

تغيرات المخفض الضمني، وأثرها في تقلبات أسعار أسهم المصارف التجارية الخاصة في سورية

د. عثمان نقار ***

أ.د. هزاع مفلح**

بتول قنذاقجي*

(الإيداع: 28 شباط 2023، القبول: 25 نيسان 2023)

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر المخفض الضمني للنواتج في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، خلال الفترة الزمنية من 2011 إلى 2020، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط لدراسة الأثر بين المتغيرين بالاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي SPSS²⁵، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخفض الضمني للنواتج المحلي الإجمالي كأحد مؤشرات المستوى العام للأسعار في القيمة السوقية للأسهم في كل من البنك الدولي للتجارة والتمويل وبنك قطر الوطني وكانت العلاقة طردية ويعتبر ذلك منطقياً حيث أن الأسهم تمنح حماية ضد مخاطر ارتفاع المستوى العام للأسعار وبالتالي فإنّ تقلب المستوى العام للأسعار يؤثر على قرارات واتجاهات المستثمرين في السوق المالية، بينما لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية للمخفض الضمني للنواتج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية لأسهم في كل من بنك بيلوس وبنك سورية والخليج.

الكلمات المفتاحية: المخفض الضمني للنواتج المحلي الإجمالي، القيمة السوقية للأسهم.

*طالبة دراسات عليا (ماجستير)، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

**استاذ في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

***أستاذ مساعد في قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة حماه.

Changes in the GDP deflator, and its impact on the fluctuations in the stock prices of private commercial banks in Syria

Batoul Kindakjy* Prof. Dr. Hazaa' Moufleh** Dr. Othman Nakkar***

(Received: 28 February 2023, Accepted: 25 April 2023)

Abstract:

The aim of the research is to show the impact of the GDP deflator on the market value of the shares of private commercial banks listed on the Damascus Stock Exchange, during the period from 2011 to 2020, using the simple linear regression method to study the impact between the two variables, depending on the statistical analysis program SPSS₂₅, and the results of this study concluded that there is a statistically significant effect of the GDP deflator as one of the indicators of the general price level in the market value of shares in each of the International Bank for Trade and Finance and Qatar National Bank, and the relationship was positive and this is logical as shares provide protection against the risks of rising the general price level, and therefore the fluctuation of the general price level affects the decisions and attitudes of investors in the financial market, while there was no statistically significant effect of the GDP deflator on the market value of shares in Byblos Bank and Syria Gulf Bank.

Keywords: GDP deflator, market value of stocks.

* Graduate student (Master), Faculty of economics, Hama University.

** Professor, department of economics, Faculty of economics, Hama University.

*** Associate Professor, department of economics, Faculty of economics, Hama University.

1-المقدمة:

يترتب على الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار آثاراً ونتائجاً غير مرغوبة نتيجة انخفاض القوة الشرائية للنقود، كما أن الانخفاض المستمر في المستوى العام للأسعار له آثار سلبية على النشاط الإنتاجي والتوظيف، ولذلك يعتبر تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار هدفاً أساسياً للاقتصاد الكلي. وبالرغم من أن للمستوى العام للأسعار آثار محسوسة إلا أنه لا بد من اللجوء إلى طرق لقياسه، لنتمكن من تقدير آثاره المختلفة، وتقييم مشاكله، وقياس المستوى العام للأسعار هو عبارة عن تشخيص للوضع الاقتصادي، وبقدر ما يكون التشخيص دقيق بقدر ما يمكن أن يكون الحل والعلاج صحيح. تتغير أسعار الأسهم لحظياً في سوق الأوراق المالية تبعاً للعرض والطلب، ويؤثر عليها عوامل متعددة ومتنوعة، داخلية وخارجية، مالية وغير مالية، وقد تكون تقلبات أسعار الأسهم في كثير من الأحيان خادعة للمستثمرين، أي أنها لا تعكس الصورة الحقيقية لأداء الشركات، وبالتالي قد تؤدي إلى تحميل المستثمرين خسائر غير متوقعة، ومن هنا فإن أي محاولة للكشف عن العوامل التي تساعد في تحديد أسعار الأسهم سوف تتيح للمستثمرين الفرصة لاتخاذ قرارات الشراء والبيع بشكل أفضل وتعطيهم ثقة أكبر للاستمرار.

أكدت مجموعة من الدراسات الارتباط بين التغيرات في المستوى العام للأسعار وتقلبات أسعار الأسهم في الأسواق المالية، حيث إن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يخلق حالة عدم اليقين ويزيد من مخاطر الاستثمار في الأصول المالية، إذ إن ارتفاع معدلات التضخم تؤدي إلى ارتفاع المبيعات من الأسهم لأن الاستثمار في السهم الواحد هو أحد وسائل الحماية والتحوط من مخاطر انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد، مما يدفع بأسعار الأسهم في السوق المالية نحو الارتفاع، ولكن قد ينعكس هذا الارتفاع غير المتوقع سلباً على أسعار الأسهم، لذلك فقد حظيت هذه الظاهرة بأهمية كبيرة وأصبحت من أكثر المشاكل التي تتعرض للبحث والتحليل نظراً لما تخلفه من آثار على مختلف المستويات الاقتصادية والاجتماعية، ومن هنا ستركز الباحثة على دراسة تأثير المخفض الضمني للنتائج كأحد مؤشرات المستوى العام للأسعار في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

2-مشكلة البحث:

سببت الأوضاع الاقتصادية التي تمر بها سورية حدوث خسائر اقتصادية فادحة والتي أدت إلى تدني الناتج المحلي الإجمالي، وارتفاع أسعار المواد وانخفاض القوة الشرائية للنقود، ولكن ما مقدار هذا التأثير في ظروف سوق الأوراق المالية وفي القرارات التي يتم اتخاذها بشأن الاستثمار في الأسهم، ومن هنا تكمن مشكلة البحث في الإجابة عن التساؤل الرئيس التالي:
- ما مدى تأثير المخفض الضمني للنتائج في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3- أهمية البحث:

تتجلى أهمية البحث في ناحيتين:

- **الناحية العلمية:** تتمثل الأهمية العلمية للبحث في معرفة أثر تغيرات المستوى العام للأسعار في القيمة السوقية للأسهم، حيث إن زيادة المستوى العام للأسعار نتيجة لارتفاع أسعار السلع الغذائية ومنتجات الوقود وتكاليف النقل، ولّد تأثيرات كثيرة في النشاط الاقتصادي، وهذا سينعكس على أسعار الأسهم، لذلك من الضروري دراسة أثر المخفض الضمني للنتائج كأحد مؤشرات المستوى العام للأسعار في القيمة السوقية للأسهم بهدف تسليط الضوء على هذه التأثيرات وتقديم المعلومات للمستثمرين والباحثين لما تحدثه هذه الظاهرة الاقتصادية من تغيرات جوهرية في الأسواق المالية.
- **الناحية العملية:** تتمثل الأهمية العملية للبحث من أهمية النتائج التي سيكشف عنها والتي ستخدم جميع الأطراف والمتعاملين في أسهم المصارف التجارية الخاصة من: المساهمين الحاليين والمرتبين والوسطاء والمحليلين الماليين.

4-أهداف البحث:

- تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المخفض الضمني للنواتج والقيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك للفترة الممتدة من 2011 ولغاية عام 2020، وللوصول إلى ذلك يتعين تحقيق الأهداف التالية:
- دراسة تطور المخفض الضمني للنواتج في سورية خلال فترة الدراسة.
 - دراسة تطور القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة (عينة الدراسة) خلال فترة الدراسة.
 - بيان أثر تغيرات المخفض الضمني للنواتج في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

5- فرضيات البحث:

- يهدف الإجابة عن سؤال البحث وفي سبيل تحقيق أهدافه تم وضع الفرضية الآتية:
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخفض الضمني للنواتج في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

6- منهجية البحث:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي، القائم على جمع المادة العلمية المتعلقة بموضوع البحث من مصادرها المختلفة كالكتب والتقارير الصادرة من الجهات المعنية والأبحاث المنشورة في المجالات المتخصصة ومن ثم تحليلها، ولحساب المؤشرات اللازمة الخاصة بالمتغير المستقل والمتغير التابع تم الاعتماد على التقارير الرسمية المنشورة في المكتب المركزي للإحصاء لحساب المخفض الضمني للنواتج، كما تم الحصول على البيانات اللازمة لحساب القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية، بالإضافة إلى استخدام التحليل الإحصائي بالاعتماد على برنامج SPSS عن طريق أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط لاختبار فرضيات البحث.

7-متغيرات البحث:

- المتغير المستقل: المخفض الضمني للنواتج.
- المتغير التابع: القيمة السوقية للأسهم.

8- حدود البحث:

- الحدود المكانية: تم البحث من واقع البيانات المنشورة لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

- الحدود الزمانية: شملت الدراسة التطبيقية لهذا البحث الفترة الممتدة من عام 2011 إلى عام 2020.

9- مجتمع وعينة البحث:

لاختبار فرضيات البحث تم اختيار أسهم المصارف التجارية الخاصة العاملة في سورية والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مجتمعاً للبحث، أما العينة القصدية للبحث فهي مكونة من (4) أسهم منها، الممثلة لأسهم المصارف الأكثر تداولاً والأعلى من حيث القيمة السوقية، وهي (البنك الدولي للتجارة والتمويل، بنك بيلوس، بنك قطر الوطني، بنك سورية والخليج).

10- الدراسات السابقة:

من الدراسات السابقة التي لها علاقة بالبحث الحالي:

- دراسة (Asmy & other, 2009) بعنوان:

Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model.

أثار المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في ماليزيا: تطبيق نموذج تصحيح الخطأ.

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة السببية طويلة وقصيرة الأجل بين مؤشر بورصة كوالا لامبور KLCI والمتغيرات الاقتصادية الكلية المتمثلة بالتضخم، العرض النقدي، وسعر الصرف الاسمي الفعال وذلك من خلال استخدام بيانات شهرية خلال الفترتين 1987-1995م و1999-2007م. افترضت الدراسة وجود علاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية جميعها ومؤشر بورصة كوالا لامبور، إضافة إلى اختلاف طبيعة هذه العلاقة في كل من الفترتين المدروستين بسبب أزمة جنوب شرق آسيا المالية. تم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية من خلال اختبار (Augmented Dickey Fuller)، وتم تطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، واختبار جرانجر للسببية، وتم تشكيل نموذج تصحيح الخطأ (VECM) كما تم إجراء تحليل التباين (Variance Decomposition) ودوال الاستجابة.

توصلت هذه الدراسة إلى أن المتغيرات الاقتصادية الكلية المدروسة مرتبطة بعلاقة طويلة الأجل مع مؤشر كوالا لامبور في كلتا الفترتين، كما تبين من خلال مقارنة النتائج المختلفة في الفترتين أن انتقال الأزمة كان بطيئاً والتأثر بها كان قليلاً خلال الفترة الثانية، كما أن العلاقة كانت إيجابية بين التضخم ومؤشر كوالا لامبور في كلتا الفترتين، بينما كانت سلبية بالنسبة للعرض النقدي في الفترة الثانية وإيجابية قبل الأزمة في الفترة الأولى، كما بينت النتائج أن العلاقة بين معدل الصرف والمؤشر كانت إيجابية قبل الأزمة وانقلبت هذه العلاقة لتصبح سلبية فيما بعد الأزمة. أما بالنسبة لاختبار تحليل التباين ودوال الاستجابة فقد تبين أن استجابة المؤشر لكل من العرض النقدي ومعدل الصرف كانت إيجابية وبشكل كبير على المدى القصير، ولكنها أصبحت سلبية وقليلة التأثير في المدى الطويل، ولم يظهر أي تأثير معنوي بالنسبة للمتغيرات المدروسة الأخرى، وأشار اختبار جرانجر للسببية إلى وجود علاقة سببية متجهة من كل متغير من المتغيرات الاقتصادية الكلية إلى المؤشر.

- دراسة (Ozbay, 2009) بعنوان:

The Relations between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey.

العلاقة بين عوائد الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلي: في تركيا.

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة العلاقة السببية بين أسعار الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلي مثل أسعار الفائدة، التضخم، أسعار الصرف، العرض النقدي والاقتصاد الحقيقي، باستخدام البيانات الشهرية التي تغطي من الفترة 1: 1998 إلى 12: 2008 لتركيا، ولغرض التعرف على نوع هذه العلاقة تم استخدام نموذج السببية جرانجر (Granger causality model)، أشارت نتائج الدراسة بأن السببية ثنائية الاتجاه أولاً: اتجاه السببية من سعر الفائدة والتضخم والنتائج المحلي الإجمالي إلى عوائد الأسهم، ثانياً: اتجاه السببية من عوائد الأسهم باتجاه العرض النقدي، الصرف، سعر الفائدة، التضخم والمعاملات الخارجية. وأوضحت نتائج الدراسة أن أسعار الفائدة هي المحددات السلبية لأسعار الأسهم، في حين أن المعاملات الخارجية تعد من المحددات الإيجابية لأسعار الأسهم في تركيا.

-دراسة (النيف، 2018): بعنوان: العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية وعدد من متغيرات الاقتصاد الكلي شملت عرض النقد، التضخم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، وتم استخدام منهجية التكامل المشترك وسببية كرانجر خلال المدة من شهر كانون الثاني من عام 2000 إلى شهر تشرين الأول من عام 2016. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين مؤشر البورصة وعرض النقود في حين أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين مؤشر البورصة وكل من معدل التضخم والرقم القياسي للإنتاج الصناعي، كما

أشارت النتائج على وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من مؤشر البورصة إلى جميع متغيرات الاقتصاد الكلي في الأجل القصير.

- دراسة (عديلة، 2014): بعنوان: تقدير العلاقة بين المتغيرات النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي. هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة طويلة الأجل بين كل من أسعار النفط، عرض النقود، والتضخم وبين أسعار الأسهم بسوق دبي المالي، وقد ذكر الكاتب أن أغلب الدراسات تهتم بالعلاقة بين كل من التضخم وعرض النقود، وبين سوق الأسهم حيث يختلف تأثير التضخم في سوق الأسهم وفقاً لفرضية فيشر أو فرضية فاما. وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن التضخم غير معنوي من حيث التأثير في أسعار الأسهم في سوق دبي المالي، وأن إشارة معامل التضخم تشير بصورة مبدئية إلى ان سوق دبي يتفق مع فرضية فاما حيث يؤدي ارتفاع التضخم إلى انخفاض معدل العائد الحقيقي على رأس المال، حيث تزيد أرباح الشركات بنسبة أقل من ارتفاع الأسعار، ويؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم ويشير ذلك إلى أن الشركات في سوق دبي تعمل في أسواق غير احتكارية وأن الدولة تدعم التنافسية في الاقتصاد.

- وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من عدة جوانب، فقد تختلف عينة الدراسة عن سابقتها حيث أن عينة الدراسة الحالية في سورية في سوق دمشق للأوراق المالية في حين أن الدراسات السابقة في (ماليزيا-تركيا-عمان-دبي)، بالإضافة إلى أن الدراسة الحالية تتناول موضوع المصارف التجارية وهو مالم يتم التطرق إليه سابقاً، كما تعد هذه الدراسة من الدراسات القليلة التي تعرضت لتحليل المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي في سورية ومن ثم قياس تأثيره في القيمة السوقية للأسهم، لا سيما أن معالجة هذه المتغيرات كانت خلال الفترة الزمنية (2011-2020) والتي شهدت العديد من التغيرات والتقلبات نظراً للظروف الاستثنائية التي تمر بها سورية خلال هذه الفترة.

11- الإطار النظري للبحث:

11-1- المستوى العام للأسعار:

11-1-1- مفهوم المستوى العام للأسعار: يشير المستوى العام للأسعار إلى متوسط عام للأسعار السائدة لمجموعة رئيسية من السلع، ويمكن قياسه بالرقم القياسي لهذه الأسعار، حيث تعتمد معظم الدول على الأرقام القياسية لأسعار المستهلك وكذلك تكاليف المعيشة في تعديل وتحديد الرواتب والأجور، ولا تكون لمستوى الأسعار أهمية إذا لم تلاحظ مع التغيرات التي تحدث في مستوى الرفاهية أثناء تغير المستوى العام للأسعار. ويقصد بالمستوى العام للأسعار بأسعار جميع السلع والخدمات التي تدخل في المعاملات، سواء كانت سلع وخدمات استهلاكية أو إنتاجية (السيد، 2018). كما يُعرّف المستوى العام للأسعار على أنه المتوسط الترجيحي لأسعار مجموعة من السلع والخدمات المستخدمة أو المستهلكة في بلد ما (الوزني والرفاعي، 2008).

11-1-2- مؤشرات ومقاييس المستوى العام للأسعار: تتعد أنواع الأرقام القياسية تبعاً لمدى تطور النظام المالي والنقدي للدولة، وتوسع نشاطها الاقتصادي، وأيضاً لتعدد مستويات الأسعار، فلما كان مستوى الأسعار عبارة عن متوسط تغيرات مجموعة من الأسعار، فمن الممكن تصور عدة أنواع من المقاييس الخاصة بالمستوى العام للأسعار، فهناك مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك لقياس تغيرات الأسعار للسلع والخدمات الاستهلاكية، وهناك الرقم القياسي لسعر الجملة لقياس متوسط الأسعار في أسواق الجملة، المخفض الضمني لتقدير الناتج الوطني الحقيقي، وغيرها. وفيما يلي ستوضح الباحثة بعض المؤشرات:

1. مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك: يعرف الرقم القياسي لأسعار المستهلك بأنه الرقم الذي يعكس التغير في مستوى أسعار السلع والخدمات التي تقوم بشرائها الأسر، ويعتبر هذا الرقم أكثر المؤشرات استخداماً للتعرف على أثر تغيرات الأسعار على المستهلك، كما هو أداة قياس تطور مجموع أسعار السلع والمنتجات المصنعة (رجب، 2011). ومن

الضروري ملاحظة أنّ التغيرات في أسعار المستهلك تتأثر بعدة عوامل من أهمها أسعار التجزئة، أما العوامل الأخرى فهي المتعلقة بالتغيرات النوعية وكمية السلع والخدمات والمبالغ التي صرفت عليها. وعليه فإن الرقم القياسي لسعر المستهلك هو مقياس للتغيرات في الأسعار فقط وليس مقياساً للتغيرات في تكلفة المعيشة. كما يختلف الرقم القياسي لسعر المستهلك عن الرقم القياسي لسعر التجزئة، من حيث أن الأخير يتعلق بأسعار جميع السلع التي تدخل ضمن تجارة التجزئة، بينما يتركز الاهتمام بالرقم القياسي لسعر المستهلك على السلع والخدمات التي تمثل الاستهلاك الخاص لمعظم المستهلكين في المجتمع، حيث يقتصر فقط على قياس التغيير خلال فترة زمنية في مجموعة ثابتة من السلع والخدمات تسمى سلة المستهلك. ويستخدم الرقم القياسي لسعر المستهلك على نطاق واسع كمؤشر لاتجاهات التضخم والانكماش الاقتصادي (الغازمي، 2014). كما يستخدم من قبل عامة الناس كدليل يسترشد به فيما يتعلق بميزانية الأسرة ومصادر التمويل. إضافة إلى استخدامه كمقياس للتغيرات في القدرة الشرائية للعملة. أما في مجال الحسابات القومية فيستخدم كعامل تخطيط لاستنباط تقديرات السعر الثابت للإنفاق الخاص وما يتعلق به من مكونات.

2. مؤشر أسعار الجملة: هذا المؤشر يتصدى للدلالة على التغيير النسبي في مستوى أسعار المواد التي يجري التعامل فيها بأسواق الجملة، وقد يشترك هذا الرقم القياسي من عدة أرقام يعبر كل واحد منها عن مستوى أسعار مجموعة معينة من المواد التي تباع وتشتري من هذه الأسواق كالمواد الصناعية والمواد الغذائية مثلا (شافعي، 2000)، وهو لا يختلف في صياغته العامة عن الرقم القياسي لأسعار المستهلك، إنّما يرجع الاختلاف في أنّ مؤشر أسعار الجملة يعكس تكلفة الإنتاج وأرباح المنتجين وتجار الجملة فقط. أما الرقم القياسي لأسعار المستهلك فيعكس بالإضافة إلى ذلك تكلفة النقل والتوزيع وأرباح السماسرة والوسطاء والموزعين.

3. مؤشر انكماش الناتج المحلي الإجمالي (المخفض الضمني): يعبر الرقم القياسي الضمني عن العلاقة بين الناتج الإجمالي المحلي بأسعار سنة الأساس معينة والناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية ويعدّ مؤشرا ذو دلالة مهمة لقياس التغيرات التي تحدث في المستوى العام للأسعار، وكذلك على وجود الاتجاهات التضخمية في الاقتصاد، ولعل أهمية هذا الرقم ترجع على أنه يشمل جميع أسعار السلع والخدمات المتاحة في الاقتصاد، سواء كانت استهلاكية أو إنتاجية، كما أنه يضم أسعار الجملة وأسعار التجزئة على حد سواء.

ويمكن كتابة هذا المؤشر على النحو التالي:

$$\text{GDP deflator} = \frac{\text{NGDP}}{\text{RGDP}} \times 100$$

NGDP: الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

RGDP: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (العيسى وقطف، 2006).

11-2- القيمة السوقية للسهم:

11-2-1- مفهوم القيمة السوقية للسهم: يمثل السهم العادي أداة ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية. تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، ويكون منصوص عليها عادة في عقد التأسيس. وهذه القيمة تحدد حصة السهم الواحد في ملكية المشروع، وتتمثل القيمة الدفترية للسهم في حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، ولكنها تتضمن الأرباح المحتجزة والاحتياطيات مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وتعني القيمة السوقية للسهم العادي القيمة التوازنية بين العرض والطلب في السوق، ومن ثم فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم. وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية. حيث يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية حين تحقق الشركة أرباحا عالية ومنتامية، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة، فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية (خلف ومفلح، 2019).

11-2-2-العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم: تعتبر دراسة القيمة السوقية للأسهم وتقلبها أمراً مهماً في عالم المال والاستثمار، وقد حاول العديد من الباحثين منذ القرن الماضي تحديد العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للسهم في السوق المالي، وهي متفاوتة من حيث قوة ودرجة تأثيرها من عامل لآخر، وسيتم عرض مجموعة العوامل الأكثر شيوعاً التي تؤثر على أسعار الأسهم:

- القيمة الحقيقية: عادة يتم عملية المقارنة ما بين القيمة الحقيقية المحسوبة للسهم وبين القيمة السوقية له، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية، فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب **Over-Valued**، ولا يصلح الاستثمار ويجب التخلص منه إذا كان للمستثمر مركز فيه **Position**، أما إذا كان سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب **Under-Valued**، وأنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق يجب أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية، مما يحقق أرباحاً رأسمالياً للمستثمر، وعندما يكون سعر السوق مساوياً للقيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب (خلف ومفلح، 2019).
- الأرباح المحققة: من المحددات الأساسية لسعر السهم ربحية المنشأة، لذلك ينصح المحلل المالي بشراء الأسهم التي يتوقع زيادة أرباحها كما أنه قد ينصح ببيع الأسهم التي يتوقع اتجاه أرباحها إلى الانخفاض، على الرغم من ذلك قد يتضح في الأجل القصير عدم وجود ارتباط أو علاقة مباشرة بين سعر السهم وربحية المنشأة، فقد تتجه الأسعار في اتجاه عكسي للربح أو قد تتزايد بنسبة صغيرة بالمقارنة بنسبة زيادة الربح. ويمكن تفسير هذه التحركات من خلال نظرية الثقة حيث يتضح أن سعر السهم يتوقف على درجة ثقة التاجر والمستثمر في الأوراق المالية أكثر من الاعتماد على الربحية، أي أن درجة الثقة أو عدم الثقة في السهم، التي تدفع السعر إلى الزيادة أو الانخفاض بغض النظر عن السعر (حنفي، 2003).
- سعر الفائدة: إن الارتفاع في أسعار الفائدة من شأنه أن يخفض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، وبالتالي يؤدي إلى تخفيض حجم المبيعات والأرباح، فمع استمرار الارتفاع في أسعار الفائدة تزداد تكاليف خدمة الديون المترتبة على المنشآت المقترضة الأمر الذي يكون على حساب الأرباح الموزعة لحاملي الأسهم. ومن الطبيعي أن يكون لانخفاض الأرباح الموزعة آثار سلبية على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها في السوق المالي (حيدر، 2002).
- العرض والطلب: ترتبط حالة العرض والطلب على السهم بعدة عوامل منها القيمة الدفترية وتوقعات الأرباح والتوقعات بخصوص مستقبل الشركة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على العرض وبالتالي يزداد سعر السهم، ويحصل العكس عندما تتحقق زيادة في عرض السهم على الطلب عليه فإن قيمته تتخفف (خلف، 2006).
- المعلومات عن قطاعات اقتصادية معينة: إن انتعاش أي قطاع معين قد يكون صناعي زراعي مالي وسياحي لا يعني بالضرورة انتعاش القطاعات الأخرى والعكس صحيح، وبالتالي تعتبر المعلومات المتعلقة بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للأسهم معلومات مهمة لها انعكاساتها على تلك الشركة وعلى أسعار أسهمها (أبو زيد، 2009).
- الظروف الاقتصادية والسياسية: تؤثر الحالة الاقتصادية والسياسية في الدولة على أسواق الأوراق المالية بشكل عام، مثل درجة النمو الاقتصادي ومستوى التضخم ونسبة البطالة واتجاه أسعار الفائدة وغيرها. إن تأثير هذه العوامل على أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية، تتراوح بين 30% إلى 35% من تغير أسعار الأسهم حسب بعض الدراسات (هندي، 2006).

12- الدراسة التطبيقية:

12-1- تطور القيمة السوقية لأسهم المصارف عينة الدراسة:

يبلغ عدد المصارف التجارية الخاصة العاملة في سوريا والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أحد عشر مصرفاً، أما عينة البحث فيبلغ عددها 4 مصارف، والجدول رقم (1)، يوضح تطور القيمة السوقية لأسهم هذه المصارف معبراً عنها "بمتوسط سعر الإغلاق السنوي"، حيث تم الحصول على سعر إغلاق السهم لكل أشهر السنة للسنوات 2011 وحتى 2020 وباستخدام دالة Average من برنامج اكسل تم حساب متوسط سعر إغلاق السنة لكل سنة من سنوات الدراسة وفقاً للجدول التالي:

الجدول رقم (1): تطور القيمة السوقية لأسهم المصارف عينة الدراسة

العام	البنك الدولي للتجارة والتمويل	بنك بيبيلوس	بنك قطر الوطني-سورية	بنك سورية والخليج
2011	620.81	864.52	502.23	387.34
2012	131.01	242.4	186.95	80.86
2013	155.22	97.58	115.56	105.8
2014	170.88	118.6	125.13	119.02
2015	154.46	124.38	100.11	110.62
2016	138.53	132.15	151.5	103.09
2017	422.57	192	423.21	239.95
2018	644.61	478.42	454.23	242.15
2019	454.81	394.98	358.11	228.62
2020	663.78	436.17	562.91	375.54

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع سوق دمشق للأوراق المالية

يوضح الجدول رقم (1) أسعار الإغلاق خلال الفترة الممتدة من (2011 وحتى 2020)، وتبين للباحثة أن أسعار أسهم المصارف بلغت أعلى قيمة في عام 2011 (864.52) لسعر سهم بنك بيبيلوس وأدنى قيمة (387.34) لسعر سهم بنك سورية والخليج، وفي عام 2020 بأعلى قيمة (663.78) لسعر سهم البنك الدولي للتجارة والتمويل وأدنى قيمة (375.54) لسعر سهم بنك سورية والخليج، وما بين هذين العامين شهدت القيمة السوقية تذبذباً واضحاً كان أدناه ما بين عامي (2012-2016)، حيث شهدت أسعار الأسهم بدءاً من عامي 2011/2012 اضطرابات سعرية حادة تعود في معظمها إلى عوامل تتعلق بالظروف الاستثنائية التي شهدتها سورية.

12-2- تطور المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي:

يوضح الجدول رقم (2) تطور الناتج المحلي الإجمالي وفقاً للأسعار الجارية، ووفقاً للأسعار الثابتة لعام 2000، وتطور المخفض الضمني للناتج كما يلي:

الجدول رقم (2): تطور المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي

المخفض الضمني (%)	النتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (مليون ل.س.)	النتائج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (مليون ل.س.)	العام
211.60	1537191	3252720	2011
267.14	1132310	3024842	2012
352.01	834510	2937560	2013
482.59	748470	3612015	2014
653.13	724614	4732656	2015
894.54	683815	6117033	2016
1225.20	678840	8317173	2017
1391.89	688859	9588167	2018
1665.69	714676	11907318	2019
2626.95	657430	7270344	2020

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء

يظهر الجدول رقم (2) تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وتلاحظ الباحثة أنّ الناتج المحلي بالأسعار الجارية حقق نمواً خلال الفترة 2011-2020 من 3252720 مليون ل.س إلى 7270344 مليون ل.س، إلا أنّ هذا النمو في حقيقته هو نمو نقدي أكثر منه حقيقي، وهو ما يكشف عنه تطور الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، فقد بلغت الخسائر في إجمالي الناتج المحلي بين عامي 2011-2016 نحو أربعة أضعاف حجم إجمالي الناتج المحلي السوري عام 2011. كما لاحظت الباحثة أنه بين عامي 2012-2013 تسارعت الخسائر في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وسجلت معدلات نمو سلبية مرتفعة جداً، وذلك نتيجة تراجع النشاط الاقتصادي وامتداد الأزمة في سورية لتشمل عدة مناطق، مما سبب توقف العديد من المصانع والشركات عن العمل. فضلاً عن العقوبات الاقتصادية التي توالى على سوريا منذ عام 2012 وأضعفت القدرة على الاستيراد، وبالتالي تأثرت جميع القطاعات الاقتصادية وخاصة المعتمدة على مواد الإنتاج الأولية والمنتجات الغذائية والوقود المستوردة.

إنّ أرقام نسب المخفض الضمني للناتج المحلي الإجمالي تشير إلى تواجد ضغوط تضخمية كبيرة خلال كل سنوات الفترة المدروسة (2011-2020)، وعلى الرغم من ذلك فقد شهد المؤشر وفقاً لهذا المؤشر تقلبات حادة خلال هذه الفترة، وبلغ أعلى مستوى له في عام 2020 (2626.59)، وأدنى مستوى له في عام 2011 (211.60).

12-3- اختبار فرضيات البحث ومناقشتها:

بالاعتماد على بيانات الناتج المحلي الإجمالي الاسمي والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تم حساب نسبة المخفض الضمني للناتج، وبيانات القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية المدرجة في بورصة دمشق في الفترة الزمنية (2011-2020)، وباستخدام برنامج SPSS تم اختبار فرضيات البحث، حيث تم اتباع أسلوب الانحدار البسيط لبيان أثر كل من المتغير المستقل في المتغير التابع على حده.

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمستوى العام للأسعار في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الجدول (3): معاملات الارتباط والتحديد بين المستوى العام للأسعار والقيمة السوقية للأسهم

Model Summary ^b						
الشركة	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
البنك الدولي للتجارة والتمويل	1	.613 ^a	.375	.297	192.69143	1.351
بنك بيبيلوس	1	.140 ^a	.020	-.103-	253.71954	0.974
بنك قطر الوطني-سورية	1	.623 ^a	.388	.312	149.32685	1.048
بنك سورية والخليج	1	.527 ^a	.278	.187	102.83222	1.382

a. Predictors: (Constant), المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي

b. Dependent Variable: القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج spss

تلاحظ الباحثة من الجدول رقم (3) أنّ معامل الارتباط R بين كل من المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي والقيمة السوقية للأسهم كان متوسط القوة في كل من (البنك الدولي للتجارة والتمويل، بنك قطر الوطني، بنك سورية والخليج) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.613، 0.623، 0.527) على التوالي، بينما كان ضعيف القوة في بنك بيبيلوس حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.140. ويشير معامل التحديد R Square إلى أنّ 37.5% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم البنك الدولي للتجارة والتمويل سببها التغيرات في الحاصلة في المخفض الضمني للنتائج، و38.8% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لأسهم بنك قطر الوطني سببها التغيرات في الحاصلة في المخفض الضمني للنتائج، أما قيمة معامل التحديد في كل من (بنك بيبيلوس، بنك سورية والخليج) فلم تقسّر من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للأسهم سوى (2.0%، 27.8) على التوالي.

جدول (4): اختبار معنوية النموذج للمتغيرين للمستوى العام للأسعار والقيمة السوقية للأسهم

ANOVA ^a							
الشركة	Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.	
البنك الدولي للتجارة والتمويل	1	Regression	178416.675	1	178416.675	4.805	.060 ^b
		Residual	297039.896	8	37129.987		
		Total	475456.571	9			
بنك بيبيلوس	1	Regression	10309.405	1	10309.405	.160	.699 ^b
		Residual	514988.831	8	64373.604		
		Total	525298.235	9			
بنك قطر الوطني	1	Regression	113320.906	1	113320.906	5.082	.054 ^b
		Residual	178388.059	8	22298.507		
		Total	291708.965	9			
بنك سورية والخليج	1	Regression	32507.729	1	3257.729	3.074	.118 ^b
		Residual	84595.726	8	105744.466		
		Total	11103.455	9			

a. Dependent Variable: القيمة السوقية

b. Predictors: (Constant), المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج spss

تبين نتائج الجدول رقم (4) لتحليل التباين أنّ قيمة Sig كانت أكبر من مستوى الدلالة 0.10، وذلك في كل من (بنك بيلوس، بنك سورية والخليج) وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية للأسهم.

بينما كانت قيمة sig في كل من (البنك الدولي للتجارة والتمويل، بنك قطر الوطني) تساوي (0.060، 0.054) على التوالي وهي أصغر من مستوى الدلالة 0.10 وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية للأسهم.

جدول (5): معاملات الانحدار للمتغيرين للمستوى العام للأسعار والقيمة السوقية للأسهم

Coefficients ^a						
الشركة	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
البنك الدولي للتجارة والتمويل	(Constant)	175.835	102.192		1.721	.124
	المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي	.184	.084	.613	2.192	.060
بنك بيلوس	(Constant)	364.892	134.558		1.969	.085
	المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي	.044	.111	.140	.400	.699
بنك قطر الوطني	(Constant)	154.674	79.194		1.953	.087
	المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي	.147	.065	.623	2.254	.054
بنك سورية والخليج	(Constant)	122.537	54.536		2.247	.055
	المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي	.079	.045	.527	1.753	.118

a. Dependent Variable: القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج spss

تستطيع الباحثة من الجدول رقم (5) أن تستنتج العلاقات الرياضية المعبرة عن معادلة الانحدار التي توضح العلاقة بين المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي والقيمة السوقية للأسهم، وبناءً على الاستنتاج من الجدول رقم (5) سوف يتم استخراج فقط معادلتنا الانحدار في كل من (البنك الدولي للتجارة والتمويل، بنك قطر الوطني) ويكتب على الشكل التالي:

$$Y = \beta_1 x + \beta_0$$

معادلة انحدار أثر المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي في البنك الدولي للتجارة والتمويل:

$$Y = 0.184 x + 175.835$$

معادلة انحدار أثر المخضع الضمني للنتائج المحلي الإجمالي في بنك قطر الوطني:

$$Y = 0.147 x + 154.674$$

وللتأكد من صلاحية النموذج قامت الباحثة باختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الجدول رقم (6): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
	N		Unstandardized Residual
			10
البنك الدولي للتجارة والتمويل	Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^{1c}
بنك بيبيلوس	Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Asymp. Sig. (2-tailed)		.176 ^c
بنك قطر الوطني	Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^c
بنك سورية والخليج	Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Asymp. Sig. (2-tailed)		.200 ^c
a. Test distribution is Normal.			
b. Calculated from data.			
c. Lilliefors Significance Correction.			

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مخرجات برنامج spss

من الجدول رقم (6) تلاحظ الباحثة أنّ متوسط البواقي معدوم، كما أن اختبار التوزيع الطبيعي كولمغروف سميرونوف k-s كانت عنده قيمة Sig أكبر من مستوى الدلالة 0.10 وبالتالي نقبل فرضية العدم أي أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي. ومن أجل اختبار الارتباط الذاتي: يظهر الجدول رقم (3) قيمة الاختبار الفعلي لدرين واتسون والتي تتم مقارنتها بالقيمة الجدولية المستخرجة من جدول درين واتسون المعروفة ب dl (الحد الأدنى) و du (الحد الأعلى) عند مستوى الدلالة 0.10. حيث تجد الباحثة أن قيمة إحصائية Durbin-Watson = (1.351, 0.974, 1.048, 1.382) على التوالي، أما القيم الجدولية كانت (du=1.001, dl=0.604) وبنتيجة المقارنة نقبل فرضية العدم أي لا أنه لا يوجد ارتباط ذاتي متسلسل.

13- النتائج:

في ضوء ما تقدم يمكن استخلاص النتائج التالية:

1. يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمخفف الضمني للنتائج المحلي الإجمالي كأحد مؤشرات المستوى العام للأسعار في القيمة السوقية للأسهم في كل من البنك الدولي للتجارة والتمويل وبنك قطر الوطني وكانت العلاقة طردية، ويعتبر ذلك منطقياً حيث أن الأسهم تمنح حماية ضد مخاطر التضخم، وبالتالي عند ارتفاع المستوى العام للأسعار سوف يتجه المستثمرين إلى البحث عن مجالات توظيف للنقود خلال فترات التضخم تمكنهم من الحصول على عائد أعلى يكفي للتعويض عن انخفاض قيمة الدخل، كون معدل التضخم يؤدي إلى فقدان النقود لوظيفتها كمخزن للقيمة، وعندها سيعمد المستثمرون إلى شراء الأسهم العادية كون عوائدها متغيرة وبالتالي ارتفاع أسعار تلك الأسهم. بينما لم يكن هناك أثر ذو دلالة إحصائية للمخفف الضمني للنتائج المحلي الإجمالي في القيمة السوقية لأسهم في كل من بنك بيبيلوس وبنك سورية والخليج ويعود سبب ذلك إلى كثرة العوامل التي تؤثر على قرارات الاستثمار بما فيها

¹ تم حساب الإحصائية بعد إجراء التحويل اللوغارتمي للمتغير التابع لمعالجة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي.

سلوكيات الاستثمار في البورصة وعمليات البيع والشراء التي تعتمد على الإشاعة، وعوامل تتعلق بالمتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية.

2. من خلال دراسة واقع المستوى العام للأسعار في سورية خلال الفترة (2011-2020)، كانت أرقام نسب المخفض الضمني للنتائج المحلي الإجمالي تشير إلى تواجد ضغوط تضخمية كبيرة، حيث لوحظ انخفاض واضح في الناتج المحلي الإجمالي "بالأسعار الثابتة" وذلك بعد حدوث الحرب والحصار الاقتصادي، بينما حقق الناتج المحلي الإجمالي "بالأسعار الجارية" زيادات مستمرة خلال سنوات الدراسة وذلك بسبب عدم إزالة أثر التضخم فيه.

14-التوصيات:

في ضوء النتائج والتحليلات السابقة والتي تعكس أثر المستوى العام للأسعار في القيمة السوقية لأسهم المصارف التجارية الخاصة المدرجة في بورصة دمشق، توصي الباحثة بما يلي:

1. ضرورة العمل على تخفيض نسبة التضخم أو تثبيته على الأقل، ما أمكن من قبل السلطات النقدية متمثلة بمصرف سورية المركزي ووزارة المالية، لما له من نتائج كارثية على الاقتصاد بكافة مكوناته وقطاعاته.
2. يجب أخذ كل القطاعات في سوق دمشق للأوراق المالية عند إجراء الدراسة وذلك لبيان أثر تغيرات المستوى العام للأسعار على الأسعار السوقية لأسهمها.
3. على كل شركة القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على الأسعار السوقية لأسهمها، فقد لوحظ أنه يوجد عوامل هامة أخرى تؤثر على الأسعار السوقية للأسهم غير المستوى العام للأسعار.
4. إيجاد آلية للتنسيق بين السياسة النقدية والسوق المالية من خلال وضع استراتيجية عامة تتسم بالشفافية وتشمل مختلف الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، بحيث تضمن الاستقرار الاقتصادي من جهة، وازدهار السوق المالي من جهة أخرى.

15-المراجع العلمية:

1-15-المراجع باللغة العربية:

1. أبوزيد، محمد المبروك، (2009)، التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، المملكة العربية السعودية، ص 276.
2. حنفي، عبد الغفار، (2003)، بورصة الأوراق المالية، مصر، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر، ص 234.
3. حيدر، فاخر عبد الستار، (2002)، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم في منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض، ص 123.
4. خلف، فليح حسن، (2006)، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، أربد، الأردن، ص 207.
5. السيد، سامي، (2018)، النقود والبنوك والتجارة الدولية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، ص 121.
6. شافعي، محمد زكي، (2000)، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، ص 79.
7. العازمي، عبد الله غازي، (2004)، محددات التضخم المحلي للأسعار، دراسة تطبيقية على دولة الكويت، مجلة الدراسات المالية والتجارية، جامعة القاهرة، العدد الثاني.
8. عديلة، حاتم أحمد، (2014)، تقدير العلاقة بين المتغيرات النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي المالي، مجلة رؤى استراتيجية، مركز الإمارات للدراسات والبحوث العلمية، الإمارات، العدد 8 من المجلد 2.
9. العيسى، نزار سعد الدين، قطف، إبراهيم سليمان، (2006)، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، ص 241.

10. مفلح، هزاع، خلف، أسمهان، (2019)، الأسواق المالية، منشورات جامعة حماه، ص 248-249.
11. النيف، خالد لافي، (2018)، "العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي والمؤشر العام لبورصة عمان للأوراق المالية"، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، العدد 2 من المجلد 5.
12. هندي، منير إبراهيم، (2006)، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف، الإسكندرية، مصر، ص 215.
13. الوزني، خالد واصف، الرفاعي، أحمد حسين، (2008)، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، دار وائل للنشر، الطبعة التاسعة، عمان، ص 250.

15-2-المراجع باللغة الأجنبية:

1. Asmy, M., Rohilina, W., Hassama, A., Amin, F. (2009), **Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model**. Munich Personal Repec Archive. No. 20970.
2. Ozbay, E. (2009), **The Relations between Stock Returns and Macroeconomic Factors: Evidence for Turkey**.

15-3-المواقع الالكترونية:

1. موقع سوق دمشق للأوراق المالية <http://www.dse.sy/>
2. المكتب المركزي للإحصاء <https://cbssyr.sy/>