثل مُعاملات غير طبيعية في السوق وتُؤثر على حساب الوسط والانحراف المعياري بشكل ملحوظ.

4- يشير التباين الكبير في قيمة التداول إلى وجود عدم استقرار في السوق، ويشير الالتواء إلى وجود مُعاملات كبيرة غير طبيعية في السوق، وتُعزى هذه المُعاملات إلى وجود أحداث غير متوقعة، مثل أحداث سياسية، وإعلان حكومي عن سياسات اقتصادية جديدة، حيث تُؤثر هذه الأحداث على ثقة المستثمرين وتُؤدي إلى تغيرات سريعة في أسعار الأسهم وقيمة التداول.

ب- فيما يتعلق بالاستثمار العام (INVPU):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): تُشير القيم المتقاربة للوسط (243231.4) والوسيط (239461.5) إلى وجود توزيع قريب من التوزيع الطبيعي (Normal Distribution).

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (289606.2) والحد الأدنى (213344.8) وجود تباين كبير في مُعدلات الاستثمار العام، مما يشير إلى أنّ الحكومة لم تتمكن من الحفاظ على مُعدلات استثمار ثابتة خلال فترة الحرب.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم المنخفضة للتفرطح (2.65) والالتواء (0.68) إلى أنّ توزيع البيانات قريب من التوزيع الطبيعي وأقل تأثرًا بالقيمة المتطرفة (Outlier).

4- يُشير التباين الكبير في مُعدلات الاستثمار العام إلى وجود تحديات كبيرة تواجه الحكومة في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية، وتُعزى هذه التحديات إلى الظروف الاقتصادية الصعبة في سورية خلال فترة الحرب، من ارتفاع تكاليف الاستثمار وعدم استقرار البيئة السياسية.

ج- فيما يتعلق بالاستثمار الخاص (INVPR):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): تُشير القيم المتقاربة للوسط (190834) والوسيط (208386.9) إلى وجود توزيع قريب من التوزيع الطبيعي (Normal Distribution).

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (258062) والحد الأدنى (102810) وجود تباين كبير في مُعدلات الاستثمار الخاص، مما يشير إلى أن القطاع الخاص في سورية يُواجه تحديات كبيرة في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية، وتُعزى هذه التحديات إلى الظروف الاقتصادية الصعبة في سورية خلال فترة الحرب وعدم استقرار البيئة الاقتصادية.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم المنخفضة للتفرطح (1.91) والالتواء (-0.49) إلى أنّ توزيع البيانات قريب من التوزيع الطبيعي وأقل تأثرًا بالقيمة المتطرفة (Outlier).

4- يُشير التباين الكبير في مُعدلات الاستثمار الخاص إلى وجود تحديات كبيرة تواجه القطاع الخاص في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية، وتُعزى هذه التحديات إلى الظروف الاقتصادية الصعبة في سورية خلال فترة الحرب، منها خروج الكثير من المناطق خارج الانتاج وارتفاع تكاليف الاستثمار وعدم استقرار البيئة السياسية.

د- فيما يتعلق بمعدل التضخم (INF):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): يُشير الاختلاف بين الوسط (2.95) والوسيط (1.56) إلى انحراف البيانات نحو اليمين (Right Skewness)، وهذا يدل على وجود عدد قليل من القيم العالية التي تؤثر على المتوسط الحسابي بشكل ملحوظ.

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (37.5) والحد الأدنى (-5.17) وجود تباين كبير في معدل التضخم، مما يدل على وجود عدم استقرار في مستوى الأسعار ووجود تغيرات سريعة في معدل التضخم خلال فترة الحرب.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم العالية للتفرطح (22.18) والالتواء (3.44) إلى وجود توزيع غير متماثل وذي قمم حادة، مما يدل على وجود قيمة متطرفة (Outlier) في البيانات، وتُعزى هذه القيمة إلى

وجود زيادة سريعة في معدل التضخم في بعض الأشهر، مثل شهر مايو 2011 الذي شهد زيادة كبيرة في معدل التضخم نتيجة لإعلان الحكومة عن سياسات جديدة للسوق المالية.

4- يشير التباين الكبير في معدل التضخم إلى وجود عدم استقرار في مستوى الأسعار، وتُعزى هذه الاختلافات إلى وجود أسباب متعددة، مثل نقص السلع، وارتفاع تكاليف النقل، وعدم استقرار البيئة السياسية.

هـ- فيما يتعلق بسعر الصرف (EX):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): يُشير الاختلاف بين الوسط (483.56) والوسيط (342.04) إلى انحراف البيانات نحو اليمين (Right Skewness). وهذا يدل على وجود عدد قليل من القيم العالية التي تؤثر على المتوسط الحسابي بشكل ملحوظ.

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (2512) والحد الأدنى (45.5) وجود تباين كبير في سعر الصرف، مما يشير إلى وجود عدم استقرار في سعر الصرف ووجود تغيرات سريعة في سعر الصرف خلال فترة الحرب.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم العالية للتفرطح (8.05) والالتواء (2.36) إلى وجود توزيع غير متماثل وذي قمم حادة، مما يدل على وجود قيمة متطرفة (Outlier) في البيانات، وتُعزى هذه القيمة إلى وجود تغيرات سريعة في سعر الصرف في بعض الأشهر، مثل شهر تشرين الأول 2019 الذي شهد انخفاضًا كبيرًا في سعر الصرف نتيجة لإعلان الحكومة عن سياسات جديدة للسوق المالية.

4- يشير التباين الكبير في سعر الصرف إلى وجود عدم استقرار في سعر الصرف، وتُعزى هذه الاختلافات إلى وجود أسباب متعددة، منها نقص العملة الصعبة، وعدم استقرار البيئة السياسية، والضغط على الاحتياطيات الاستراتيجية للبلاد.

ثانياً: اختبار التعددية الخطية بين المتغيرات:

جدول (2) معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة

	Coefficient	Centered
Variable	Variance	VIF
INVPU	2.05E-06	1.885537
INVPR	5.26E-07	2.189879
INF	22.10337	1.052260
EX	0.003999	3.149146

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

يبين الجدول (2) نتائج تحليل التعددية الخطية (VIF)، حيث أنّ المتغيرات المستقلة في النموذج لها ارتباطات متوسطة إلى ضعيفة بعضها ببعض، حيث يبلغ مؤشر VIF للمتغير INVPU (الاستثمار العام) 1.88 وINVPR (الاستثمار الخاص) 2.19، ولم تُظهر بقية المتغيرات مثل INF (معدل التضخم) وEX (سعر الصرف) ارتباطات قوية مع بقية المتغيرات، حيث تُشير قيم VIF للمتغيرين إلى أقل من 3، وهذا يعني أنّ المتغيرات المستقلة ليست متداخلة بشكل كبير في تفسير التباين في المتغير التابع، مما يقلل من احتمال وجود مشكلة تعدد خطية خطيرة في النموذج.

ثالثاً: اختبارات الاستقرارية:

يبين الجدول (3) نتائج الاستقرارية للمتغيرات، حيث تمّ اختيار النموذج المناسب للاختيار بالاعتماد على معاملات النموذج، وتمّ الحصول على النتائج الآتية:

جدول (3) نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرارية متغيرات البحث

المتغيرات	الاختبار	عند المستوى			عند الفرق الأول		
		ثابت واتجاه	ثابت	من دون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت	من دون ثابت واتجاه
		قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)
INVPR	Phillips Perron	-3.43 (0.041)	-	-	-	-	-
INVPU	Phillips Perron	-1.38 (0.861)	-	-	-	-	-2.71 (0.006)
EX	Phillips Perron	-	-	2.64 (0.998)	-	-	-11.81 (0.000)
INF	Phillips Perron	-10.99 (0.000)	-	-	-	-	-
TV	Phillips Perron	-3.95 (0.012)	-	-	-	-	-

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

1) INVPR (الاستثمار الخاص): القيمة t عند المستوى هي −3.43 مع احتمال 0.041. تُشير النتيجة إلى أنّ القيمة t أقل من القيمة الحرجة، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم. هذا يعني أنّ الاستثمار الخاص ليس متكاملاً (غير مستقر) عند المستوى، وهو متكامل من الدرجة الأولى (مستقر). يشير ذلك إلى أنّ الاستثمار الخاص يظهر اتجاهًا عامًا مع مرور الوقت، ولكن يمكن تصحيحه من خلال إجراء "الفرق الأول" للبيانات، ما يعني أخذ الفرق بين قيمة الاستثمار الخاص في كل فترة والفترة السابقة.

2) INVPU (الاستثمار العام): القيمة t عند المستوى هي −1.38 مع احتمال 0.861، بينما القيمة t عند الفرق الأول هي −2.71 مع احتمال 0.006. عند المستوى، لا يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ الاستثمار العام غير مستقر عند الفرق الأول، يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ الاستثمار العام متكامل من الدرجة الأولى (مستقر). تشير هذه النتائج إلى وجود اتجاه عام في الاستثمار العام مع مرور الوقت. لا يصبح الاستثمار العام ثابتًا إلا بعد أخذ الفرق الأول، ما يشير إلى وجود تغيرات (تحولات) في سياسة الاستثمار الحكومي مع مرور الوقت.

3) EX (سعر الصرف): القيمة t عند المستوى هي 2.64 مع احتمال 0.998، بينما القيمة t عند الفرق الأول هي −11.81 مع احتمال 0.000. عند المستوى، لا يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أن سعر الصرف غير مستقر. عند الفرق الأول، يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ سعر الصرف متكامل من الدرجة الأولى (مستقر). يشير ذلك إلى أن سعر الصرف عرضة للتقلبات والتغيرات مع مرور الوقت. لا يصبح ثابتًا إلا بعد أخذ الفرق الأول، ما يشير إلى وجود "الارتباط التسلسلي" في سعر الصرف، حيث تؤثر القيم السابقة لسعر الصرف بشكل كبير على القيم اللاحقة.

4) INF (معدل التضخم): القيمة t عند المستوى هي −10.99 مع احتمال 0.000. يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ معدل التضخم متكامل (مستقر) عند المستوى. تشير هذه النتيجة إلى أن معدل التضخم "مستقر" في سورية خلال الفترة المدروسة أي يعود الى توازنه بعد الصدمات.

5) TV (قيمة التداول): القيمة t عند المستوى هي −3.95 مع احتمال 0.012. يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أن قيمة التداول متكاملة (مستقرة) عند المستوى. تشير هذه النتيجة إلى أن قيمة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية "مستقرة" خلال الفترة المدروسة.

بناءً على نتائج اختبارات جذر الوحدة، فإنّ أغلب متغيرات الدراسة ليست مستقرة عند المستوى وبعضها مستقر في المستوى، لكن تصبح مستقرة عند الفرق الأول.

يشير هذا إلى وجود اتجاهات عامة في هذه المتغيرات مع مرور الوقت، ولكن يمكن تصحيحها من خلال إجراء "الفرق الأول" للبيانات.

رابعاً: تقدير النموذج واختبار فرضية البحث:

تبين من خلال نتائج الاستقرارية أنّ جميع النماذج ستتمثل من خلال متغيرات مستقرة في المستوى والفرق الأول معاً، وبالتالي نقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للمتباطئات الزمنية ARDL حيث يستخدم نموذج ARDL لتحليل العلاقات الزمنية بين المتغيرات. يتم تضمين تأخيرات زمنية في النموذج لتحليل تأثير المتغيرات على المتغيرات التفسيرية عبر الزمن. يستخدم تقنيات الانحدار الذاتي في هذا النموذج لتحليل العلاقة بين المتغيرات.

نطبق الارتباط الخطي لمعرفة مدى وجود علاقة خطية بين المتغيرات:

جدول (4) الارتباط الخطي بين الاستثمار (العام – الخاص) وحجم التداول

Covariance Analysis: Ordinary	
Sample: 2010M01 2021M12	
Included observations: 144	
Correlation	
Probability	TV
INVPR	0.165904
	0.0469
INVPU	0.302954
	0.0002

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

يوضح الجدول (4) نتائج اختبار الارتباط الخطي بين الاستثمار (العام والخاص) وقيمة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث نلاحظ:

أ- العلاقة بين الاستثمار الخاص (INVPR) وحجم التداول (TV): تشير قيمة معامل الارتباط (0.165904) إلى وجود علاقة خطية موجبة ضعيفة بين المتغيرين. تُشير قيمة احتمال الدلالة (0.0469) إلى أنّ العلاقة بين الاستثمار الخاص وحجم التداول ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05. بمعنى آخر، هناك احتمال بنسبة 4.69% فقط أن تكون هذه العلاقة ناتجة عن الصدفة.

ب- العلاقة بين الاستثمار العام (INVPU) وحجم التداول (TV): تشير قيمة معامل الارتباط (0.302954) إلى وجود علاقة خطية موجبة ضعيفة بين المتغيرين. تُشير قيمة احتمال الدلالة (0.0002) إلى أنّ العلاقة بين الاستثمار العام وحجم التداول ذات دلالة إحصائية عالية جدًا (أقل من 0.01). هذا يعني أنّ احتمال أن تكون هذه العلاقة ناتجة عن الصدفة ضئيل للغاية. بناءً على ما سبق، يُمكن الاستنتاج أن: هناك علاقة خطية موجبة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار (العام والخاص) وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وبالتالي يمكن اعتماد النماذج الخطية.

جدول (5) نتائج العلاقة طويلة الأجل بين الاستثمار (العام – الخاص) وحجم التداول

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	9.216021	10%	4.19	5.06
k	2	5%	4.87	5.85
		2.5%	5.79	6.59
		1%	6.34	7.52

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

من الجدول (5): تشير نتائج اختبار الحدود (F-Bounds Test) إلى وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين الاستثمار (العام والخاص) وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية. حيث بلغت القيمة الإحصائية للاختبار (F-statistic) قيمة 9.216021، مُتجاوزةً بشكل واضح القيم الحرجة لجميع مستويات الدلالة الإحصائية (1%، 2.5%، 5%، 10%). يعني ذلك أننا نرفض فرضية العدم، والتي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. وبالتالي، تُؤكد هذه النتيجة أنّ الاستثمارات، سواء كانت عامة أو خاصة، لها تأثير كبير على حجم التداول في السوق على المدى الطويل، وليس فقط على المدى القصير.

جدول (6) نتائج نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار (العام – الخاص) وحجم التداول

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(TV)				
Selected Model: ARDL (4, 1, 4)				
Case 5: Unrestricted Constant and Unrestricted Trend				
Sample: 2010M01 2021M12				
Included observations: 140				
ECM Regression				
Case 5: Unrestricted Constant and Unrestricted Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-33.72598	6.824728	-4.941733	0.0000
@TREND	0.270359	0.072183	3.745456	0.0003
D(TV(-1))	2.925361	0.629278	4.648757	0.0000
D(TV(-2))	1.737203	0.530033	3.277539	0.0014
D(TV(-3))	1.630215	0.411884	3.957946	0.0001
D(INVPR)	-0.000611	0.000307	-1.987610	0.0490

D(INVPU)	0.004827	0.007292	0.661917	0.5092
D(INVPU(-1))	-0.016074	0.017394	-0.924086	0.3572
D(INVPU(-2))	0.022245	0.017627	1.262010	0.2093
D(INVPU(-3))	-0.013580	0.007543	-1.800384	0.0742
EX	0.011694	0.003067	3.812179	0.0002
INF	-0.185513	0.245993	-0.754140	0.4522
CointEq(-1)*	-3.475615	0.655771	-5.300041	0.0000
R-squared	0.335383	Mean dependent var		0.858269
Adjusted R-squared	0.272585	S.D. dependent var		14.82549
S.E. of regression	12.64445	Akaike info criterion		8.000573
Sum squared resid	20305.04	Schwarz criterion		8.273726
Log likelihood	-547.0401	Hannan-Quinn criter.		8.111574
F-statistic	5.340635	Durbin-Watson stat		2.124798
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

من الجدول (6): يُقدم نموذج تصحيح الخطأ (ECM) تحليلًا للعلاقة بين التغيرات في قيمة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية والاستثمار (العام والخاص)، مع الأخذ في الاعتبار عدة عوامل أخرى مثل معدل التضخم وسعر الصرف. يلفت النموذج الانتباه إلى أنّ قيمة التداول تتأثر بشكل كبير بتغيراتها السابقة، كما يوضح التأثير المُختلف للاستثمار العام على قيمة التداول على مدار الوقت.

لكنّ النتيجة الأهم تتمثل في معامل تصحيح الخطأ (*CointEq (-1)*)، الذي يشير إلى سرعة تعديل الانحرافات قصيرة الأجل للعلاقة بين المتغيرات نحو التوازن طويل الأجل. فالقيمة السالبة والكبيرة لهذا المعامل (−3.475615) والدلالة الإحصائية العالية (Prob = 0.0000) تؤكدان على وجود علاقة تكامل مشترك قوية بين الاستثمار وقيمة التداول، حيث أنّ 35% من أي صدمة أو انحراف عن التوازن طويل الأجل يتم تصحيحها في كل فترة زمنية (شهر في هذه الحالة). بعبارة أخرى، إذا حدث خلل في العلاقة الطويلة الأجل بين الاستثمار وقيمة التداول، مثلاً زيادة غير متوقعة في الاستثمار لم تتبعها زيادة مناسبة في قيمة التداول، فإن السوق تميل بشكل سريع لتصحيح هذا الخلل للعودة إلى التوازن المُستدام على المدى الطويل.

جدول (7) تقدير نموذج العلاقة طويلة الأجل بين الاستثمار (العام – الخاص) وحجم التداول

Levels Equation				
Case 5: Unrestricted Constant and Unrestricted Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INVPR	-5.94E-05	2.02E-05	-2.936532	0.0040
INVPU	6.51E-05	3.15E-05	2.068617	0.0406
EC = TV - (-0.0001*INVPR + 0.0001*INVPU)				

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

يوضح الجدول (7) ما يلي:

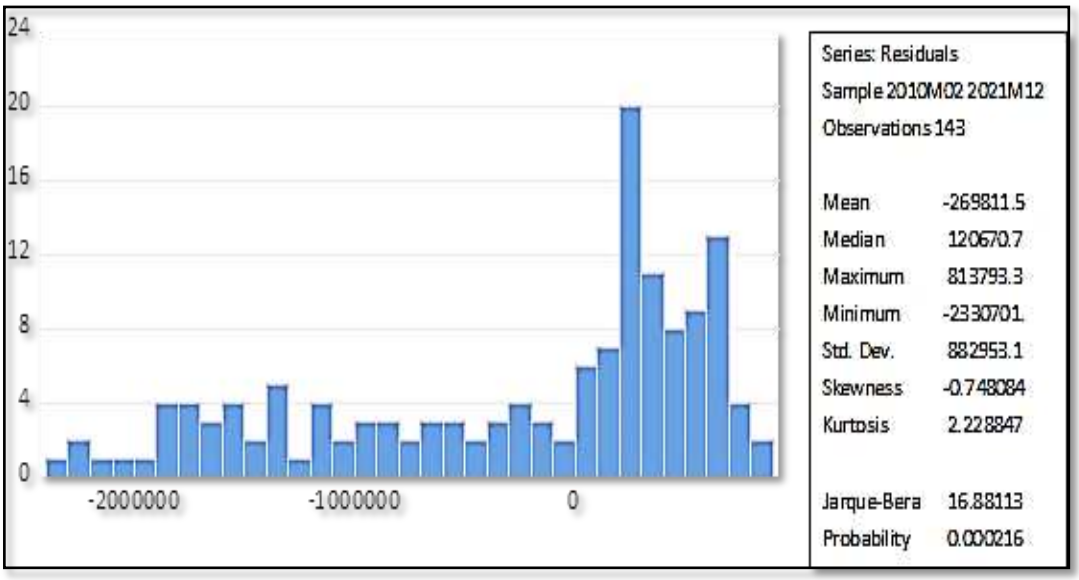
أ- **الاستثمار الخاص (INVPR):** يُظهر تحليل العلاقة طويلة الأجل بين الاستثمار الخاص وقيمة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية تأثيرًا سلبيًا ولكنه ذو دلالة إحصائية. يشير المعامل المُقدر (−*E-05*5.94) إلى أنه مقابل كل

وحدة زيادة في الاستثمار الخاص، تنخفض قيمة التداول بمقدار ضئيل يُقدر بـ −0.0000594. تُعزز قيمة *t-Statistic* (−2.936532) والاحتمالية المنخفضة (0.0040) من ثقتنا بهذا التأثير السّلبي. يُمكن تفسير هذه النتيجة غير المتوقعة بأنّ زيادة الاستثمار الخاص قد تؤدي إلى عمليات دمج وإعادة هيكلة في السوق، مما قد يقلل من عدد الشركات المدرجة وبالتالي ينخفض حجم التداول. كذلك، قد تتجه الشركات إلى تمويل مشاريعها من خلال القروض بدلاً من طرح أسهم جديدة، مما يُقلل من نشاط التداول في السوق.

ب- الاستثمار العام (INVPU): على النقيض من الاستثمار الخاص، يُظهر تحليل العلاقة طويلة الأجل بين الاستثمار العام وقيمة التداول تأثيرًا إيجابيًا، وإن كان ضعيفًا. يشير المعامل المُقدر (*E-05*6.51) إلى أنه مقابل كل وحدة زيادة في الاستثمار العام، ترتفع قيمة التداول بمقدار ضئيل يُقدر بـ 0.0000651. تُشير قيمة *t-Statistic* (2.068617) والاحتمالية المنخفضة (0.0406) إلى أنّ هذا التأثير الإيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%. يُمكن تفسير هذه النتيجة بدور الاستثمار العام في تحسين البنية التحتية وتوفير بيئة استثمارية أكثر جاذبية، مما يشجع المستثمرين على التداول بشكل أكبر في سوق دمشق للأوراق المالية.

ولتوثيق النتائج نقوم باختبارات البواقي ونجد:

جدول (8) نتائج التوزع الطبيعي لبواقي النموذج



المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

نلاحظ من الجدول (8) أنّ التفلطح للبواقي أقل من 3 والالتواء أقل من −1 وبالتالي تتقارب توزيع البواقي مع التوزع الطبيعي.

الجدول (9) نتائج دالة الارتباط الذاتي بين قيم بواقي النموذج

Sample (adjusted): 2010M05 2021M12
Q-statistic probabilities adjusted for 4 dynamic regressors

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat
		1	-0.064	-0.064	0.5782
		2	-0.138	-0.142	3.3039
		3	-0.198	-0.223	8.9989
		4	0.091	0.037	10.201
		5	-0.024	-0.080	10.288
		6	0.027	-0.007	10.399
		7	-0.136	-0.133	13.159
		8	0.082	0.042	14.181
		9	0.057	0.041	14.671
		10	-0.012	-0.044	14.692
		11	-0.025	0.030	14.788
		12	-0.009	-0.019	14.801
		13	-0.007	-0.013	14.809
		14	0.011	-0.004	14.830
		15	-0.005	-0.002	14.833
		16	0.032	0.043	14.997
		17	-0.041	-0.054	15.267
		18	0.017	0.025	15.315
		19	-0.030	-0.031	15.468
		20	0.016	-0.008	15.508
		21	-0.063	-0.059	16.169
		22	0.018	-0.014	16.222

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

نلاحظ من الجدول (9) أنّ قيم الترابط الذاتي تتراوح بين −0.005 و−0.198، في حين تتراوح قيم الترابط الجزئي بين −0.002 و0.223−. وهي تشير الى درجة ارتباط شبه معدومة بين قيم البواقي.

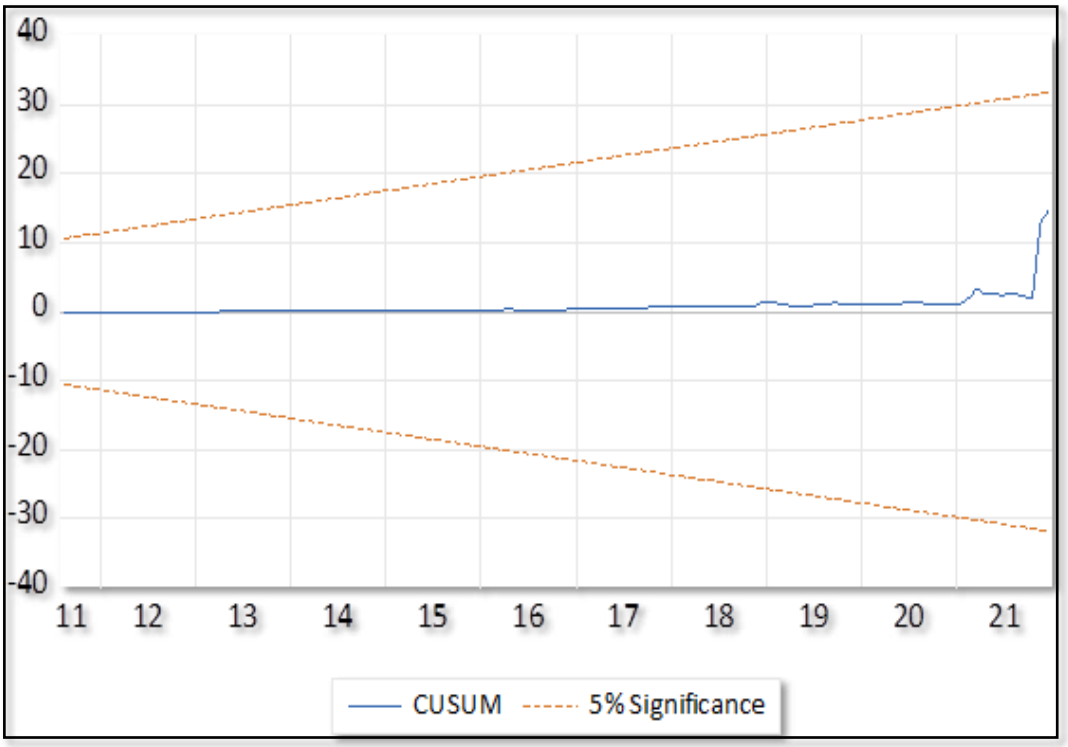
الجدول (10) اختبار تجانس التباين بين قيم البواقي

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	**1.047140**	**Prob. F (1,137)**	**0.3080**
Obs*R-squared	**1.054368**	**Prob. Chi-Square (1)**	**0.3045**

المصدر: مخرجات برنامج EViews12.

تُشير نتائج اختبار "أرش" (*ARCH*) إلى عدم وجود عدم تجانس في تباين بواقي النموذج. فقد تم قبول الفرضية الصفرية (*Null Hypothesis*) بعدم وجود عدم تجانس في التباين، حيث تُشير القيمة الاحتمالية (*Prob.*) التي تُساوي 0.31 و0.31 إلى أنّ النتائج ليست معنوية إحصائياً.

وهذا يعني أنّ تباين بواقي النموذج مستقر مع مرور الوقت ولا يُعاني من مشكلة عدم تجانس التباين، مما يُعزز دقة النتائج ومُوثوقيتها.



الشكل (1) اختبار استقرارية معلمات النموذج باستخدام اختبار المجموع التراكمي لبواقي النموذج

من الشكل (1) يظل خطا "*CUSUM*" ضمن حدود "*Significance* %5" مع تقدم فترة العينة، مما يشير إلى أن معاملات النموذج مستقرة خلال فترة العينة. وهذا مؤشر جيد على أن النموذج يمكن الاعتماد عليه للتنبؤ وتحليل السياسات ضمن نطاق العينة.

الاستنتاجات والتوصيات:

أ- الاستنتاجات:

1- أظهرت النتائج وجود علاقة خطية موجبة ضعيفة بين كل من الاستثمار الخاص (معامل الارتباط = 0.165904، *p-value = 0.0469*) والاستثمار العام (معامل الارتباط = 0.302954، *p-value = 0.0002*) وقيمة التداول. وهذا يدل على وجود علاقة إحصائية معنوية، وإن كانت ضعيفة، بين هذه المتغيرات.

2- أكد اختبار الحدود على وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين الاستثمار (العام والخاص) وقيمة التداول (*F-statistic = 9.216021*) وهذا يعني أنّ الاستثمارات لها تأثير على قيمة التداول في السوق على المدى الطويل.

3- أوضح نموذج تصحيح الخطأ وجود علاقة تكامل مشترك قوية بين الاستثمار وقيمة التداول (*CointEq (-1) = -3.475615, p-value = 0.0000*) مع سرعة عالية لتصحيح الانحرافات عن التوازن (35% من الانحراف يتم تصحيحه شهريًا).

4- أظهر نموذج العلاقة طويلة الأجل تأثيرًا سلبيًا للاستثمار الخاص (معامل = 5.94- *E-05, p-value = 0.0040*) وتأثيرًا إيجابيًا ضعيفًا للاستثمار العام (معامل = 0.04066.51 *E-05, p-value*) على قيمة التداول على المدى الطويل.

5- أكدت اختبارات التشخيص على أن نموذج *ARDL* المُقدر يُلبي افتراضات النموذج الكلاسيكي، حيث تتوزع البواقي بشكل طبيعي، مع عدم وجود ارتباط ذاتي أو مشكلة عدم تجانس في التباين، كما أن معاملات النموذج مستقرة.

6- تشير هذه النتائج إلى رفض فرضية البحث، حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار وحجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية، ولكن هذه العلاقة معقدة ومتعدد الأوجه. التأثير السلبي للاستثمار الخاص: قد يعود إلى زيادة عمليات الدمج والاستحواذ نتيجة لتنامي الاستثمار الخاص، مما يقلل عدد الشركات المدرجة وبالتالي حجم التداول. كذلك، قد تلجأ الشركات إلى القروض بدلاً من زيادة رأس المال عبر طرح أسهم جديدة. والتأثير الإيجابي الضعيف للاستثمار العام: يُفسر بدور الحكومة في تحسين البنية التحتية وتهيئة بيئة استثمارية أكثر جاذبية، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على نشاط التداول في السوق. إلا أنّ ضعف هذا التأثير يشير إلى وجود عوامل أخرى أكثر تأثيرًا على قرارات المستثمرين وتحد من فعالية الاستثمار العام في تحفيز التداول. سرعة التصحيح العالية: تشير إلى أنّ سوق دمشق للأوراق المالية تمتلك مرونة وتفاعلية مع التغيرات في مستويات الاستثمار، حيث تسعى بشكل سريع لتصحيح أي اختلالات في العلاقة بين الاستثمار ونشاط التداول للوصول إلى حالة التوازن طويل الأجل.

ب- التوصيات:

بناءً على النتائج التي تمّ التوصل إليها، فيما يلي بعض المقترحات لتعزيز العلاقة بين الاستثمار العام والخاص وحجم التداول في هذه سوق دمشق للأوراق المالية:

أ- تحسين بيئة الاستثمار، وذلك من خلال:

1- العمل على إصدار قوانين وتشريعات واضحة وشاملة تحمي حقوق المستثمرين وتشجع على الاستثمار، مع تسهيل الإجراءات المتعلقة بتأسيس الشركات وتداول الأوراق المالية.

2- تطبيق معايير محاسبية دولية، وتعزيز الإفصاح عن المعلومات المالية للشركات المدرجة، وتشجيع الرقابة المستقلة على الأنشطة المالية.

3- تحديث أنظمة التداول والتسوية، وتوفير منصات تداول إلكترونية متطورة، وتطوير الكوادر العاملة في السوق.

4- تفعيل دور الهيئة الرقابية على السوق، وتوفير آليات لحماية حقوق المستثمرين في حال حدوث أي مخالفات.

ب- تشجيع الاستثمار الحكومي والخاص، وذلك من خلال:

1- تحديد مشاريع استثمارية ذات جدوى اقتصادية عالية، وتشجيع القطاع الخاص على المشاركة فيها بالشراكة مع القطاع العام.

2- تقديم حوافز مالية وضريبية للمستثمرين، وتسهيل حصولهم على التمويل.

3- دعم القطاع المصرفي لزيادة قدرته على تمويل المشاريع الاستثمارية، وتوفير منتجات مصرفية متنوعة تلبي احتياجات المستثمرين.

4- تنظيم حملات ترويجية للاستثمار في سورية، وتسليط الضوء على الفرص الاستثمارية المتاحة.

ج- تعزيز دور سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال:

1- تشجيع الشركات الكبرى والمتوسطة على الإدراج في السوق، وتقديم تسهيلات للشركات الصغيرة والمتوسطة لدخول السوق.

2- تطوير منتجات مالية جديدة تلبي احتياجات المستثمرين، مثل الصناديق الاستثمارية والسندات.

3- توفير أدوات تداول متنوعة مثل العقود الآجلة والخيارات، وتشجيع التداول المؤسسي.

4- تنظيم برامج للتوعية المالية للمستثمرين، وتعريفهم بأهمية الاستثمار في الأسواق المالية.

References:

1- Abdul Ghani MF. The role of the stock market in activating investment and increasing economic growth in Egypt. Sci J Econ Trade. 2020;50(3):197-258.
2- Al-Zarir R, Al-Dakki RG. The role of investor behavior in studying the characteristics of the Damascus Stock Exchange under uncertainty. J Econ Sci Bus Admin. 2018;2(2):7-36.
3- Asaad BA. The reality of Arab foreign direct investment projects in the light of foreign economic sanctions imposed on Syria between 2000–2016. Res Pap. 2021;9(3):45-53.
4- Dada T. Analysis of the trading volume of banks' shares listed in the Damascus Stock Exchange using the time series model and its impact on the market index. Master's thesis, Higher Institute of Business Administration; 2020. Damascus, Syria.
5- Ismail I, Marouf Z. The development of the financial market and its role in attracting foreign direct investment. Tishreen Univ J Econ Legal Sci. 2023;45(6):421-440.
6- Narayan P, Smyth R. Trade liberalization and economic growth in Fiji: an empirical assessment using the ARDL approach. [Internet]. 2005. Available from: URL if available.
7- Pradhan RP, Norman NR, Badir Y, Samadhan B. Transport infrastructure, foreign direct investment and economic growth interactions in India: the ARDL bounds testing approach. Procedia Soc Behav Sci. 2013; 104:914-921.