

## محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

د. حسين علي\*

نور عساني†

( تاريخ الإيداع ٧ / ١١ / ٢٠٢١ . قُبِلَ للنشر في ٢٠ / ٢ / ٢٠٢٢ )

### □ ملخص □

يهدف هذا البحث إلى دراسة محدّدات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتمثلة ببعض العوامل الداخلية والخارجية. اعتماداً على بيانات سنوية متعلّقة بـ ٥ مصارف خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٨، حيث تمّ دراسة بعض العوامل وهي: نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين إلى حقوق الملكية، سعر الصرف الاسمي، ومعدل التضخم. وللتحقّق من هذه العوامل تم الاعتماد على نموذج بانل للانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Mode . أظهرت النتائج أنّ كل من سعر الصرف الاسمي ومعدل التضخم لهما أثر في تفسير التغيرات الحاصلة في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بينما نسبة العائد على حقوق الملكية ونسبة الدين إلى حقوق الملكية لا يوجد لهما أثر في تفسير التغيرات الحاصلة في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. الكلمات المفتاحية: محدّدات أسعار الأسهم، بيانات بانل، نموذج الانحدار التجميعي.

\*أستاذ مساعد، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة طرطوس، طرطوس، سورية.  
† طالبة ماجستير، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة طرطوس، طرطوس، سورية.

## Determinants of Stock Prices of Listed Companies in the Damascus Securities Exchange

Dr. Hussein Ali\*  
Nour Assani†

( Received 7 / 11 / 2021 . Accepted 20 / 2 / 2022)

### □ ABSTRACT □

This research aims to study the determinants of stock prices for listed companies in Damascus Securities Exchange, which are represented by some internal and external factors.

Based on annual data related to 5 banks during the period 2011-2018, where some factors were studied: return on equity ratio, debt to equity ratio, nominal exchange rate and inflation rate. In order to verify these factors, the Panel Pooled Regression Mode (PRM) model was used.

The results showed that Nominal Exchange Rate and the inflation rate had an impact in explaining the changes in the stock prices of companies listed on the Damascus Stock Exchange, while return on equity ratio and debt-to-equity ratio had no impact in explaining the changes in the stock prices of listed companies on the Damascus Stock Exchange.

**Key Words:** Stock Prices Determinants, Panel Data, Pooled Regression Model.

---

\* Assistant Professor, Department of Banking and Financial Sciences, Faculty of Economics, Tartous University, Tartous, Syria.

† Postgraduate Student, Department of Banking and Finance Sciences, Faculty of Economics, Tartous University, Tartous, Syria.

**مقدمة:**

تشكل الأسواق المالية ركناً أساسياً في هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتحقيق معدلات مرتفعة من الرفاه الاقتصادي لأفراده. ونظراً لاعتماد الاقتصادات المعاصرة على الأسواق المالية، عُدَّ استقرار هذه الأسواق مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للحكومات، وعُدَّت مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

وكغيرها من الأسواق تتأثر سوق الأوراق المالية بعوامل عدة داخلية وخارجية، وقد يكون هذا التأثير سلبياً أو إيجابياً الأمر الذي قد يسبب التقلبات في مؤشرات وأسعارها. ولحد من هذه التقلبات ينبغي معرفة العوامل المسببة لها وكيفية انتقال آثارها إلى سوق الأوراق المالية في محاولة لتجنب الآثار السلبية التي يمكن أن تلحق بالاقتصاد من جراء هذه التقلبات.

هذا ويمكن النظر إلى العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم من منظورين أساسيين: المنظور الاقتصادي الكلي والمنظور الاقتصادي الجزئي. فمن المنظور الكلي، تُعرف العوامل الأساسية بالعوامل الأساسية للاقتصاد. وهي تلك العوامل التي لا يمكن السيطرة عليها من قبل الشركة، وتشمل المتغيرات الأساسية الكلية: الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية والديموقراطية والبيئية، السلطة السياسية والحكومة والقوانين، التكنولوجيا والمنافسة (David,2003).

أما من المنظور الجزئي، فتُعرف العوامل الأساسية الجزئية باسم العوامل الأساسية للشركة. وهي تلك العوامل التي يمكن التحكم فيها من قبل شركة صغيرة من خلال معرفة أداء الشركة وسياساتها للإدارة المالية وتشمل التمويل والاستثمار وسياسة توزيع الأرباح (Weston and Copeland,1992).

وقد حظيت العوامل الاقتصادية بأهمية كبيرة من قبل المُحللين الماليين بوصفها أحد أهم العوامل الخارجية المؤثرة في السوق المالية. من هنا كُرست هذه الدراسة لمعرفة محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، والتي تتعلق بظروف الاقتصاد الكلي والتي يمكن أن نذكر منها التضخم، وأسعار الصرف وغيرها من العوامل التي تأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية العامة. وكذلك الوقوف على تأثير العوامل الداخلية المرتبطة بربحية الشركة ومديونيتها في أسعار أسهمها المتداولة في الأسواق المالية ومساعدة المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري السليم فيما يخص تكوين محفظتهم الاستثمارية بناءً على المعلومات التي سيتم استخلاصها من واقع دراسة تلك البنوك.

**مشكلة البحث:**

منذ دراسة Collins 1957 للسوق الأمريكية الذي بدأ بالتحقق في محددات أسعار الأسهم، وحدد أن الأرباح وصافي الربح والأرباح التشغيلية والقيمة الدفترية هي عوامل بارزة تؤثر على أسعار الأسهم في الولايات المتحدة، توجهت الأبحاث لاستكشاف العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، فقد توصلت هذه الأبحاث إلى نتائج واتجاهات مختلفة، فعلى سبيل المثال توصلت دراسة (Al-Shubiri,2010) في بورصة عمان في الأردن إلى أن صافي قيمة الأصول للسهم، ونسبة التوزيعات، وربحية السهم، وسعر فائدة الإقراض، ومعدل التضخم، والناتج المحلي الإجمالي هي محددات أسعار الأسهم، بينما توصلت دراسة (Malhotra, Tandon,2013) في بورصة National Stock Exchange (NSE) إلى أن القيمة الدفترية، وربحية السهم، وتوزيعات الأرباح، ونسبة السعر إلى الأرباح هي محددات الأسهم، كما أشارت دراسة (Subing and Kusumah,2017) في بورصة أندونيسيا إلى أن نسبة السعر إلى الأرباح، والعائد

على الأصول، وأسعار النفط، والتضخم هي عوامل تؤثر على أسعار الأسهم، بينما لا تؤثر المخاطر وسعر الفائدة على أسعار الأسهم.

وكما هو معروف أن السوق المالي هو مرآة عاكسة للكثير من المشاكل والمعلومات سواءً على المستوى الكلي أو الجزئي، حيث له دور حيوي في الازدهار الاقتصادي الذي يعزز تكوين رأس المال، وفي الحفاظ على النمو الاقتصادي لأنه يضمن تدفق الموارد إلى الفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية، لذلك ظهرت أهمية إجراء هذه دراسة للكشف عن محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتمثلة في بعض العوامل الداخلية والخارجية (الاقتصادية). وبالتالي يمكن تلخيص مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية:

أ. هل يوجد أثر للعوامل الداخلية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟  
ويتفرع عنه الأسئلة التالية:

١- هل يوجد أثر لنسبة العائد على حقوق الملكية\* في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

٢- هل يوجد أثر لنسبة الدين إلى حقوق الملكية<sup>†</sup> في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

ب. هل يوجد أثر للعوامل الخارجية (الاقتصادية) في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

١- هل يوجد أثر لسعر الصرف الاسمي في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

٢- هل يوجد أثر لمعدل التضخم في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

## أهمية البحث:

### أ. الأهمية العلمية:

تتجلى الأهمية العلمية في محاولة تحديد محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال دراسة العوامل الداخلية والخارجية. وبما يسمح بالوصول إلى نماذج أكثر قرباً من الواقع بحيث تبرز خصوصية سوق دمشق للأوراق المالية فيما يتعلق بالعوامل التي يمكن أن تؤثر فيها باعتبارها أحد الأسواق الناشئة.

\* اختارت الباحثة نسبة العائد على حقوق الملكية لأن المستثمرون يهتمون بالتنبؤ بمنظور المستقبل وذلك بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل قدر من المخاطر، فإن هذه النسبة تساعد في تقييم مدى كفاءة الشركة في تحقيق الأرباح لأن الشركة ذات العائد المرتفع تُعتبر مؤشر على نمو الشركة ونجاحها وسيطرتها، حيث أنه عندما يكون الربح أقل من المستوى المتوقع سيؤدي إلى انخفاض سعر السهم Heirany et al,2014.

† اختارت الباحثة نسبة الدين إلى حقوق الملكية لأن الدائنين والمساهمين يهتمون بتلك النسبة فهي تشير إلى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية (الديون)، وتحمل ظروف العمل دون التعرض لخسائر كبيرة فكلما كان تاريخ الشركة سيئ في سداد ديونها أو التزاماتها ستواجه صعوبة في الحصول على الائتمان والتي ستؤدي إلى انخفاض الأرباح الذي سينعكس على أسعار الأسهم لأنه وفقاً ل Rist & Rizzica الشركات ذات نسبة الدين إلى حقوق الملكية المنخفضة ستكون أقل خطورة من الشركات ذات نسبة الدين إلى حقوق الملكية المرتفعة وليس هناك أي مستثمر يسعى لخسارة أمواله أو المخاطرة بها. كما أنها تعتبر مؤشر على هيكل رأس مال الشركة وما إذا كانت الشركة أكثر اعتماداً على القروض (الديون) أو رأس مال المساهمين (حقوق الملكية) لتمويل الأصول والأنشطة.

## ب. الأهمية العملية:

تتبع الأهمية العملية لهذه الدراسة من معرفة محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتمثلة بالعوامل الداخلية والخارجية التي ستساعد المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية في اتخاذ قرارات مدروسة عند الاستثمار بالأوراق المالية بحيث تجنبهم الخسائر المحتملة، وتمكنهم من تحقيق الأرباح.

## أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى تحقيق نقاط عدة تتجلى في التعرف على محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتمثلة بالعوامل الداخلية والخارجية، وتفسير تأثير بعض العوامل الخارجية (الاقتصادية الكلية) والداخلية (الجزئية) في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مما يمكن من معرفة أهم العوامل الأكثر تأثيراً في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ووضعها أمام المستثمرين لتجنبهم الخسائر بناءً على المعلومات التي سيتم استخلاصها من واقع دراسة تلك الشركات.

## فرضيات البحث:

بناءً على مشكلة البحث تم وضع فرضيتين أساسيتين:

الفرضية الرئيسية الأولى وهي:

❖ لا تؤثر العوامل الداخلية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق

المالية.

ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية الآتية:

١- لا تؤثر نسبة العائد على حقوق الملكية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٢- لا تؤثر نسبة الدين إلى حقوق الملكية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الرئيسية الثانية وهي:

❖ لا تؤثر العوامل الخارجية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق

المالية.

ويتفرع عنها الفرضيات الفرعية الآتية:

١- لا يؤثر سعر الصرف الاسمي في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٢- لا يؤثر معدل التضخم في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

## الدراسات السابقة:

١. دراسة (المشعل، ٢٠١٥) بعنوان:

"أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة".

هدفت هذه الدراسة إلى إيضاح أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة التالية: (تركيا، مصر، سورية)، وقد تم أخذ البيانات التاريخية لكل دولة على حدا وذلك بواقع بيانات شهرية، حيث كانت الفترة الممتدة لسورية ٤٦ شهراً من ٢٠١٠/١ إلى ٢٠١٣/١١، ومصر امتدت فترتها ٩٠ شهراً من ٢٠٠٥/١ إلى ٢٠١٢/٦، بينما تركيا امتدت فترتها ١٥٠ شهراً من ٢٠٠٢/١ إلى ٢٠١٤/٦، تمثلت هذه المتغيرات بمعدل التضخم وسعر الصرف والعرض النقدي وسعر الفائدة قصير الأجل، بينما تم عكس عوائد الأسهم من خلال مؤشر عوائد الأسهم لكل سوق. تم الاعتماد على أسلوب الانحدار متعدد المراحل Regression Analysis Stepwise Multiple وأسلوب Least

squares with breakpoints (BREAKLS)، وأظهرت النتائج أن هناك علاقة طردية طويلة الأجل بين التضخم وعوائد الأسهم في بورصة إسطنبول، وعدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين في كل من سوق دمشق للأوراق المالية والبورصة المصرية، وأشارت النتائج عدم وجود علاقة بين العرض النقدي وعوائد الأسهم في بورصة إسطنبول، وتم استبعاد العرض النقدي في سوق دمشق للأوراق المالية لعدم توفر البيانات من قبل المصرف المركزي، ووجود علاقة طردية طويلة ومتوسطة الأجل بين المتغيرين في البورصة المصرية. وأوضحت النتائج عدم وجود علاقة بين سعر الفائدة قصيرة الأجل وعوائد الأسهم في بورصة إسطنبول على المدى طويل الأجل، ووجود علاقة طردية طويلة ومتوسطة الأجل بين المتغيرين في البورصة المصرية، وأوضحت النتائج في البورصة المصرية وجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين على المدى طويل الأجل. كما أنه تم استبعاد عرض نقدي وسعر الفائدة قصير الأجل في سوق دمشق للأوراق المالية لعدم توفر البيانات من قبل المصرف المركزي وأظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين سعر الصرف والتضخم وعوائد الأسهم المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أن هناك علاقة سلبية بين سعر الصرف وعوائد الأسهم في إسطنبول والبورصة المصرية.

٢. دراسة (أسعد، ٢٠١٦) بعنوان:

"العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي المتمثلة بـ (سعر الصرف الاسمي الفعال، العرض النقدي، معدل تغطية الصادرات والواردات، معدل التضخم) باعتبارهم المتغيرات المستقلة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية باعتباره المتغير التابع، وذلك خلال الفترة الممتدة بين عام ٢٠١٠ إلى عام ٢٠١١، ولبيان تلك العلاقة تم الاعتماد على نموذج (Vector Autoregression (VAR)، وأظهرت النتائج أنه لا يوجد علاقة بين كل من معدل التضخم ومعدل تغطية الصادرات والواردات من جهة ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من جهة أخرى، وتبين وجود علاقة عكسية متجهة من سعر الصرف الاسمي الفعال إلى مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. ووجود علاقة عكسية متجهة من العرض النقدي إلى مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

٣. دراسة (الحجلة، ٢٠١٦) بعنوان:

"مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر بعض النسب المالية على القيمة السوقية لأسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٩ إلى الربع الثالث لعام ٢٠١١. وقد تم استخدام النسب المالية التالية واعتبارها المتغيرات المستقلة وهي: (العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، القيمة الدفترية للسهم، حجم موجودات البنك، مكرر ربحية السهم، مخاطر السيولة، مخاطر الائتمان، مخاطر رأس المال)، وتم اعتبار القيمة السوقية للسهم المتغير التابع. حيث تم اختبار فقط من المتغيرات المستقلة العائد على السهم وحجم موجودات البنك، ونسبة السيولة لأنهم يتبعون توزيع طبيعي وتم إهمال الباقي وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد. أظهرت نتائج الانحدار الخطي البسيط أن كلاً من العائد على السهم وحجم الموجودات يؤثر بشكل إفرادي على القيمة السوقية للأسهم، أما بالنسبة إلى نسبة السيولة لم يكن لها تأثير. بينما أظهرت نتائج الانحدار الخطي المتعدد أنه لم يكن هناك تأثير لكل من العائد على السهم ونسبة السيولة بوجود المتغيرات الأخرى، وحجم الموجودات تبين أنه يؤثر بشكل إيجابي على القيمة السوقية للأسهم.

## ٤. دراسة (كمخلي، ٢٠١٦) بعنوان:

" أثر التحليل المالي للبيانات المالية المنشورة في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر بعض النسب المالية بوصفها المتغيرات المستقلة وهي: (العائد على حقوق الملكية، نسبة المديونية، الربح الصافي للسهم الواحد، الربح الموزع للسهم الواحد، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، معامل رسملة الأرباح)، على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٩ إلى عام ٢٠١٤، اعتمد الباحث على نموذج الانحدار الخطي المتعدد وطريقة Stepwise وذلك لمعرفة المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغير التابع واستبعاد المتغيرات غير المؤثرة في النموذج. وأظهرت النتائج أن النسب المالية المؤثرة في أسعار أسهم الشركات هي العائد على حقوق الملكية وأثرها سلبي على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وكلاً من الربح الصافي للسهم الواحد والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ذات أثر إيجابي.

## ٥. دراسة (AL Samara, 2020):

**"The Determinate of Stock Market Index in Syria During the Conflict Period: Linear Versus Nonlinear Approach"**

" محددات مؤشر سوق الأسهم في سورية خلال فترة الصراع: النهج الخطي مقابل النهج الغير خطي "

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على المدى القصير والطويل في مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية في سورية، وذلك خلال الفترة الممتدة بين الربع الأول لعام ٢٠١٠ إلى الربع الرابع لعام ٢٠١٧. تم اختيار كلاً من (سعر الصرف الموازي، مؤشر أسعار المستهلك، الناتج المحلي الإجمالي) بوصفهم متغيرات مستقلة. ولمعرفة تأثير تلك المتغيرات تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي الموزع ARDL و ARDL الغير خطي. وأظهرت النتائج أن مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية السوري يستجيب بطريقة سلبية لسعر الصرف في السوق الموازي ومؤشر أسعار المستهلك، بينما يستجيب بطريقة إيجابية للناتج المحلي الإجمالي.

التعقيب على الدراسات السابقة:

بعد القيام بعملية المسح للدراسات السابقة التي تناولت أثر العوامل المؤثرة في سوق دمشق للأوراق المالية، تبين أن جميع هذه الدراسات لم تتطرق إلى دراسة عوامل الاقتصاد الكلي والجزئي معاً، فعلى سبيل المثال دراسة (Al Samara)، ودراسة (أسعد)، ودراسة (المشعل) الذي تم فيهم دراسة أثر متغيرات الاقتصاد الكلي دون أخذ عوامل الاقتصاد الجزئي (بعض النسب المالية)، أما دراسة كلاً من (كمخلي) و(الحجلة) تم فيهما دراسة أثر بعض النسب المالية دون التطرق إلى عوامل الاقتصاد الكلي. كما تبين أن هذه الدراسات قد اختلفت فيما بينها من حيث النتائج التي تم التوصل إليها حول وجود أو عدم وجود أثر بين المتغيرات المدروسة.

يمكن أن تعزى الاختلافات في فترات الدراسة والأساليب المتبعة في الدراسات السابقة، فما يميز الدراسة الحالية عن سابقتها أنه سيتم دراسة بعض محددات الاقتصاد الكلي والجزئي (بعض النسب المالية) معاً، وذلك لبيان هل يوجد أثر للمتغيرات المأخوذة خلال فترة الدراسة، ومعرفة العوامل الأكثر تأثيراً على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وسيتم استخدام نماذج Panel لاختبار الفرضيات والمفاضلة بينهم واختيار النموذج الأفضل

والتي لم تستخدمها الدراسات السابقة وهم: (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج انحدار الآثار الثابتة، نموذج انحدار الآثار العشوائية).

### منهجية البحث:

استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لوصف وتحليل الظاهرة المدروسة والمتمثلة بمحددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتمثلة ببعض العوامل الداخلية والخارجية، وذلك من خلال تحليل النتائج التي تم التوصل إليها. حيث تم الاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) المناسب لبيانات من نوع بانل، ولتقدير هذا النموذج تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares)، وذلك للتوصل إلى نتائج مناسبة لحل مشكلة البحث.

### ١-٦ مجتمع البحث وعينته:

يتكون مجتمع البحث من كافة المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باعتباره القطاع الأكبر والمهيمن في السوق والبالغ عددها أربعة عشر مصرف.

أما عينة البحث فهي عينة قصدية مكونة من خمسة مصارف وهي (بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB، بنك قطر الوطني - سورية QNBS، بنك عودة - سورية BASY، بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF، بنك الدولي للتجارة والتمويل IBTF)، وتم اختيار تلك العينة لأن متوسط حجم تداولهم يشكل ٧٠% من حجم التداول الكلي للسوق، وهم الأكثر تداول ونشاط في سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، كما أن تلك المصارف كانت من أوائل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية عند افتتاحه في عام ٢٠٠٩. حيث تم استخدام بيانات سنوية خلال الفترة الممتدة من ٢٠١١-٢٠١٨.

### ٢-٦ طرق جمع البيانات:

تم الاعتماد في جمع البيانات المطلوبة على نشرات الإفصاح للمصارف الخاصة والمنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، وعلى بيانات مصرف سورية المركزي.

### الإطار النظري للدراسة:

#### -نظريات دراسة أسعار الأسهم:

هناك نظريتين لدراسة أسعار الأسهم كما أشار إلى وجودهما أدب التمويل والاستثمار، النظرية الأولى يطلق عليها بالنظرية التقليدية لأسعار الأسهم (Conventional) والتي تبين أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الأسهم، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على توزيعاتها (Dividends) وبالتالي على أسعار أسهمها (جواد، ٢٠١٥، ص ١٠).

وأن هذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية والمالية مثل التضخم، الربح الصافي للسهم الواحد، عرض النقود، الربح الموزع للسهم الواحد، أسعار الفائدة، العائد على حقوق الملكية، سعر الصرف، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، الناتج القومي المحلي، نسبة المديونية، مستوى النشاط الاقتصادي .... إلخ، لذلك فإن كل العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم يمكن اعتبارها مؤثرة في أسعار الأسهم.

ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة تحليل تعرف بالتحليل الأساسي (Fundamental Analysis) والتي تعني بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية والسوقية التي تتعلق بالشركة مصدره السهم بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة (بالل، ٢٠١١، ص ٢٧٥)، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك

الربحية، حيث تمثل تلك المعلومات الأساسية في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السعر الذي تصدره المنشأة، أي أن هذا التحليل يهتم بمستقبل أسعار الأسهم، وليس فقط بالأسعار التي بيعت بها في السوق، ومنه فإن التحليل الأساسي هو ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام وظروف القطاع بشكل خاص من جهة، وظروف الشركة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى، حيث يهدف الوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي للسهم ومقارنته بسعر السوق، فإذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية، وإذا كان أكبر من السعر العادل فيجب تجنب عملية الاستثمار في ذلك (زيد ٢٠١٥، ص ١٢٥).

أما **النظرية الثانية** فيطلق عليها نظرية الثقة (Confidence Theory) وهي تشير إلى أن العامل الأساسي في حركة أسعار الأسهم هو التغيير في ثقة المستثمرين بمستقبل هذه الأسعار والعوائد وتوزيعات الأرباح وتختلف هذه النظرية عن السابقة في أنها تركز على الناحية السيكولوجية بدلاً من الاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الأساسية، كما هو الشأن في النظرية الأولى.

إن الأهمية التي اكتسبتها نظرية الثقة تتمثل في قيامها بتفسير بعض التغيرات المرتبطة بأسعار الأسهم، والتي لم تفسر من خلال النظرية السابقة، فهي تستخدم تفسير انخفاض أسعار الأسهم مثلاً في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد تصاعداً مستمراً، ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة التحليل الفني (Technical Analysis) والتي تهتم بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير، من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين، حيث تفترض طريقة التحليل الفني، أن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم، هي ملاحظة التقلبات السابقة لهذه الأسعار (جواد، ٢٠١٥، ص ١١).

وفي إطار التحليل الأساسي يكون المستثمر مهتماً بالأرباح المرتبطة بتوزيعات الأسهم إضافة إلى الأرباح الرأسمالية (Capital Gains)، نتيجة الارتفاع في أسعارها، أي يهتم المستثمر في إطار التحليل الأساسي بالعوامل الاقتصادية والمالية المؤثرة في أسعار الأسهم.

ويقسم التحليل الأساسي إلى أسلوبين (مدخلين) لتحديد القيم الحقيقية للورقة المالية (زيد ٢٠١٥، ص ١٢٦-١٢٧):

➤ **أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي):** حيث يتم فيه تحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للاستثمار فيها.

➤ **أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي):** يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

واتفاقاً مع المضمون المذكور لمدخل التحليل الأساسي ترى الباحثة أن هناك اتجاهاً قوياً لاستخدامه من خلال مدخله الفرعي وهو التحليل الكلي فالجزئي (Macro-Micro-Approach) وبذلك بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية، والتي تعد الأساس الذي على ضوئه يتخذ قرار شرائها أو بيعها، والذي يعني بتحليل الظروف الاقتصادية العامة والذي يمثل أولى المراحل الثلاثة المكونة لمدخل التحليل الأساسي أي الاهتمام بتحليل الظروف الاقتصادية العامة والمتغيرات المكونة للاقتصاد الكلي أولاً ثم تحليل عوامل الشركة ذاتها ومعرفة مدى تأثيرهم على أسعار الأوراق

المالية، ومساهماتهم في اتخاذ القرارات المالية الملائمة للمحافظة على استقرار سوق الأوراق المالية بالدرجة الأولى، ومن ثم الاقتصاد ككل، إضافة إلى التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم وحركة النشاط الاقتصادي.

### النتائج والمناقشة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة المتمثل بمعرفة محددات أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والمتمثلة ببعض العوامل الداخلية والخارجية، فُمنّا باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، حيث تم إدراج متغيرات البحث الأساسية (سعر الصرف الاسمي، معدل التضخم، نسبة العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين إلى حقوق الملكية) كمتغيرات مستقلة في معادلة الانحدار، وذلك وفق النموذج الآتي:

$$SP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{it} + \beta_2 DER_{it} + \beta_3 NEX_t + \beta_4 INF_t + \varepsilon_{it}$$

حيث:  $SP_{it}$ : أسعار الأسهم،  $ROE_{it}$ : نسبة العائد على حقوق الملكية،  $DER_{it}$ : نسبة الدين إلى حقوق الملكية،  $NEX_t$ : سعر الصرف الاسمي،  $INF_t$ : معدل التضخم،  $\varepsilon_{it}$ : حدّ الخطأ العشوائي\*.

### ٨-١ نتائج اختبار جذر الوحدة:

قبل تقدير النماذج الخاصة ببيانات بانل، لا بدّ من التأكد من استقرارية هذه البيانات عبر الزمن الأمر الذي يزيد من موثوقية تطبيق الأدوات الاقتصادية القياسية المعتمدة لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. لذلك تم اختبار جذر الوحدة لبيانات من نوع بانل باستخدام عدد من الاختبارات المطوّرة منها: Levin, Lin and Chu (LLC)، Im, Pesaran, Shin، Fisher-ADF، Fisher-PP، إذ يدل الفرض العدم لهذه الاختبارات على وجود جذر وحدة أي السلسلة غير مستقرة على الأقل في أحد أفراد الدراسة، مقابل الفرض البديل الذي ينص على عدم وحدة جذر وحدة أو أن السلسلة مستقرة بالنسبة لجميع أفراد الدراسة. بناء على ذلك تم اتخاذ القرار بشأن استقرارية متغيرات البحث بالاعتماد على اختبار (LLC)، والذي يتطلب صغر حجم العينة ووجود ارتباط مقطعي (Baltagi, 2008, p.280)، وقبل البدء بالاختبار يجب تحديد شكل المعادلة (مع ثابت واتجاه، مع ثابت، أو بدون ثابت واتجاه) وذلك اعتماداً على معنوية كل حالة. كما يتم تحديد عدد فترات التباطؤ بشكل تلقائي من خلال معيار Schwarz info criterion (Fayed, Dubey, 2016)، إذ سنبنّي الحكم أولاً على استقرار المتغيرات بناءً على معادلة الاختبار الأشمل التي تحتوي على ثابت واتجاه، وثانياً على معادلة تحتوي فقط على ثابت، وثالثاً على معادلة بدون ثابت واتجاه، وذلك وفق الجدول رقم (١).

الجدول (١): نتائج اختبار جذر الوحدة (LLC)

عند المستوى (Level)						المتغير
القيمة الاحتمالية لمعادلة بدون ثابت واتجاه		القيم الاحتمالية لمعادلة مع ثابت		القيم الاحتمالية لمعادلة مع ثابت واتجاه		
القيمة الاحتمالية	قيمة t	القيمة الاحتمالية	قيمة t	القيمة الاحتمالية	قيمة t	
0.996	2.741	0.996	2.720	0.000**	-3.243	SP
0.000**	-3.223	0.000**	-3.542	0.000**	-3.517	ROE
0.372	-0.324	0.000**	-7.411	0.000**	-5.459	DER

\*SP: Stock Price ،ROE: Return on Equity ،DER: Debt to Equity Ratio ،NEX: Nominal Exchange Rate ،INF: Inflation.

1.000	-5.853	0.000**	-3.139	0.999	-3.550	EX
0.004**	-2.604	0.034**	-1.813	0.000**	-5.779	INF

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views10. \*, \*\*, \*\*\*: تشير إلى مستوى الدلالة عند ١٠%، ٥%، ١% على التوالي.

تُلاحظ من خلال نتائج اختبار الاستقرارية على السلاسل الزمنية المدروسة أن جميع المتغيرات مستقرة عند المستوى، فقد أظهرت نتائج اختبار LLC أن القيمة الاحتمالية لقيمة t المحسوبة لجميع المتغيرات أقل من 5%، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدم أن للمتغير جذر وحدة.

#### ٢-٨ نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج Panel:

للوصول إلى نموذج التقدير الأمثل لمتغيرات الدراسة، تم تطبيق نماذج بانل الثلاثة وهي: نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model، نموذج الآثار الثابتة (FEM) Fixed Effects Model، نموذج الآثار العشوائية (REM) Random Effects Model.

وللمفاضلة بين النماذج الثلاثة السابقة تم بدايةً تطبيق اختبار F test وذلك للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM)، حيث أظهرت نتائج الاختبار في الجدول (٢) بأننا لا نستطيع رفض الفرضية العدم (لا توجد آثار فردية) حيث كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من ٥%، وبالتالي يكون نموذج الانحدار التجميعي (PRM) أكثر ملائمة للتقدير من نموذج الآثار الثابتة (FEM).

الجدول (٢): نتائج اختبار F test

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.051288	(4,31)	0.3970
Cross-section Chi-square	5.088209	4	0.2784

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views10، مستوى دلالة ٥%.

بناءً على ما سبق، وبعد تطبيق الاختبار المناسب بهدف اختيار النموذج الأكثر ملائمة لتقدير معاملات نموذج الدراسة، توصلنا إلى أن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) هو النموذج الأفضل وهي طريقة معتمدة في بعض الدراسات الحديثة كدراسة (Li, et al, 2019) ودراسة (Kabajeh et al, 2012)، وبالتالي تم تقدير معاملات النموذج وفق طريقة المربعات الصغرى العادية.

#### ٣-٨ تقدير معاملات نموذج الانحدار التجميعي (PRM) وفق طريقة المربعات الصغرى العادية:

تم تقدير معاملات نموذج الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares) OLS، ويوضح الجدول (٣) نتائج التقدير للنموذج المستخدم.

الجدول (٣): نتائج تقدير النموذج وفق طريقة OLS

Model	Variables
3.056568 (0.0000)**	C

-0.911451 (0.0609)	ROE
-0.442265 (0.1325)	DER
-0.480919 (0.0000)**	NEX
-0.907038 (0.0000)**	INF
0.609	R-squared
0.564	Adj-R- squared
13.642	F-statistic
(0.0000)**	Prob.(F- statistic)
1.32	Durbin-Watson stat

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views10. تشير الأرقام بين قوسين على القيمة الاحتمالية لاختبار معنوية معاملات الانحدار، ويدل الرمز \*\* على المعنوية عند مستوى دلالة ٥%.

من أجل الحكم على مدى جودة النموذج السابق لابد من دراسة مصداقية وخصائص هذه النماذج من خلال مجموعة من الاختبارات. يُلاحظ بدايةً أن قيمة معامل التحديد Adj-R-squared جيدة جداً، إذ إنَّ متغيرات النموذج تستطيع شرح ٦٠% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، وبالتالي يمكن القول إن معامل التحديد المعدل يُعبر عن جودة تمثيلية جيدة للمتغير التابع. كذلك يمكن الحكم على معنوية النموذج من خلال قيمة (F) الموضحة في الجدول (٣) والقيمة الاحتمالية لها التي تساوي (0.000) لنموذج الدراسة، مما يشير إلى أن متغيرات الدراسة معنوية في تفسيرها المشترك للتغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم.

#### ٨-٤ اختبارات البواقي:

من أجل التأكد من صحة النموذج السابق تم إجراء مجموعة من الاختبارات على البواقي وهي: (اختبار الارتباط الذاتي، اختبار التوزيع الطبيعي، اختبار ثابت التباين واختبار الاستقرار). حيث يُعتبر خضوع سلسلة البواقي للتوزيع الطبيعي وعدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البواقي إضافة إلى ثبات التباين في البواقي من خصائص النموذج الجيد. يبين الجدول (٤) نتائج الاختبارات.

الجدول (٤): نتائج اختبارات البواقي

اختبارات البواقي (Residuals Tests)	
Model	
1.324	Durbin-Watson (الارتباط الذاتي)
1.898	JB test for normality Probability

(0.386)		
1.084 (0.639)	<b>White Heteroscedasticity test</b> (ثبات التباين)	
14.817 (0.138)	<b>Breusch-Pagan LM</b>	<b>Cross-section dependence test</b> (الارتباط الفردي)
1.077 (0.281)	<b>Pesaran (2004)</b>	
-4.360 (0.000)	<b>LLC</b>	<b>Stationarity tests for residuals</b>
24.896 (0.000)	<b>ADF Fisher</b>	
45.217 (0.000)	<b>PP Fisher</b>	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views10.

من الجدول السابق يُلاحظ ما يلي:

١. بواقي النموذج المدروس تتبع التوزيع الطبيعي، حيث نجد أنّ القيم الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera أكبر من 5%، مما يعني قبول الفرضية العدم والبواقي تتبع توزيع طبيعي.
٢. عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، حيث أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Pagan LM وPesaran (2004) أكبر من 5%، وبالتالي نقبل الفرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج. بالنسبة لإحصائية Durbin-Watson كانت قيمتها 1.324 هذا يدل على أننا في مرحلة شك بعدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي، لذلك سنعتمد على القيمة الاحتمالية لإحصائية (Q-Statistic) عند مستوى دلالة 1% مع افتراض أن عدد فترات التباطؤ هو ٧، والتي تظهر في الشكل (١) حيث تشير إلى أنّ القيمة الاحتمالية عند فترات التباطؤ أكبر من ١%، ولأنها داخل حدود الثقة، وبالتالي لا نستطيع رفض فرضية العدم لهذا الاختبار أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية الخاصة بنموذج الانحدار التجميعي.

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.144	0.144	0.8873	0.346
		2	-0.109	-0.132	1.4131	0.493
		3	-0.277	-0.249	4.8903	0.180
		4	-0.167	-0.117	6.1944	0.185
		5	0.044	0.026	6.2857	0.279
		6	-0.111	-0.238	6.8891	0.331
		7	-0.024	-0.064	6.9176	0.438

الشكل (١) اختبار الارتباط الذاتي لسلسلة البواقي. من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views10.

٣. ثبات التباين في سلسلة البواقي، حيث نجد أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار تجانس البواقي White (Heteroscedasticity test) أكبر من 5% وبالتالي نقبل الفرضية العدم التي تنص على ثبات تباين بواقي النموذج.

٤. استقرار سلسلة بواقى النموذج، حيث نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار جذر الوحدة (LLC) أصغر من ٥% وبالتالي نرفض الفرضية العدم التي تنص على وجود جذر وحدة في سلسلة البواقى ونقبل الفرضية البديلة أي يوجد استقرار لسلسلة بواقى النموذج.

بعد التأكد من أن النموذج السابق التي تم التوصل إليه جيد بناءً على الاختبارات الأساسية لبواقى النموذج، يمكننا تفسير النتائج التي تم التوصل إليها.

### اختبار الفرضيات:

بناءً على نتائج تقدير النموذج السابق والاختبارات المرافقة سنقوم باختبار فرضيات الدراسة.

من الجدول (٣) نستطيع صياغة نموذج الدراسة الذي يتضمن متغيرات: العائد على حقوق الملكية، نسبة الدين إلى حقوق الملكية، سعر الصرف الاسمي، معدل التضخم كمتغيرات مستقلة، وسعر السهم كمتغير تابع، وذلك لمعرفة فيما إذا كانت للمتغيرات أثر في تفسير أسعار الأسهم كالاتي:

$$SP_{it} = 3.056568 - 0.911451 ROE_t - 0.442265 DER_t - 0.480919 NEX_t - 0.907038 INF_t$$

#### -اختبار الفرضية البحثية الأولى:

عند مستوى دلالة ٥% معامل المتغير ROE والممثل بالعائد على حقوق الملكية غير معنوي، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار المعنوية أكبر من ٠.٠٠٥، وبالتالي نرفض الفرضية الإحصائية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للعائد على حقوق الملكية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

#### -اختبار الفرضية البحثية الثانية:

عند مستوى دلالة ٥% معامل المتغير DER والممثل بنسبة الدين إلى حقوق الملكية غير معنوي، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار المعنوية أكبر من ٠.٠٠٥، وبالتالي نرفض الفرضية الإحصائية العدم التي تنص على عدم وجود أثر لنسبة الدين إلى حقوق الملكية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

#### -اختبار الفرضية البحثية الثالثة:

عند مستوى دلالة ٥% معامل المتغير EX والممثل بسعر الصرف الاسمي معنوي، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار المعنوية أقل من ٠.٠٠٥، وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية الإحصائية العدم التي تنص على عدم وجود أثر لسعر الصرف الاسمي في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

#### -اختبار الفرضية البحثية الرابعة:

عند مستوى دلالة ٥% معامل المتغير INF والممثل بمعدل التضخم هو معنوي، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار المعنوية أقل من ٠.٠٠٥، وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية الإحصائية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للتضخم في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

### الاستنتاجات والتوصيات:

#### ١-١٠ الاستنتاجات:

يمكن التوصل من خلال الدراسة الحالية:

١. عدم وجود أثر لنسبة العائد على حقوق الملكية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذا يعود إلى انخفاض أرباح المصارف عينة الدراسة وتذبذبها خلال فترة الدراسة وتحقيق المصارف خسائر

وذلك بسبب التغير الكبير في أسعار الصرف ووجود التضخم. بمعنى آخر لا يوجد فائدة لمعدل الربحية إن كان ٢٥% مثلاً مع وجود احتمال كبير للتضخم (أو تغير بأسعار الصرف) قد يصل إلى ١٠٠%. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Kabajeh et al, 2012) ودراسة (Avdalovic; Milenkovie, 2017).

٢. عدم وجود أثر لنسبة الدين إلى حقوق الملكية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Herawati, 2018)، وكذلك دراسة (Safitri, 2013)، وتتوافق مع دراسة (كمخلي، ٢٠١٦).

٣. يؤثر معدل التضخم سلباً في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهذه النتيجة تتماشى مع ما توصلت إليه دراسة Fama، حيث أن أسعار الأسهم وعوائدها ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية (النشاط الاقتصادي)، مثل الإنتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال، والتي جادل Fama بأنها المحددات الأساسية لقيم حقوق الملكية، في حين ترتبط تلك المتغيرات الحقيقية بعلاقة عكسية مع معدل التضخم، وذلك انطلاقاً من أفكار النظرية الكمية للنقود، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب تدخل البنك المركزي من خلال السياسة النقدية لامتناس هذا الفائض، ومن أهم إجراءات هذه السياسة هي سياسة رفع معدلات الفائدة، وهذا الارتفاع سيؤثر على (الاستثمار والإنتاج) أسعار أسهم كل الصناعات الناشطة بالاقتصاد حيث يتدهور أداءها وتتجه أسعارها نحو الانخفاض نتيجة العلاقة السلبية التي تربط معدلات الفائدة بأسعار الأوراق المالية. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Marshall)، ودراسة (Dafergh & Aje)، ومع دراسة (Levin, Boyd & Smith) ودراسة (Alsharkas)، ونتائج دراسة (المغربي).

٤. يؤثر سعر الصرف الاسمي سلباً في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، فالزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض في قيمة العملة المحلية، حيث يمكن تفسير ذلك بأنه في سوق متقلبة وغير مستقرة فإن تأثر المستثمرين بالاستقرار العام (للمؤشرات الكلية) يشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق المالي والعكس صحيح، فعندما يكون الاستقرار غير متوفر للمستثمرين فهذا يؤدي إلى ابتعاد المستثمرين عن الاستثمار في السوق المالي مما يؤثر سلباً في أسعار الأسهم. وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Olowe, 2007) ومع دراسة (Pal, 2011) ودراسة (Khan, 2018).

#### ١٠-٢ التوصيات:

استناداً إلى نتائج الدراسة نوصي بما يأتي:

١. ضرورة إنشاء مراكز استشارية فعالة داخل الأسواق تُتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات الوفيرة والكاملة حول الشركات المدرجة في السوق ومن هذه المعلومات الإجراءات التي تقوم بها السياسة النقدية والبنك المركزي بالتحديد.
٢. مراقبة حركة المؤشرات الاقتصادية الكلية باستمرار لضمان اتخاذ الإجراءات الاقتصادية المناسبة في التوقيت المناسب وذلك قبل الاستثمار بالأسهم للتقليل من أثرها السلبي على التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم.
٣. أهمية الحرص على استقرار المؤشرات الكلية حتى تستطيع سوق الأوراق المالية أن تؤدي دورها بتخفيض الفوائض المالية والمدخرات بالشكل الأمثل.

٤. نوصي المستثمرين في السوق والراغبين بذلك بالقيام بدراسات تحليلية فنية وأساسية لأسعار الأسهم والاستفادة من الأبحاث العلمية المقدمة كهذا البحث في محاولة لتقليل المخاطر المحتملة.
٥. نوصي القائمين على عمل السوق باتخاذ إجراءات من شأنها التقليل من المخاطر المصاحبة للتغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق دمشق لجذب المستثمرين الخارجيين والمحليين على حد سواء.
٦. نوصي الباحثين المستقبليين بدراسة هذا الأثر مع أخذ عدد أكبر من المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية وتضمين متغيرات اقتصادية كلية مختلفة كسعر الفائدة ومعدل البطالة والناجح المحلي الإجمالي، ونسب مختلفة كنسبة السيولة ونسبة السوق.

## المراجع:

### المراجع العربية:

١. أسعد، علي (٢٠١٦). "العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٣٨، العدد ٣.
٢. الحجلة، مجد سامي (٢٠١٦). "مدى انعكاس مؤشرات الأداء المالي على أسعار الأسهم للمصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
٣. المشعل، ياسر (٢٠١٥). "أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سورية.
٤. المغربي، محمد إبراهيم (٢٠٠٧). "أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد أسهم الشركات الصناعية"، رسالة ماجستير تمويل ومصارف، جامعة آل البيت.
٥. بلال، عبد الله ياسين (٢٠١٥). "الأسواق المالية المتقدمة". منشورات جامعة حلب، كلية الاقتصاد، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، حلب، سورية.
٦. جواد، عبد المجيد (٢٠١٥). "التنبؤ بحركة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية باستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي"، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة حلب.
٧. زيد، حياة (٢٠١٥). "دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين) -"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، الجزائر.
٨. كمخلي، يحيى (٢٠١٦). "أثر التحليل المالي للبيانات المالية المنشورة في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة حلب: سورية.

### مواقع الكترونية:

١. موقع سوق دمشق للأوراق المالية: <http://www.dse.sy>.
٢. موقع المكتب المركزي للإحصاء السوري: <http://www.cbssyr.sy>.
٣. موقع مصرف سورية المركزي <http://mail.banquecentrale.gov.sy>

### المراجع الأجنبية:

1. Avdalovic, Snežana; Milenkovic, Ivan (2017). "Impact of company performances on the stock price: An empirical analysis on select companies in Serbia".

2. Al Samara, Mouyad, et al (2020). "The Determinate of Stock Market Index in Syria During the Conflict Period: Linear Versus Nonlinear Approach", **International Journal of Development and Conflict**, Vol. 10.

3. Alsharkas, Adel (2004). "Dynamic Relations Between Macro Economic Factors and the Jordanian Stock Market". **International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies**, Vol.1, pp.97-114.

4. Al-Shubiri, Faris, Nasif (2010). "Analysis the Determinants of Market Stock Price Movements: An Empirical Study of Jordanian Commercial Banks". **International Journal of Business and Management**, Vol. 5, No (10).

5. Baltagi, B (2008) "**Econometric Analysis of Panel Data**", (Fourth Edition), John Wiley & Sons, Chichester.

6. Collins, J. (1957). "How to Study the Behavior of Bank Stocks", **The Analysts Journal**, 13(2), 109- 11٣.

7. Daferghe, Emmanuel; Aje, Samuel. "An Impact Analysis of Real Gross Domestic Product Inflation and Interest Rate on Stock Prices of Quoted Companies in Nigeria", op.cit.

8. David Campbell George Stonehouse (2003). "**Strategic Management for Travel and Tourism Routledge**".

9. Fama, E, F; Schwert, O.W (1977). "Asset Returns and Inflation", **Journal of Financial Economics**, Vol. 5, No. 2, pp. 115-146.

10. Fama, E (1981). "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money", **American Economic Review**, Vol. 71, No. 4, pp. 545-565.

11. Fayed, A. M. & Dubey, S. (2016). "An Empirical Study of Impact of EVA Momentum on the Shareholders Value Creation as Compared to Traditional Financial Performance Measures- With Special Reference to the UAE". **International Journal of Economics and Finance**, 8(5), 23-38.

12. Heirany, F., Moeinadin, M., & Nazemizadeh, M. (2014). "The Role of Accrual Decomposition in Increasing The Information Value", **International Journal of Academic REsearch inAccounting, Finance and Management Sciences**, 4.

13. Herawati, Aty (2018). "The Influence of Fundamental Analysis on Stock Prices: The Case of Food and Beverage Industries", **European Research Studies Journal**, Vol. XXI, Issue 3, pp.316-326.

14. Kabajeh, Majed et al (2012). "The relationship between the ROA, ROE and ROI ratios with jordanian insurance public companies market share prices", **International Journal of Humanities and Social Science**, Vol. 2, No (11).

15. Khan, Jawad; Khan, Imran (2018). "The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Prices: A Case Study of Karachi Stock Exchange", **Business and Economics Journal**, Vol. 9, No (3).

16. Levin, A., Lin, F. and Chu, CJ. (2002), "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-Sample Properties", **Journal of Econometrics** 108.

17. Li, Wenbo; Long, Ruyin; Chen, Hong; Chen, Feiyu; Zheng, Xiao; Yang, Mui. (2019). "Effect of Policy Incentives on the Uptake of Electric Vehicles in China", **Journal of Sustainability**.

18. Malhotra, Nidhi and Tandon, Kamini (2013). "Determinants of Stock Prices: Empirical Evidence from NSE 100 Companies". **International Journal of Research in Management & Technology**, Dwarka, Vol. 3, No (3), New Delhi.

19. Marshall, David. "Inflation and Asset Returns in Monetary Economy", **Journal of Finance** Vol. 147, No. 4, pp. 1315-1342.

- 20.Olowe, Ra (2007). "The relationship between stock prices and macroeconomic factors in the Nigerian stock market", ***African Rev Money Financ Banking***.
- 21.Pal, K; Mittal, R (2011). "Impact of macroeconomic indicators on Indian capital market", ***J Risk Financ***.
- 22.Rist, M., & Pizzica, A. J. (2015). "Financial Ratios For Executives".
- 23.Safitri, A.L. (2013). "Influence of Earning Per Share, Price Earnings Ratio, Return on Asset, Debt to Equity Ratio and Market Value Added on Stock Price of the Jakarta Islamic Index", ***Management Analysis Journal***, 2(2) , 1-8.
- 24.Subing, Hesty; Kusumah, R. Wedi Rusmawan, (2017). "An empirical analysis of internal and external factors of stock pricing:evidence from Indonesia", ***Problems and Perspectives in Management***, Vol. 15, (Issue.4).
- 25.Weston, J. F., & Copeland, T. E. (1992). ***M managerial finance. (9th ed.)***. Illino is: D ryden Press "