

أثر التضخم في خلق قيمة المساهمين (دراسة تطبيقية على المصارف التقليدية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية)

د. هادي خليل*

منار نادر**

(تاريخ الإيداع 2023 /3/22 - تاريخ النشر 2023 /5/10)

□ ملخص □

هدف هذا البحث تبيان أثر مُعدّل التضخّم في خلق القيمة للمساهمين، وذلك بأخذ بيانات ربعية للمصارف التقليدية الخاصة السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، للفترة ما بين (٢٠١٢-٢٠٢١)، وتمّ استخدام نموذج يُعبّر عن انحدار متغير خلق القيمة (M/B) على معدّل التضخم (CPI) مع وجود متغيرات ضابطة (رصيد الودائع المصرفية، وحجم الأصول)، كما تمّ تقدير النموذج باستخدام أسلوب EGLS مع استخدام أوزان فردية للبواقي Cross (Section Sur). وتوصل البحث إلى أنّ ارتفاع التضخّم في سورية أدّى إلى انخفاض في خلق القيمة للمساهمين (أي في نسبة القيمة السوقية للأسهم إلى القيمة الدفترية).

ويوصى البحث إدارة المصارف بضرورة تطبيق تقنيات التحوط من مخاطر التضخم، ومخاطر أسعار الفائدة، عن طريق محاولة إحداث توافق بين خصائص أصولها ومصادر تمويل تلك الأصول، بالإضافة إلى العمل على الأخذ بعين الاعتبار لمبدأ المفاضلة Tradeoff بين الخطر والعائد، فسياسات تنوع المحافظ المصرفية لا تُؤتي النتيجة المرجوة منها دون التعرّف الدقيق للمخاطر التي يواجهها المصرف، وأخيراً يجب على المدراء في المصارف المدروسة إعادة النظر في سياسات توزيع الأرباح، خاصةً في فترات انعدام الثقة في أسواق التمويل، مع مراعاة تحقيق معدّلات نمو مستقبلية من أجل الحفاظ على القيم السوقية لأسهمها خاصةً العادية منها.

الكلمات المفتاحية: التضخم، خلق القيمة.

*مدرّس محاضر في قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة طرطوس، سورية (hadi.khalil@hotmail.fr)

**طالبة دراسات عليا (ماجستير)، قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة طرطوس، سورية.

The impact of inflation on Shareholders' value creation (An applied study on traditional banks listed on the Damascus Stock Exchange)

Dr. Hadi Khalil*
Manar Nader**

(Received 22/3/2023.Accepted 10/5/2023)

□ABSTRACT □

The aim of this study is to show the impact of the inflation rate on shareholders' value creation, and to achieve this goal, quarterly data were taken for the traditional Syrian private banks listed on the Damascus Stock Exchange, for the period (2012-2021), and a model was used that expresses the regression of the value creation variable (M /B) on the rate of inflation (CPI) with the presence of control variables (bank deposits, and the size of assets). The model was estimated using the EGLS method with the use of individual weights for the remainders (Cross Section Sur). The research concluded that the rise in inflation in Syria led to a decline in value creation for shareholders (Ratio of market value of shares to book value).

The research recommends banks management about the necessity of applying hedging techniques from inflation risks and interest rate risks, by trying to create matching between the characteristics of their assets and the sources of financing those assets. In addition to take into account the principle of tradeoff between risk and return, because the diversification policies of bank portfolios do not work the desired goal without an accurate definition of the risks that the bank faces. Finally, the managers of the studied banks must reconsider the profit distribution policies, especially in periods of lack of confidence in the financing markets, taking into account achieving future growth rates in order to preserve the market values of their shares, especially the ordinary shares.

Key words: Inflation, Value creation.

* Associate professor, Department of Banking and Financial Sciences, Faculty of Economics, University of Tartous, Syria. (hadi.khalil@hotmail.fr)

**Postgraduate Student, Department of Banking and Financial Sciences, Faculty of Economics, University of Tartous, Syria.

مقدمة Introduction

اكتسب تعظيم قيمة المساهمين أهمية كبيرة وخاصةً في الآونة الأخيرة باعتباره المقياس الأكثر شيوعاً للتعبير عن مدى نجاح المؤسسات والوصول إلى غاياتها، بل يمكن القول أنّ زيادة قيمة المساهمين صُنفت كاستراتيجية تنافسية تنتهجها تلك المؤسسات لاستقطاب المزيد من الفرص الاستثمارية في الكثير من البلدان المتقدمة والنامية وخاصة في ظلّ المنافسة الكبيرة في الأسواق المحلية والعالمية (Banerjee & Majumdar, 2020).

وقد أولت النظريات الاقتصادية وفي مقدمتها نظرية التمويل التقليدية الاهتمام لدور المساهمين ومكانتهم الخاصة في المؤسسة على اعتبارهم من أهم صنّاع رأس المال فيها، وبالتالي يجب إعطاء الأولوية لمصالحهم، الأمر الذي يتطلب استراتيجيات وسياسات تتمثل في قرارات إدارية فعّالة تُخصّص الموارد المتاحة بالشكل الأمثل من أجل تحقيق الأهداف المُخطّط لها، ومواجهة جميع العوامل والمخاطر التي قد تعيق سير تلك العملية. (Shodiya et al., 2019).

كثيرة هي المعوقات التي تواجه المؤسسات والمصارف على وجه التحديد، وتُعزّض مسيرتها للخطر إذا ما كانت قادرة على التصدي لتلك المعوقات بالشكل المناسب، والتي يأتي في مقدمتها التضخم كونه والأسواق المالية مرتبطة بشكل وثيق للغاية، ويتجلى ذلك الارتباط في عدة صور منها تأثيره على سوق الأسهم (Almansour et al., 2021).

ومما لا شكّ فيه أنّ الاستثمار في سوق الأسهم يُشكّل جزءاً مهماً وأساسياً من اقتصاد البلاد، حيث أنّ الحيز الأكبر من رأس المال يتم تداوله في أسواق الأوراق المالية حول العالم، وبطبيعة الحال فإنّ الهدف من الاستثمار بأسهم المصارف هو تعظيم الأرباح من جهة وتحقيق ما يصبو إليه المساهمون من جهة أخرى (Mousavi & Karshenasan, 2017).

لذلك لا يمكن إغفال أنّ التقلبات التي يحدثها التضخم والتي تنعكس في أسعار الأسهم، تعتبر من أهمّ الجزئيات التي تؤثر في عملية خلق القيمة، حيث أنّه كلما ارتفعت القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية للأسهم كلما كان خلق القيمة أكبر، والعكس.

ومن هنا تأتي أهمية دراستنا الحالية في إلقاء الضوء على أثر أحد أهمّ المتغيرات الكلية وهو التضخم في أحد المتغيرات السوقية الهامة وهي تكوين القيمة للمساهمين، وذلك من أجل وضع النتائج بيد إدارة المصارف لتتمكن من اتخاذ القرارات التي تقود إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها وبالتالي خلق القيمة للمساهمين في ظلّ الظروف التضخمية.

مشكلة الدراسة

بما أنّ هدف تعظيم قيمة المساهمين يعكس مقدار الوقت والمخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقّع المساهمون تلقيها في المستقبل (Shodiya et al., 2019) بحيث إذا لم يتلقّ المساهمون عائداً جيداً لتعويضهم عن المخاطر التي يتكبّدونها، فسيسحبون رأس مالهم بحثاً عن عوائد أعلى في مجالات استثمارية أخرى، وهذا سيقود إلى تضييع القيمة Value Destroyed. (Gounder & Agarwal, 2021).

ونتيجة لكون أسعار الأسهم أحد أهمّ الجزئيات في عملية خلق القيمة المصرفية وباعتبارها متغير شامل يربط بين بنود ميزانية المصرف وبين تقلبات الاقتصاد الكلي ومتغيراته التي يأتي في مقدمتها التضخم بوصفه محدّد أساسي ومهم في أداء المصرف وقيّمته السوقية بشكل خاص، فإنّ ذلك يحتم على إدارة المصرف محاولة التّوقع الصحيح حول

تقلبات معدلات التضخم وتعديل أسعار الفائدة وفقاً لذلك، للاستفادة من تلك التقلبات لصالحها وزيادة إيراداتها مقارنة بتكاليفها، وبالتالي الحصول على أرباح اقتصادية أعلى أي زيادة في قيمة المساهمين Saif-Alyousfi, (2019) ومن هنا يبرز التساؤل الأساسي على الشكل التالي:

ما هو أثر التضخم في خلق القيمة للمساهمين لدى المصارف التقليدية الخاصة السورية؟

أهمية البحث وأهدافه:

تتجلى أهمية البحث من النواحي التالية:

١. **الناحية العلمية:** تكمن أهمية البحث في قلة الأبحاث التطبيقية التي تناولت التفاعل بين التضخم باعتباره أحد أهم المتغيرات الكلية والذي يُعتبر مؤشراً هاماً ومرآة لوضع البلد الاقتصادي، وخلق القيمة بوصفها من أهم المتغيرات السوقية في الاقتصاد، أي محاولة الجمع بين متغيرين من فضاءين مختلفين (Macro Economy, and Market Economy)؛ لذا يمكن اعتبار هذه الدراسة من الدراسات الإضافية في هذا المجال ومساهمة جديدة في الأدبيات.

٢. **الناحية العملية:** يستمدّ البحث أهميته العملية من إمكانية مساعدة المصارف في وضع سياساتها واستراتيجياتها المستقبلية في إطار تلك العلاقة، وبالتالي محاولة اتخاذ القرارات المناسبة والتي تقود إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم وتُترجم في تكوين القيمة للمساهمين وتحقيق أداء مالي مُرضي في النهاية.

ويهدف هذا البحث إلى:

توضيح أثر التضخم في خلق القيمة المصرفية في المصارف التقليدية في سورية، والذي بموجبه يمكن إرشاد الإدارة المصرفية نحو الإجراءات المناسبة التي يجب عليها اتباعها لزيادة القيمة السوقية لأسهمها في ظلّ التقلبات التضخمية، وذلك في سبيل حمايتها من المخاطر والوصول إلى أهدافها.

منهجية البحث:

اعتمدت الباحثة لتحقيق أهداف البحث على المنهج الوصفي التحليلي؛ إذ تمّ الاطلاع على الأدبيات والأبحاث والدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع الدراسة، وذلك بهدف تكوين الإطار النظري لها، أما لتغطية الجانب التطبيقي من هذا البحث فتمّ الاعتماد على التقارير المالية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية للحصول على البيانات الخاصة بالمصارف التقليدية السورية محل الدراسة، وعلى موقع مصرف سورية المركزي وموقع المكتب المركزي للإحصاء للحصول على بيانات التضخم الشهرية، كما تم تحليل هذه البيانات وتطبيق الاختبارات الإحصائية عن طريق البرنامج الإحصائي E-views ١٢.

فرضيات البحث: تتمثل في الفرضية الرئيسة التالية:

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتضخم في خلق القيمة للمساهمين في المصارف التقليدية السورية.

الدراسات السابقة:

١- دراسة (العيسى، وآخرون؛ ٢٠١٧) بعنوان:

"العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان"

سعت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة في القيمة السوقية للأسهم للقطاعات المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين ٢٠٠٥ حتى ٢٠١٥، وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد، خلصت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من معدّل العائد على الأصول، حجم التداول، معدّل العائد على حقوق الملكية، والتغيرات الهيكلية على القيمة السوقية للأسهم، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من سعر الفائدة، ومعدل التضخم على القيمة السوقية للأسهم.

٢- دراسة (مريم، ٢٠١٨) بعنوان:

"محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعي - دراسة تطبيقية للفترة ٢٠١١-٢٠١٤"

هدفت هذه الدراسة لتحليل مُحدّات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية، ولتحقيق ذلك الهدف تم إجراء الدراسة على عينة مؤلفة من ٤١ مؤسسة صناعية جزائرية كبرى للفترة الممتدة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٤، وبالاعتماد على طريقتي التحليل العاملي والتمييزي، توصلت الدراسة إلى أنّ العوامل المحددة لعملية خلق القيمة (مقاسة من خلال مؤشرات تقليدية وحديثة منها نسبة الربح لكل سهم EPS والقيمة الاقتصادية المضافة EVA) في هذه المؤسسات هي الأداء الاقتصادي، السياسات التشغيلية، تكلفة رأس المال، وحجم المؤسسة والمردودية المالية.

٣- دراسة (المسوتي، ٢٠١٨) بعنوان:

" أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف - دراسة حالة أسهم بعض المصارف التجارية والإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة وخلال الأزمة ممثلاً للمصارف التجارية، والأسعار السوقية لأسهم بنك سوية الدولي الإسلامي قبل وخلال الأزمة كأحد المصارف الإسلامية، خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٨ حتى ٢٠١٥، وباستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط، وتحليل التباين ANOVA توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم كل من المصرفين قبل الأزمة، بالإضافة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم كلا المصرفين خلال الأزمة.

٤- دراسة (Saif-Alyousfi, 2019) بعنوان:

"Determinants of bank shareholder value: evidence from GCC countries"

"محدّات قيمة المساهمين المصرفية: دليل من دول مجلس التعاون الخليجي"

الغرض من هذه الورقة البحثية هو دراسة تأثير العوامل الخاصة بالمصرف، الهيكل المالي، والاقتصاد الكلي على قيمة المساهمين في المصارف ضمن اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، خلال الفترة ما بين ٢٠٠٠ وحتى ٢٠١٧. باستخدام طريقة GMM على عينة مكونة من ٧٠ مصرف تجاري ضمن ستّة دول من مجلس التعاون

الخليجي منها البحرين، الكويت، السعودية وغيرها، ومن خلال قياس قيمة المساهمين عبر نسبة Tobin's-Q، خلصت الدراسة إلى نتائج عديدة أهمها أنّ المصارف التي تعتمد بشكل كبير على الأنشطة غير التقليدية (خارج الميزانية) لها قيمة أعلى للمساهمين، وتلك التي لديها معدل نمو قروض، ومعدل ودائع تحت الطلب بمعدلات عالية لديها قيمة مساهمين أفضل، بالإضافة إلى أنّ المصارف الموجودة في البلدان ذات معدلات التضخم المرتفعة ومعدلات الفائدة المرتفعة لديها قيمة مساهمين أفضل.

٥- دراسة (Gounder & Agarwal, 2021) بعنوان:

"Determinants of bank share value"

"محددات قيمة سهم المصرف"

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن المحددات الاقتصادية لقيمة المساهمين المصرفية، باستخدام نهج قيمة الدخل المتبقية Residual Income Value approach وبعينة مكونة من ٤٠ مصرف تجاري هندي، للفترة ما بين ٢٠٠٣ حتى ٢٠١٨، توصلت الدراسة إلى أنّ المتغيرات مثل نسبة كفاية رأس المال، كفاءة الإيرادات (إجمالي الدخل إلى رأس المال المستثمر) ترتبط بعلاقة سلبية مع قيمة المساهمين، بينما متغيرات أخرى مثل صافي الربح التشغيلي، كفاءة التكاليف، والسيولة فمرتبطتين بعلاقة إيجابية مع قيمة المساهمين في المصرف.

٦- دراسة (Egiyi & Okafor, 2022) بعنوان:

"An Empirical Examination of the Effect of Shareholder Value on Firm

Performance in Nigeria"

"فحص تجريبي لتأثير قيمة المساهمين على أداء الشركات في نيجيريا"

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تأثير قيمة المساهمين على أداء الشركة، وتطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) على البنك الأول في نيجيريا من ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٦، أظهرت النتائج أنّ لقيمة المساهمين (مقاسة من خلال نسبة الربح لكل سهم EPS ونسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول SER) تأثير كبير على ربحية الشركة (مقاسة من خلال ROE)، وأيضاً لها تأثير كبير على الكفاءة المالية (مقاسة من خلال نسبة التكاليف التشغيلية إلى الدخل التشغيلي CTI).

التعليق على الدراسات السابقة:

تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في طريقة جمعها بين التضخم وخلق القيمة للمساهمين في المصارف، حيث نلاحظ أنّ الدراسات السابقة قد تناولت خلق القيمة من خلال نسبة EVA أو EPS، ولكن في دراستنا فقد تمّ قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم إلى قيمتها الدفترية (M/B)، بالإضافة إلى ناحية التطبيق وهي البيئة السورية، باستثناء دراسة (المسوتي، ٢٠١٨) التي طبقت على سوق دمشق للأوراق المالية ولكن بهدف مختلف وهو المقارنة بين المصارف التجارية والإسلامية. وأيضاً الفترة الزمنية للدراسة، التي تمتدّ بين عامي ٢٠١٢ وحتى ٢٠٢١.

الدراسة النظرية Theoretical Study

أولاً: مفهوم خلق القيمة للمساهمين Shareholder's Value Creation

تمّ التطرّق لأول مرة إلى هذا المفهوم من قبل Alfred Marshall عام ١٨٩٠ في كتابه "Principles of Economics" حيث اعتبر أنّ الشركة تخلق قيمة للمساهمين خلال فترة زمنية معينة عندما يكون العائد على رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة الفرصة البديلة (Radic, 2015).

ثمّ تلاه Donaldson Brown عند تقييمه لأهداف مؤسسة "General Motors"، وذلك من خلال مقال نُشر سنة ١٩٢٤ يقول فيه: "إنّ هدف الإدارة ليس بالضرورة تحقيق عائد كبير على رأس المال، وإنما ضمان أنّ كلّ نمو في النشاط يحقق عائد -على الأقل- مساوي لتكلفة رأس المال الإضافي المطلوب" (مريم، ٢٠١٨).

بعدها، بدأ مفهوم خلق القيمة يحظى باهتمام أكبر لجملة من الأسباب والظروف أهمّها: الحاجة إلى الأموال والمنافسة من قبل المؤسسات الاقتصادية والمؤسسات الدولية وبروز دور المساهمين بشكل كبير وذلك من خلال التطوّر الذي شهدته الأسواق ولا سيّما ظهور صناديق الاستثمار والمعاشات، فبالنظر إلى التطوّر التاريخي للمؤسسات، يمكن أن نلاحظ أنّه في القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، كان المالكون هم أصحاب المصلحة المسيطرون. لكن الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات الكبرى والذي بدأ في الولايات المتحدة وبريطانيا العظمى خلال القرن التاسع عشر وادّ الحاجة لظهور مفهوم خلق قيمة للمساهمين. (Kurzna et al., 2021, Mastilo et al., 2017)

باختصار، يمكن تعريف مفهوم خلق القيمة للمساهمين في المصارف بأنّه: مقياس يُبين قدرة المصرف على التخصيص الأمثل لرأس المال وبالتالي إغناء ثروة المساهمين، والذي يتمثل في اتخاذ القرارات الاستراتيجية والقيام بالاستثمارات والأنشطة المناسبة التي تقود إلى تحقيق عائد يزيد عن تكلفة رأس المال المستثمر، أو أكبر من الاستثمارات الأخرى المتساوية بدرجة المخاطر (تكلفة الفرصة البديلة)، بالشكل الذي يجعل القيمة السوقية للسهم أكبر من قيمته الدفترية، وبالتالي تعظيم أرباح المساهمين.

لابدّ من القول أنّ الاهتمام في الآونة الأخيرة أخذ يتّجه نحو القيمة الاقتصادية أو الربح الاقتصادي أكثر من الربح المحاسبي، وهذا ما يزيد من أهمية مقياس خلق القيمة ويُميّزه عن غيره من المقاييس التقليدية التي تأخذ فقط مقدار الربح بعين الاعتبار (الربح المحاسبي)، لذلك وعلى الرغم من أنّ أرقام الأرباح مهمة جداً إلا أنّ أداء المؤسسة الحقيقي مقارنةً بمعايير السوق هو المُحرّك الأساسي لقيم سوق الأوراق المالية، وعليه قد تكون الأرقام الدفترية خادعة مهما كانت كبيرة، فمن الضروري عند بناء القرارات الاستثمارية أن تتمّ مقارنة القيم الدفترية مع القيم السوقية، وهذا هو جوهر مفهوم خلق القيمة. (Gounder & Venkateshwarlu, ٢٠١٧; Oladele, 2013; Panedy, 2005)

من جهة أخرى هناك العديد من المحدّات التي تلعب دوراً هاماً في التأثير في عملية تكوين القيمة، فهي تخضع لتأثير عوامل داخلية متعلقة بالمصرف، على سبيل المثال القرارات المالية التي تتخذها المصارف، والتي يمكن تصنيفها ضمن فئتين أساسيتين وهما: قرارات الاستثمار التي تتعلّق بنوعية وكمية الأصول المراد الاحتفاظ بها (الاستثمار بها)، وقرارات التمويل التي تتضمن تأمين الأموال اللازمة لتمويل تلك الأصول، سواءً أكانت من مصادر خارجية (كالدّيون)، أو من مصادر داخلية (كالأرباح المحتجزة)، بمعنى المفاضلة ما بين توزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في عمليات التوسّع والنمو. (Shodiya et al., 2019 ; Sulistiono & Yusna, 2020)

كما أنّ خلق القيمة يخضع لتأثير عوامل خارج حدود المصرف أيضاً، مثل التضخم الذي يعد من أهمّ المتغيرات الكلية التي تؤثر بشكل هامّ على أسعار الأسهم وبالتالي على عوائدها وقيمها السوقية التي يركّز المساهمون على

تعظيمها (Rinaldo, 2020). لذلك سنستعرض فيما يلي مفهوم التضخم وعلاقته بتكوين القيمة المصرفية من خلال الأدبيات النظرية التي تناولت تلك العلاقة.

ثانياً: التضخم Inflation

يعتبر مفهوم التضخم من أكثر المتغيرات الاقتصادية التي تشغل اهتمام الباحثين والأكاديميين وصانعي السياسات لما لها من آثار مهمة على الاقتصاد الكلي بكافة قطاعاته، كما أنّ معالجة التضخم عبر الأدوات الخاصة بكل اقتصاد تندرج ضمن أولويات السياسة الاقتصادية للدولة وتحقيقها لأهدافها (Kwofie & Ansah, 2018). وقد تعددت المدراس والنظريات الاقتصادية التي حاولت شرح التضخم وطبيعة وجوده، فبحسب النظرية الكلاسيكية أو الكمية للنقود يُفسر التضخم من خلال زيادة العرض النقدي بمعنى أنّ زيادة كمية النقود المعروضة يترتب عليها زيادة المستوى العام للأسعار (مع ثبات سرعة دوران النقود وثبات حجم السلع المتبادلة في السوق نتيجة افتراض التشغيل الكامل)، بينما خالفت المدرسة الكنزوية أفكار المدرسة الكلاسيكية فافترضت عدم تحقيق مستوى التشغيل الكامل، كما اعتبرت أنّ النقود لا تُستخدم فقط لأجل المعاملات وإنما لها عدة دوافع وأثر حقيقي في الاقتصاد، أمّا Milton Fridman في مدرسة شيكاغو النقدية فقد اعتبر أنّ التضخم ظاهرة نقدية فقط والسبب الرئيسي وراءه هو الزيادة المستمرة Consistent في العرض النقدي دون أن تكون مترافقة مع زيادة في حجم السلع والخدمات، واعتبر أيضاً أنّ دالة الطلب على النقود خاضعة للمفاضلة بين العوائد المتوقعة من الاحتفاظ بالنقود والعوائد المتوقعة من الاستثمار في الأصول الأخرى (الأسهم والسندات) (Totonchi, 2011; Tripathi & Kumar, 2015).

إذاً استناداً على الجدل السابق، يمكن تعريف التضخم على أنه ظاهرة اقتصادية تختلف في جذورها ومسبباتها، ولكن بشكل عام يمكن القول أنه ظاهرة ناتجة عن زيادة الكتلة النقدية في الاقتصاد والتي يترتب عليها زيادة في الطلب الكلي مقارنةً بالسلع والخدمات المنتجة في ذلك الاقتصاد (العرض الكلي)، ممّا يقود إلى الارتفاع في المستوى العام للأسعار، وتآكل القوة الشرائية لوحدة النقد.

في هذا السياق، نرى أنّ الجدل المحيط بظاهرة التضخم لم يقتصر حول تفسيره وشرح تكوينه فقط، إنّما امتدّ ليشمل تأثيره وعلاقته بالمتغيرات الأخرى، ومنها الأسهم وأسعارها التي حظيت على اهتمام العديد من المحللين والاقتصاديين، كون تحليل العلاقة بين التضخم والأسهم يساهم في إرشاد الإدارة حول التعامل مع تطورات التضخم واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، التي تقود إلى تعظيم قيم الأسهم السوقية مقابل الدفترية وبالتالي خلق المزيد من القيمة للمساهمين. سيتمّ إلقاء الضوء على أهم ما دار في الخلفية النظرية لتلك العلاقة فيما يلي.

أهم النظريات في إطار العلاقة بين التضخم والأسهم:

يمكن القول أنّ حجر الأساس لتلك العلاقة تم وضعه على يد (Irving Fisher, 1930) في كتابه

الشهير

"The Theory of Interest" الذي اعتبر أنه يمكن للأسهم أن تستخدم كوسيلة للتحوط ضد مخاطر التضخم، كما أنه تطرق للتمييز بين معدّلات الفائدة الاسمية ومعدّلات الفائدة الحقيقية معتبراً أنّ معدل الفائدة الاسمي مكوّن من معدّل الفائدة الحقيقي مضافاً إليه معدّل التضخم المتوقّع، وتبعاً لهذه النظرية عندما يتغير التضخم بمقدار معيّن يجب أن تستجيب المعدّلات الاسمية لهذا التغيّر (أي أن تتغيّر بنفس المقدار) بحيث

تبقى المعدلات الحقيقية ثابتة، وهذا ما يؤكد العلاقة الإيجابية بين التضخم وأسعار الأسهم التي نادى بها فيشر في نظريته. (Rinaldo, 2020)

لكن Modigliani And Cohn في نظريتهم الوهم النقدي (1979) "Money Illusion"، عارضوا النتائج التي توصل إليها (Fisher, 1930)، واعتبروا أنّ العلاقة سلبية بين التضخم وأسعار الأسهم، مؤكدين أنّ الأثر الحقيقي للتضخم على أسعار الأسهم يبرز من خلال ما يسمى بالوهم التضخمي أو بمعنى التسعير الخاطئ للأسهم Mispricing، ولفهم فكرة الوهم النقدي بشكل أفضل، سنفترض أنه لدينا تضخم مرتفع وبالتالي معدلات فائدة اسمية مرتفعة، وحقيقية منخفضة، فعندها وبسبب عدم قدرة المستثمرين الموهومين على التمييز بين المعدلات الاسمية والحقيقية (إدراك معادلة فيشر)، سيلجأ هؤلاء المستثمرون نحو التعامل بالأسهم ظناً منهم بأنّ المعدلات الحقيقية مرتفعة، وبالتالي سيتوقعون معدل نمو مرتفع لتوزيعات الأرباح، بالإضافة إلى أنه سيتم خصم التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة بمعدلات خصم اسمية (أقل مما هي عليه)، وهذا ما سيجعل الأسهم مقيمة بأكثر من قيمتها عند ارتفاع التضخم، والعكس صحيح (Lee, 2010).

وبعدها وفي عام ١٩٨١ Eugene F. fama في دراسته التي حملت العنوان التالي: "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money" وافق النظرية السابقة من حيث وجود علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم، مُنتقداً فكرة اعتبار الأسهم كوسيلة للتحوط ضدّ التضخم التي نادى بها Fisher، حيث اعتبر أنّ أسعار الأسهم ترتبط بعلاقة إيجابية مع المتغيرات الحقيقية مثل الاستثمار، المعدل الحقيقي للعائد على رأس المال، والإنتاج.

بينما التضخم وانطلاقاً من النظرية الكمية للنقود، فإنه يرتبط بعلاقة سلبية بتلك المتغيرات، كون أنّ ارتفاع معدلات التضخم نتيجة ارتفاع كمية النقود يستدعي تطبيق سياسة نقدية انكماشية يتم بموجبها رفع معدلات الفائدة مما يؤثر سلباً على الاستثمار وعلى الإنتاج.

أي يمكن القول أنّ المتغيرات الكلية الحقيقية تؤثر على أسعار الأسهم من خلال التضخم، بمعنى أنّ العلاقة بين النشاط الاقتصادي الحقيقي وأسعار الأسهم هي علاقة إيجابية، بينما العلاقة سلبية بين النشاط الاقتصادي الحقيقي والتضخم، وبالتالي العلاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأسهم. (Chaves & Silva, 2018)

إذاً كما نرى أنّ هذه النظريات وغيرها الكثير لم تصل إلى نتيجة محددة حول اتجاه تلك العلاقة، ولغاية اليوم فإنّ هذا الموضوع ما زال يحظى باهتمام الباحثين وصانعي السياسات، وخاصة في إطار العمل المصرفي، فكما نعلم أنّ ارتفاع التضخم يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل نتيجة للسياسات المطبقة لكبح التضخم وتضييق الائتمان المصرفي، ومنها التشديد في أسعار الفائدة الممنوحة، مما يقود إلى إحجام الأفراد عن القيام بمشاريع استثمارية جديدة.

كما يؤدي ارتفاع التضخم إلى تذبذب ثقة الأفراد بالعملة المحلية، وبسبب زيادة تكلفة الاحتفاظ بالأرصدة النقدية السائلة فإنّ ذلك يدفعهم نحو تحويل أموالهم إلى أصول حقيقية، والتقليل من الإقبال على الإيداع، وهو عامل مهم في أداء القطاع المصرفي. (Batayneh et al., 2021)

إذاً، يمكن القول أنّ الارتباط بين أداء المصرف ومعدل التضخم يعتمد على قدرة المصارف على توقع معدل التضخم وتعديل أسعار الفائدة وفقاً لذلك، فإذا تمكنت إدارة المصرف من توقع معدلات التضخم بشكل صحيح، فهذا يُمكنها من تعديل أسعار الفائدة الخاصة بها تبعاً لتلك المعدلات، وبالتالي زيادة أرباحها بشكل أسرع من تكاليفها،

والحصول على أرباح اقتصادية أعلى (Saif-Alyousfi, 2019)، وهذا ما يندرج ضمن استراتيجيات الاستثمار الناجحة التي تتطوي على تقليل المخاطر من جهة وتعظيم قيمة المساهمين من جهة أخرى. (Sawalqa, 2021)

الدراسة العملية:

سيتناول هذا البحث أثر التضخم (مُعَبَّر عنه من خلال مؤشر أسعار المستهلكين CPI)، بالإضافة إلى متغير خلق القيمة (مُعَبَّر عنه من خلال نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية M_B)، بالاستناد إلى بيانات ربعية تمتد من (٢٠١٢-٢٠٢١) للمصارف التقليدية الخاصة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما سيتم تقدير نموذج الدراسة باستخدام أسلوب EGLS مع وضع أوزان (Cross Section SUR) عبر البرنامج الإحصائي Eviews 12.

تفسير النموذج:

لا بدّ قبل اختيار النموذج من إجراء اختبارات استقرارية للمتغيرات قيد الدراسة، وبما أننا نتعامل مع بيانات من نوع Panel فمن المستحسن قبل البدء باختبار الاستقرارية إجراء اختبار (Cross Section Dependence Test) للتأكد من وجود (أو عدم وجود) ارتباط بين قيم المتغير المدروس عبر مفردات (Individuals) العينة. حيث لا يمكن لاختبارات جذر الوحدة من الجيل الأول The first generation panel unit root test المستخدمة في دراسات ذات البيانات من نوع Panel تحديد فيما إذا كانت المتغيرات تتأثر بعوامل مشتركة بين مفردات العينة، بينما يتم مراعاة هذا الأمر باستخدام اختبارات الجيل الثاني The second generation panel unit root test، لذلك ستستخدم هذه الدراسة اختبار CIPS.

وأكدت النتائج أنّ القيمة الاحتمالية لاختبار (Breusch Pagan LM) أصغر من ٠.٠٠٥، وبالتالي يمكن القول في هذه الحالة أنّه يمكن رفض فرضية عدم وجود ارتباط في قيم المتغيرات عبر مفردات العينة. لذلك في هذه الحالة من أجل اختبار استقرارية المتغيرات سيتم الاعتماد في اختبارات جذر الوحدة على اختبار (Pesaran – CIPS) وعلى أسلوب Schwarz كميّار لاختبار فترات التباطؤ المثالية.

وكانت النتائج كما يلي:

Integrated Degree	اختبار CIPS unit root test		المتغير Variable
	First difference	Level	
I(0)	—	-٣.٠١٦	M_B
I(1)	-٤.٩٠	-١.٤٥	LDEP
I(1)	-٢.٦١	-١.٤٨	LTA

الجدول رقم (١): من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

من الجدول السابق نلاحظ أنّ متغير خلق القيمة المُعَبَّر عنه بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لا يحوي على جذر الوحدة وبالتالي فهو مستقر عند المستوى، بينما باقي المتغيرات فإنّها مستقرة عند الفرق الأول. لذلك سيأخذ النموذج الشكل التالي:

$$MB_{it} = C + INF_t + D(LDEP)_{it} + D(LTA)_{it} + \varepsilon_{it}$$

يحتوي النموذج السابق على المتغير المستقل الرئيسي وهو معدّل التضخم (INF)، والذي تمّ اختياره باختباري Augmented Dicky Fuller واختبار Philips Perron، وأظهرت النتائج أنه مُستقرّ عند المستوى. بينما تتمثل المتغيرات الصّابطة بحجم الودائع في المصارف المدروسة مع حجم أصولها، وتمّ أخذ كلا المتغيرين بالشكل اللوغاريتمي. كما تمّ اختيار مُتغير إجمالي الودائع كونه يُمثّل أحد المُحدّثات الرئيسيّة التي يمكن أن تُؤثّر على القيمة السوقيّة لحقوق الملكية في المصارف، باعتبارها تُمثّل المُكمل لهذه الأخيرة ضمن هيكل التمويل، ولنسبتها الأثر الكبير في تحديد مُعدّل الرّفح المالي في المصرف، أي الربح المُتحقّق لحملة الأسهم. وكانت النتائج كما يلي:

Dependent Variable: M_B				
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)				
Date: 03/20/23 Time: 12:02				
Sample: 2012Q1 2021Q4 IF @CROSSID<>3				
Periods included: 35				
Cross-sections included: 8				
Total panel (unbalanced) observations: 259				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.952475	0.043571	21.86050	0.0000
INF(-1)	-0.554880	0.274143	-2.024053	0.0440
D(LDEP)	0.566587	0.692270	0.818448	0.4139
D(LTA)	-2.104543	0.834967	-2.520509	0.0123
Weighted Statistics				
Root MSE	0.878181	R-squared	0.106395	
Mean dependent var	1.055554	Adjusted R-squared	0.095882	
S.D. dependent var	1.311862	S.E. of regression	0.885042	
Sum squared resid	199.7414	F-statistic	10.12033	
Durbin-Watson stat	0.686441	Prob(F-statistic)	0.000003	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.055988	Mean dependent var	0.981477	
Sum squared resid	67.65953	Durbin-Watson stat	0.192718	

الجدول رقم (٢): من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

تم تقدير النموذج السابق باستخدام أسلوب EGLS مع وضع أوزان (Cross Section SUR)، وأظهرت النتائج فيما يتعلق بمعامل التحديد R-squared أن ١٠% من قيم المتغير التابع يتم تفسيرها من قبل المتغيرات المستقلة، كما بلغت القيمة الاحتمالية لاختبار F-statistic 0.000 وهي أصغر من ٠.٠١ وهذا يدل أن النموذج المُقدر يتمتع بموثوقية.

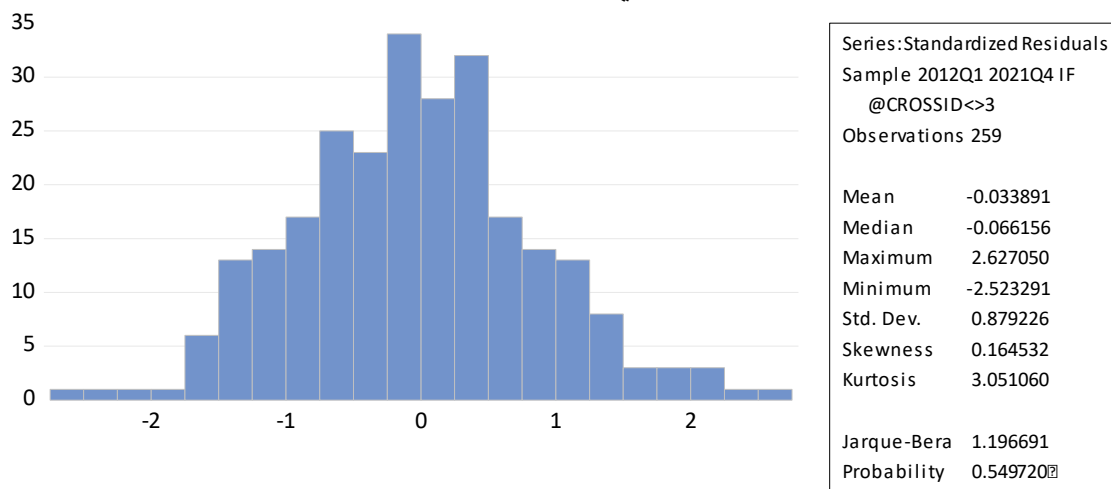
من الجدول السابق رقم (٢) نرى أن متغير التضخم دخل معادلة الانحدار مع فترة تباطؤ واحدة (ربع واحد) وبمعامل سالب وذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ٥%، وبقيمة -٠.٥٥، هذا يعني ارتفاع معدل التضخم بمقدار ١% في أحد الأرباع السنوية سيؤدي إلى انخفاض في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية بمقدار ٠.٥٥% في الربع السنوي الذي يليه. يمكن تفسير هذه النتيجة بأنه كلما ارتفع معدل التضخم هذا سيدفع حملة الأسهم للمطالبة بمعدل عائد أعلى، وهذا يعني حسب نموذج Gordon انخفاض في القيمة السوقية للأسهم خاصة في بيئة غير مستقرة كبيئة الاقتصاد السوري التي تتميز بانخفاض في معدلات نمو الأرباح المتوقعة، وهذا ما يمارس ضغوط سلبية على القيم السوقية للأسهم، وذلك ما يتفق مع وجهة نظر كل من (Fama و Modigliani & Cohn) فيما يخص العلاقة السلبية بين كلا المتغيرين.

أما بالنسبة للمتغير الذي يُعبّر عن حجم الودائع المصرفية نجد أن المعامل المرتبط به لا يُظهر أي تأثير بدلالة إحصائية، ويمكن شرح هذه النتيجة بأن الارتفاع الكبير في حجم الودائع الذي شهدته المصارف السورية لم ينعكس إيجابياً في تحسين القيمة السوقية للأسهم باعتبار أن أغلب هذه الودائع لم يجري توظيفها في قروض منتجة للفوائد المدينة، وبالتالي لم يزداد هامش الربح على الأسهم المصرفية.

أما بالنسبة لمتغير إجمالي الأصول فإنه أثر بشكل سلبي في المتغير التابع (القيمة السوقية إلى الدفترية)، وبدلالة إحصائية عند مستوى ٥%، وبلغت قيمتها -٢.١٠، وهي قيمة مرتفعة نسبياً مقارنةً بحجم معاملات المتغيرات الأخرى الداخلة في النموذج. إن العلاقة السلبية بين حجم الأصول والقيمة السوقية للمصرف تدل على ضعف كفاءة المدراء وقدرتهم على توظيف مصادر أموالهم في استثمارات مربحة وفضلوا بدلاً من ذلك المبالغة في الاحتفاظ بأصول سائلة نسبياً من أجل تغطية الارتفاع في معدلات عدم التأكد التي كان من أهم سمات البيئة السورية خلال فترة الدراسة (٢٠١٢-٢٠٢١)، وهذا يتفق مع النتيجة السابقة المتعلقة بعدم تأثير إجمالي الودائع في القيمة السوقية إلى الدفترية.

أخيراً لا بدّ من اختبار مدى موثوقية النتائج التي تم الحصول عليها من تقدير النموذج السابق، من أجل تحقيق هذه الغاية سيتم الاعتماد على اختبار (Jarque-bera) للتأكد من إمكانية خضوع بواقي النموذج للتوزيع التكراري الطبيعي Normal distribution، وأيضاً اختبار (Breusch-Pagan LM) لاختبار عدم وجود ارتباط بين بواقي النموذج.

وكانت نتائج اختبار Jarque-bera كالتالي:



كما نرى بلغت القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera 0.54، وهي أكبر من 0.05، هذا يعني أنه لا يمكن رفض فرضية العدم التي تنص بأنّ البواقي خاضعة للتوزيع الطبيعي. وبالنسبة لاختبار **Breusch-Pagan LM** أظهرت النتائج ما يلي:

Residual Cross-Section Dependence Test			
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in weighted residuals			
Equation: EQ01			
Periods included: 35			
Cross-sections included: 8			
Total panel (unbalanced) observations: 259			
Note: non-zero cross-section means detected in data			
Test employs centered correlations computed from pairwise samples			
Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	30.13102	28	0.3570
Pesaran scaled LM	0.284769		0.7758
Pesaran CD	0.229493		0.8185

الجدول رقم (٣): من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات Eviews 12

كما نلاحظ من الجدول رقم (٣) أنّ القيمة الاحتمالية P-value للاختبار بلغت 0.35، وهي أكبر من 0.05، وهذا يعني أنه لا يمكن رفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج.

النتائج والتوصيات:

تناول القسم العملي اختبار الفرضيات باستخدام نموذج يُعبّر عن انحدار متغير خلق القيمة على معدل التضخم مع وجود متغيرات ضابطة (رصيد الودائع المصرفية، وحجم الأصول). تم تقدير النموذج باستخدام أسلوب EGLS مع استخدام أوزان فردية للبقايا (Cross Section Sur). وتبين أنّ التضخم المرتفع في سورية ساهم سلبياً في شرح التغيرات الحاصلة في متغير خلق القيمة. حيث أنّ ارتفاع التضخم أدى إلى انخفاض في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وهذا الأمر مفهوم بالنظر إلى التدهور في القيمة السوقية للأسهم المصرفية نتيجة ارتفاع معدل العائد المطلوب المتناسب طردياً مع ارتفاع نسب عدم التأكد في القطاع المصرفي، إضافة إلى الانخفاض في معدلات الإقراض وبالتالي انخفاض الثنائي المتمثل في كلّ من الأرباح الموزعة وفي نسب النمو المتوقع.

لم تُمارس الودائع المصرفية أثراً ذو دلالة إحصائية في تفسير التغيرات في متغير خلق القيمة وهي نتيجة وإن كانت مفاجئة إلى حد ما، إلا أنها تعود إلى حقيقة أنّ أي زيادة في مصادر التمويل التي استطاعت المصارف استقطابها خلال فترة الازمة تم تخصيصها في شكل أصول سائلة ذات عائد منخفض، بالتالي لم تساهم في تحسين ربحية الأصول المصرفية وصولاً إلى عدم تأثيرها في القيمة التي تخلقها المصرف.

أما المتغير الذي يُعبّر عن إجمالي الأصول فإنّ تأثيره السلبي ينسجم إلى حدّ ما مع انعدام تأثير خلق الودائع، بحيث أنّ الزيادة في الأصول تحوّلت إلى تخفيض في القيمة التي تخلقها المصارف. أي أنّ كفاءة استخدام المصادر التمويلية المصرفية كان يشوبها النقص من حيث أنّها المدراء المصرفيين لم يستطيعوا إدارتها بالطريقة التي تجعل من الزيادة في الأصول تمارس أثراً إيجابياً في تحسين القيمة التي يخلقها المصرف، أي الزيادة في قيمته السوقية مقابل الدفترية.

استناداً إلى ما تقدم يوصي هذا البحث بما يلي:

- ١- تُوصى إدارة المصارف المدروسة باستخدام تقنيات التحوط من مخاطر التضخم، ومخاطر أسعار الفائدة، عن طريق إحداث توافق بين خصائص أصولها ومصادر تمويل تلك الأصول.
- ٢- يُنصح المدراء في المصارف المدروسة إعادة النظر في سياسات توزيع الأرباح، خاصةً في فترات انعدام الثقة في أسواق التمويل، مع مراعاة تحقيق معدلات نمو مستقبلية من أجل الحفاظ على القيم السوقية لأسهمها خاصةً العادية منها.
- ٣- تُوصى المصارف أن تُراعي كأولوية مبدأ المفاضلة Trade off بين الخطر والعائد، فسياسات تنويع المحافظ المصرفية لا تؤتي النتيجة المرجوة منها دون التعريف الدقيق للمخاطر التي يواجهها المصرف.

قائمة المراجع References

أولاً: المراجع الأجنبية:

- 1- ALMANSOUR, A. Y., ALZOUBI, H. M., ALMANSOUR, B. Y., & ALMANSOUR, Y. M. (2021). The effect of inflation on performance: an empirical investigation on the banking sector in Jordan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 97-102.
- 2- Banerjee, R., & Majumdar, S. (2020). Determinants of shareholder value creation–platform versus traditional business models. *International Journal of Business Performance Management*, 21(1-2), 230-244.
- 3- Batayneh, K., Al Salamat, W., & Momani, M. Q. (2021). The impact of inflation on the financial sector development: Empirical evidence from Jordan. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1970869.
- 4- Egiyi, M. A., & Okafor, V. I. (2022). An Empirical Examination of the Effect of Shareholder Value on Firm Performance in Nigeria. *Global Journal of Auditing and Finance/ ISSN, 1694, 4445*.
- 5- Gounder, C. G., & Venkateshwarlu, M. (2017). Shareholder value creation: An empirical analysis of indian banking sector. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 148-157.
- 6- Gounder, C., & Agarwal, T., (2021). *DETERMINANTS OF BANK SHARE VALUE*. Journal of Xi'an University of Architecture and Technology. No 339.
- 7- Kwofie, C., & Ansah, R. K. (2018). A study of the effect of inflation and exchange rate on stock market returns in Ghana. *International Journal of Mathematics and Mathematical Sciences*, 2018.
- 8- Kurznack, L., Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2021). A model of long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-19.
- 9- Lee, B. S. (2010). Stock returns and inflation revisited: An evaluation of the inflation illusion hypothesis. *Journal of Banking & Finance*, 34(6), 1257-1273.
- 10- Mastilo, Z., Zakić, V., & Popović, G. (2017). Value Creation Concept In Stakeholder And Shareholder Economies. *Applied Economics and Finance*, 4(2), 155.
- 11- Mousavi, A., & Karshenasan, A. (2017). Factors affecting the value of bank shares in Tehran Stock Exchange. *European Journal of Economic and Financial Research*.
- 12- Oladele, K. O. (2013). The determinants of value creation in the Nigerian banking industry: Panel evidence. *International Journal of Business and Social Science*, 4(3).
- 13- Pandey, I. M. (2005). *What drives the shareholder value, research and publications* (Vol. 4). working paper no. 2005-09.
- 14- Radić, N. (2015). Shareholder value creation in Japanese banking. *Journal of Banking & Finance*, 52, 199-207.
- 15- Rinaldo, D., & Puspita, V. A. (2020). The Impact of Changes In Macroeconomic Factors On The Ability Of Companies In The Creation Of Shareholders 'Wealth In South East Asia. *European Journal of Molecular & Clinical Medicine*, 7(2), 5435-5448.
- 16- Saif-Alyousfi, A. Y. (2019). Determinants of bank shareholder value: evidence from GCC countries. *International Journal of Managerial Finance*.
- 17- Sulistiono, S., & Yusna, Y. (2020, April). Analysis of the Effect of Funding Decision and Dividend Policy on the Firm Value and Investment Decision as

- Mediation (Study on Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange). In *1st Annual Management, Business and Economic Conference (AMBEC 2019)* (pp. 173-177). Atlantis Press.
- 18- S Chaves, C., & Silva, A. C. (2018). Inflation and stock returns at B3. *Andre C., Inflation and Stock Returns at B, 3*.
- 19- Sawalqa, F. (2021). Cash flows, capital structure and shareholder value: Empirical evidence from Amman stock exchange. *Accounting, 7(3)*, 513-524.
- 20- Shodiya, O. A., Sanyaolu, W. A., Ojenike, J. O., & Ogunmefun, G. T. (2019). Shareholder wealth maximization and investment decisions of Nigerian food and beverage companies. *Acta Universitatis Sapientiae, Economics and Business, 7(1)*, 47-63.
- 21- Tripathi, V., & Kumar, A. (2015). Relationship between Inflation and stock returns—evidence from BRICS markets using Panel Co integration Test. *International Journal of Accounting and financial reporting, 4(2)*, 647-658.
- 22- Totonchi, J. (2011, July). Macroeconomic theories of inflation. In *International conference on economics and finance research (Vol. 4, No. 1, pp. 459-462)*.

ثانياً: المراجع العربية:

- ١- المسوتي، ميساء. (٢٠١٨). أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف دراسة حالة أسهم بعض المصارف التجارية والإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. رسالة ماجستير. جامعة بلاد الشام.
- ٢- العيسى، محمد؛ العيشات، محمد؛ القضاة، ليث. (٢٠١٧). العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية مسحية على القطاعات المدرجة في بورصة عمان. جامعة البلقاء التطبيقية الاردن.
- ٣- مريم، نايت. (٢٠١٨). محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقاً لفرع نشاطها الصناعي- دراسة تطبيقية للفترة ٢٠١١-٢٠١٤. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية. المجلد (٥). العدد الأول.