

الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حماة
كلية الاقتصاد
قسم التمويل والمصارف

تحليل متغيرات السياسة النقدية وقياس أثرها في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

بحث علمي مقدم للحصول على درجة الماجستير في التمويل والمصارف

إعداد

فرح جهاد محمجي

إشراف

أ.د. محمد جمال طقطق
أستاذ في قسم الاقتصاد
كلية الاقتصاد
جامعة حماة

د. عثمان نقار
أستاذ مساعد في قسم الاقتصاد
كلية الاقتصاد
جامعة حماة

١٤٤٥ - ١٤٤٦ هـ

٢٠٢٣ - ٢٠٢٤ هـ

قرار لجنة الحكم والمناقشة

استناداً إلى قرار مجلس الشؤون العلمية بجامعة حماة رقم 339/ المتخذ بالجلسة رقم 18/ للعام الدراسي 2024/2023 المنعقدة بتاريخ 27/العقد 1445 هـ الموافق 4/6/2024 القاضي بتشكيل لجنة الحكم والمناقشة لرسالة الماجستير التي قدمتها الطالبة فرح محيي في قسم التمويل والمصارف اختصاص التمويل والمصارف بعنوان:

تحليل مبيعات البضائع النقدية ومبايعة أثرها في المؤشر العام لأسعار البضائع في سوق دمشق للبروز بقية البائع...

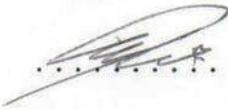
وبعد عرض الرسالة وسردها ومناقشتها اجتمعت لجنة الحكم والمناقشة بتاريخ 23/7/2024 م وبعد المداولة قررت اللجنة ترشيح طالبة الدراسات العليا فرح محيي لنيل درجة الماجستير في اختصاص التمويل والمصارف

ويتقدير عام لدرجة الماجستير: جيد جداً بمعدل: 78.02/ثمان وعشرون درجة واثان بالمئة من الدرجة

وتوصي اللجنة بصرف تكاليف طباعة الأطروحة على نفقة الجامعة نظراً للجهد الذي بذله الطالب وتكاليف التي تكبدتها إضافة إلى تناولها موضوعاً حساساً من الناحية الاقتصادية.

التوقيع

أعضاء اللجنة



الدكتور محمد جمال جبار

أستاذ في كلية إحصاء - جامعة حماة

الدكتورة أ. سميرة خلف

أستاذة في كلية إحصاء - جامعة حماة

الدكتورة أ. جلال دقاق





السيد الدكتور عميد كلية الاقتصاد في جامعة حماه

بعد الاطلاع على النسخة المعدلة من رسالة الماجستير المقدمة من قبل الطالبة فرح جهاد محمدي المرشحة لنيل
درجة الماجستير في التمويل والمصارف من قسم التمويل والمصارف وهي بعنوان :

تحليل متغيرات السياسة النقدية وقياس أثرها في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق
دمشق للأوراق المالية

**Analysis and Impact Measurement of Monetary Policy Variables in the General Stock
Price Index of Damascus Stock Exchange**

نفيدكم بأن الرسالة بشكلها الحالي قد استوفت التعديلات التي أشارت إليها لجنة الحكم والمناقشة التي عقدت بتاريخ
2024/7/23 وتعتبر الرسالة جاهزة للطباعة بشكل نهائي.

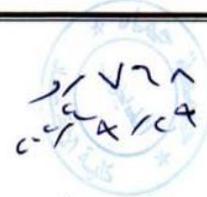
* رئيس لجنة الحكم
أ.د. محمد جمال ططوق

عضو لجنة الحكم
د. أحلام دقاق

عضو لجنة الحكم
د. أسمة خلف

رئيس القسم
أ.د. هراغ مفلح

تصريح



أصرح بأن هذه الدراسة التي بين أيديكم والموسومة بعنوان:

تحليل متغيرات السياسة النقدية وقياس أثرها في المؤشر العام لأسعار
الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية

**Analysis and Impact Measurement of Monetary Policy Variables in
the General Stock Price Index of Damascus Stock Exchange**

هي نتيجة بحث علمي قمت به لنيل درجة الماجستير في التمويل والمصارف، وأن
هذا البحث لم يسبق أن قدم لأي شهادة، ولا هو مقدم حالياً للحصول على أي
شهادة، وأي رجوع إلى بحث آخر في هذا الموضوع موثق في النص.

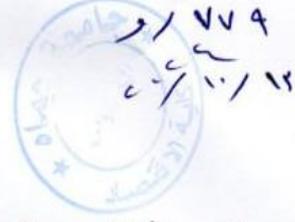
الطالبة

فرح جهاد محمدي



إلى عمادة كلية الاقتصاد بجامعة حماة

تصريح



مقدمه: الأستاذ مصطفى رائيف زكية، إجازة في الآداب - قسم اللغة العربية- جامعة حماة

تحية طيبة، أما بعد:

لقد قمت وعلى مسؤوليتي الشخصية بالتدقيق اللغوي والنحوي لكامل محتوى هذا البحث المقدم
لنيل درجة الماجستير في قسم التمويل والمصارف، الموسوم بعنوان:

تحليل متغيرات السياسة النقدية وقياس أثرها في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق
دمشق للأوراق المالية

الذي تقدمت به طالبة الدراسات العليا فرح جهاد محمجي.

يرجى التفضل بالاطلاع، وتقبلوا فائق التقدير والاحترام

٢٠٢٤/١٠/٣

مصطفى رائيف زكية

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

((وَقُلْ رَبِّ زِدْنِيْ عِلْمًا))

الإهداء

إلى الجبل الأشم الذي امتشقت قامتي على أرضه

إلى الذي شق لنا في الصخر طريقاً كي نعب ونصل إلى قمة المجد

أبي

طوبى لكل قطرة عرق عبرت جبينك الناصع

إلى أول وأرق وأعذب كلمة نطقتها شفثاي

يا من أخذت نبض العمر من دمها

أمي

إلى التي مزقت أكتاف ظلامي بيديها وحفظت أسراري وقومت أخطائي

إلى من أستمد قوتي برويتهم وأشد دأزري بهم

أخوتي (مرح، محمد، محمود، شهد)

إلى من شاركوني حلول الحياة ومرها

إلى رفيق دربي من سار معي نحو الحلم خطوة بخطوة

زوجي

إلى سند الحياة وظلها وعزها

إلى الجمال في عيني والشوق في صدري واللهفة في نفسي

ابنتاي (أمل وجنى)

إلى فرح الحياة ونورها

إلى الأخوات اللواتي لم تدهنن أمي

اللواتي كانوا في مسيرتي

صديقاتي

إلى رفيقة الدرب . . . وحيبة القلب

التي شاركتني أفراحي وأحزاني

صديقة الروح (سلام الله حوا)

وإلى كل من علمني حرفاً وساندني لإنجاز هذا العمل المتواضع.

الباحثة

فرح جهاد محمدي

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم، والحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتوجه بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى أساتذتي المشرفين:

الأستاذ الدكتور محمد جمال طقطق و الدكتور عثمان نقار

على تفضلهم بالإشراف على هذا العمل المتواضع لنيل درجة الماجستير، ولقد كان لتوجيهاتهم السديدة ونصائحهم القيّمة الفضل الكبير في إنجاز البحث.

كما أتوجه بالشكر إلى أساتذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة الدكتورة أسمهان خلف والدكتورة أحلام دقاق على تفضلهما بقراءة الرسالة وتقديم آرائهم وملاحظتهم البناءة.

وأخيراً أتقدم بالشكر لكل من كان عوناً لي في اتمام رسالتي فجزاهم الله عني كل الخير ووفقهم لما يحبه و يرضاه.

الباحثة

فرح جهاد محمجي

المخلص

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، ولدراسة مشكلة البحث تم اتباع المنهج الوصفي، وتم استخدام بيانات ربعية لكل متغيرات البحث ، ويغطي البحث فترة زمنية ممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م، وتم تحليل البيانات باستخدام الأساليب الإحصائية (الانحدار الخطي المتعدد والبسيط) وذلك بالاعتماد على برنامج (spss)، وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

أولاً: نتائج الانحدار الخطي المتعدد:

يوجد أثر للمتغيرات النقدية (معدل التضخم ، سعر الفائدة) في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX، ويفسران معاً 92% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX، أما سعر الصرف فقد تم استبعاده بسبب وجود مشكلة التعددية الخطية.

ثانياً: نتائج الانحدار الخطي البسيط:

1. يوجد أثر لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يفسر 92% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.
2. يوجد أثر لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يفسر 84% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.
3. يوجد أثر لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تفسر 92% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.

الكلمات المفتاحية: السياسة النقدية، معدل التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة، الأسواق المالية، المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX .

رقم الصفحة	المحتويات
12-1	الإطار العام للبحث
1	• المقدمة
2	• مشكلة البحث
3-2	• أهمية البحث
3	• أهداف البحث
4	• فرضيات البحث
4	• منهجية البحث
5	• حدود البحث
5	• مجتمع البحث وعينته
5	• متغيرات البحث
12-6	• الدراسات السابقة
12	• مساهمة البحث
48-13	الفصل الأول: السياسة النقدية
14	تمهيد
20-14	المبحث الأول: السياسة النقدية في النظرية الاقتصادية
17-15	1.1.1 السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي
19-17	2.1.1 السياسة النقدية في التحليل الكينزي
20	3.1.1 السياسة النقدية في التحليل النقدي
35-21	المبحث الثاني: السياسة النقدية
21	1.2.1 تعريف السياسة النقدية
23-22	2.2.1 أنواع السياسة النقدية
30-24	3.2.1 أدوات السياسة النقدية
31	4.2.1 أهداف السياسة النقدية
35-32	5.2.1 قنوات انتقال أثر السياسة النقدية
46-36	المبحث الثالث: متغيرات السياسة النقدية
39-36	1.3.1 سعر الصرف
43-39	2.3.1 معدل التضخم
46-44	3.3.1 سعر الفائدة

48-47	خاتمة الفصل
75-49	الفصل الثاني: المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي
50	تمهيد
67-50	المبحث الأول: الأسواق المالية
51-50	1.1.2 نشأة الأسواق المالية
52-51	2.1.2 تعريف الأسواق المالية
54-52	3.1.2 وظائف الأسواق المالية
59-54	4.1.2 أنواع الأسواق المالية
61-60	5.1.2 المشاركون في الأسواق المالية
66-61	6.1.2 الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية
67	7.1.2 دور وأهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية
74-68	المبحث الثاني: المؤشر العام لأسعار الأسهم
69-68	1.2.2 تعريف المؤشر العام لأسعار الأسهم
70-69	2.2.2 أنواع المؤشرات العامة لأسعار الأسهم
70	3.2.2 أهمية مؤشرات الأسواق المالية
72-71	4.2.2 استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية
73-72	5.2.2 أساليب بناء المؤشر العام لأسعار الأسهم
74-73	6.2.2 العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم
75	خاتمة الفصل
96-76	الفصل الثالث: تحليل متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سورية
77	تمهيد
88-77	المبحث الأول: تحليل متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سورية
85-77	1.1.3 تحليل متغيرات السياسة النقدية
88-86	2.1.3 تحليل المؤشر العام لأسعار الأسهم
95-89	المبحث الثاني: العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم.
91-89	1.2.3 العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم

93-91	2.2.3 العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم
95-94	3.2.3 العلاقة بين معدل الفائدة وأسعار الأسهم
96	خاتمة الفصل
122-97	الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية
98	تمهيد
122-98	المبحث الأول: قياس أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.
99-98	1.1.4 لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية
100-99	2.1.4 مجتمع وعينة الدراسة
122-101	3.1.4 اختبار الفرضيات وتفسير النتائج
108-101	1.3.1.4 تحديد أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد
122-109	2.3.1.4 تحديد أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط
113-109	1.2.3.1.4 تحديد أثر معدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX
118-113	2.2.3.1.4 تحديد أثر سعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX
122-118	3.2.3.1.4 تحديد أثر سعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX
123	النتائج
124	المقترحات
135-125	المراجع

قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	البيان	رقم الشكل
59	تصنيف سوق رأس المال	1.1.2
78	تطورات معدل التضخم خلال الفترة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020	1.1.3
81	تطورات سعر الصرف خلال الفترة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020	2.1.3
88	تطورات المؤشر DwX خلال الفترة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020	3.1.3
107	تباين البواقى للانحدار الخطي المتعدد بعد إدخال نموذج AR(1)	1.1.4
111	تباين البواقى (لمعدل التضخم و DwX) بعد إدخال نموذج AR(1)	2.1.4
116	تباين البواقى (لسعر الصرف و DwX) بعد إدخال نموذج AR(1)	3.1.4
120	تباين البواقى (لسعر الفائدة و DwX) بعد إدخال نموذج AR(1)	4.1.4

قائمة الجداول

رقم الصفحة	البيان	رقم الجدول
23	أنواع السياسة النقدية والفرق بينهما	1.2.1
54	أنواع الأسواق المالية	1.1.2
58	الفرق بين أسواق رأس المال وأسواق النقد	2.1.2
62	تصنيف أدوات الأسواق المالية	3.1.2
85	القرارات المتعلقة بتعديل أسعار الفائدة على الودائع	1.1.3
100	أسماء الشركات الداخلة في معادلة المؤشر	1.1.4
102	بيانات معدل التضخم	2.1.4
102	بيانات سعر الصرف	3.1.4
103	بيانات سعر الفائدة	4.1.4
103	بيانات المؤشر DWX	5.1.4
104	معامل الانحدار الخطي المتعدد	6.1.4
105	معامل الانحدار الخطي المتعدد بعد استبعاد سعر الصرف	7.1.4
105	معامل الارتباط الخطي المتعدد	8.1.4
106	معامل الارتباط الخطي المتعدد بعد إدخال نموذج AR(1)	9.1.4
106	توصيف بواقي الانحدار الخطي المتعدد بعد إدخال نموذج AR(1)	10.1.4
107	التوزيع الطبيعي للبواقي للانحدار الخطي المتعدد بعد إدخال نموذج AR(1)	11.1.4
108	معادلة الانحدار كاملة للانحدار الخطي المتعدد بعد إدخال نموذج AR(1)	12.1.4
108	معامل الانحدار للانحدار الخطي المتعدد بعد إدخال نموذج AR(1)	13.1.4
110	معامل الارتباط لمعدل التضخم و DwX	14.1.4
110	معامل الارتباط لمعدل التضخم و DwX بعد إدخال نموذج AR(1)	15.1.4
111	توصيف البواقي لمعدل التضخم و DwX بعد إدخال نموذج AR(1)	16.1.4
112	التوزيع الطبيعي للبواقي لمعدل التضخم و DwX بعد إدخال نموذج AR(1)	17.1.4
112	معامل الانحدار لمعدل التضخم و DwX بعد إدخال نموذج AR(1)	18.1.4
113	معادلة الانحدار كاملة لمعدل التضخم و DwX بعد إدخال نموذج AR(1)	19.1.4

114	معامل الارتباط لسعر الصرف وDwx	20.1.4
115	معامل الارتباط لسعر الصرف وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	21.1.4
115	توصيف البواقي لسعر الصرف وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	22.1.4
116	التوزيع الطبيعي للبواقي لسعر الصرف وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	23.1.4
117	معامل الانحدار لسعر الصرف وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	24.1.4
117	معادلة الانحدار كاملة لسعر الصرف وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	25.1.4
119	معامل الارتباط لسعر الفائدة وDwx	26.1.4
119	معامل الارتباط لسعر الفائدة وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	27.1.4
120	توصيف البواقي لسعر الفائدة وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	28.1.4
121	التوزيع الطبيعي للبواقي لسعر الفائدة وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	29.1.4
121	معامل الانحدار لسعر الفائدة وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	30.1.4
122	معادلة الانحدار كاملة لسعر الفائدة وDwx بعد إدخال نموذج(1)AR	31.1.4

1- المقدمة:

تحظى الأسواق المالية باهتمام كبير من قبل الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، لما لها من دور كبير في حشد المدخرات وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة التي تدعم نمو وتطور الاقتصاد، وهذه الأسواق تؤثر وتتأثر بالعديد من المتغيرات بما فيها السياسة النقدية.

وتؤثر السياسة النقدية في النشاط الاقتصادي الكلي، من خلال التحكم بمجموعة من المتغيرات المتمثلة بعرض النقود وسعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف، ومن خلال هذه المتغيرات ينتقل أثر السياسة النقدية إلى سوق الأوراق المالية.

ومن ثم فإن التقلبات التي تحدث في متغيرات السياسة النقدية، تؤدي إلى خلق أزمات حادة على مستوى الاقتصاد ككل، وهذه الأزمات تدفع السلطة النقدية إلى البحث عن كافة الأساليب والوسائل التي تمكنهم من السيطرة على هذه التقلبات أو الحد منها.

ويجمع الكثير من الاقتصاديين على أن الأسواق المالية تعدّ المرآة التي تعكس الوضع الاقتصادي العام، وأن استقرارها يعدّ مقياساً لنجاح السياسات الاقتصادية عموماً ولاسيما النقدية منها، حيث تعدّ المتغيرات النقدية مصدراً قلقاً للعديد من المستثمرين الذين يسعون لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب، وكثيراً ما وُجدت أبحاث تتحدث على أنّ المتغيرات النقدية والتي من أبرزها (معدل التضخم- سعر الصرف- سعر الفائدة- العرض النقدي) تؤثر في أسعار الأسهم مما يعكس ذلك على المؤشر العام لأسعار الأسهم.

ومنذ بداية الحرب على سورية شهد الاقتصاد السوري تقلبات كبيرة في هذه المتغيرات، فارتفعت معدلات التضخم بشكل غير متوقع، وانخفضت قيمة العملة المحلية، بالإضافة إلى حدوث تقلبات في أسعار الفائدة، وكذلك أثرت مجموعة من العوامل في سوق دمشق للأوراق المالية مما أدى إلى حدوث تقلبات كبيرة في مؤشرات، وبالتالي عكس ذلك على مستوى أداءه.

ولذلك فإنّ محاولة فهم العوامل المؤثرة في تقلبات السوق المالي تعد قضية مهمة يتصدى لها البحث العلمي، وهو ما ساهمت فيه الدراسة الحالية حيث تم تسليط الضوء على أهم المتغيرات النقدية و مدى تطورها وتأثيرها في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- مشكلة البحث :

واجه الاقتصاد السوري مجموعة من الصدمات والتحديات الداخلية والخارجية، وكان من بينها العقوبات التي شهدتها سورية بعد الحرب، وما نتج عنها من ارتفاع في المستوى العام للأسعار، إلى جانب العديد من الضغوطات التي شهدتها العملة المحلية، مما عكس أيضاً على عمل المصارف والأسواق المالية فعندما بدأ سوق دمشق للأوراق المالية العمل، أخذ منحى النمو بشكل متسارع وصولاً إلى نقطة أصبح فيها النمو متباطئاً في الوقت الذي كانت تشهد فيه المتغيرات النقدية تدهوراً، وبالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤل الرئيس الآتي:

هل يوجد أثر للمتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX؟
والذي يتفرع عنه الأسئلة الآتية:

- هل يوجد أثر لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX؟
 - هل يوجد أثر لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX؟
 - هل يوجد أثر لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX؟
- وتم استبعاد العرض النقدي لعدم توفر البيانات اللازمة لإجراء الدراسة المطلوبة.

3- أهمية البحث:

الأهمية العلمية:

تتجلى أهمية البحث العلمية في توضيح مدى وجود علاقة بين متغيرات السياسة النقدية ومؤشر السوق في ظل ظروف اقتصادية وسياسية غير مستقرة، سببت تقلبات كبيرة في المؤشر،

بالإضافة إلى أنه يغني المكتبة العلمية ويفيد المستثمرين في معرفة التغيرات التي تؤثر في المؤشر واتخاذ الإجراءات المناسبة.

الأهمية العملية:

تتجلى أهمية البحث العملية في أهمية الدور التي تؤديه السياسة النقدية في التأثير في النشاط الاقتصادي عبر التحكم بمجموعة من المتغيرات، فضلاً عن الأثر الناتج عن هذه المتغيرات الذي ينتقل إلى الأسواق المالية.

4- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى:

الهدف الرئيس: تحديد أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX .

ويتفرع عن هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية وهي:

1. تحديد أثر معدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX .
2. تحديد أثر سعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX .
3. تحديد أثر سعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX .

5- فرضيات البحث:

لكي نتمكن من الإجابة على تساؤلات البحث، وتوجيه مسار البحث نحو تحقيق أهدافه، تم صياغة الفرضية الرئيسية الآتية:

لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمتغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX .

ويتفرع عنها مجموعة من الفرضيات الآتية:

1- لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

2- لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

3- لا يوجد أثر ذو دلالة احصائية لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

6- منهجية البحث:

اعتمد البحث على المنهج الوصفي، إذ تمّ الاطلاع على الدراسات والأبحاث السابقة المرتبطة بموضوع البحث. وقد تمّت عملية جمع البيانات اللازمة عن معدل التضخم من البيانات الشهرية المنشورة في المكتب المركزي للإحصاء وأخذ متوسطات ربعية للفترة المدروسة، أمّا البيانات اللازمة عن سعر الصرف من النشرة الإحصائية لمصرف سورية المركزي وحساب متوسطات ربعية للفترة، أما البيانات اللازمة لسعر الفائدة فتم الحصول عليها من النشرة الإحصائية لمصرف سورية المركزي وحساب متوسطات ربعية للفترة المدروسة، أمّا عن البيانات اللازمة للمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX فتم الحصول عليها من التقارير الربعية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، كما تمت دراسة أثر المتغيرات النقدية (معدل التضخم-سعر الصرف-سعر الفائدة) في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX بالاعتماد على البرنامج الاحصائي SPSS باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد و البسيط.

7- حدود البحث:

الحدود المكانية: اعتمد البحث على الاقتصاد السوري وسوق دمشق للأوراق المالية وتحديداً المؤشر DWX.

الحدود الزمانية: اقتصر البحث على الفترة الزمنية الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020 حيث تمّ اختيار بداية فترة الدراسة عام 2013 لأنها الفترة التي بدأ فيها المؤشر بالارتفاع بعد الانخفاض الذي شهده بسبب الحرب في سورية، أما سبب اختيار نهاية فترة الدراسة هو أنّ البيانات اللازمة للدراسة متوفرة فقط لعام 2021 حيث تمّ استبعاد هذا العام، وذلك بسبب بياناته التي لا يمكن إدخالها في الفترة الزمنية السابقة والوصول إلى نتائج احصائية يمكن تعميمها، وتم الاكتفاء بعام 2020 .

8- مجتمع البحث وعينه:

يتكون مجتمع البحث من المؤشرات العامة لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، أما عينة البحث فتتكون من المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX في الفترة الزمنية الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م.

9- متغيرات البحث:

المتغير المستقل: المتغيرات النقدية، والمتمثلة بمجموعة من المتغيرات المستقلة الفرعية وهي:

- معدل التضخم.
- سعر الصرف.
- سعر الفائدة.

المتغير التابع: المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX .

10- الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات العربية: نورد فيما يلي الدراسات العربية التي عنيت بموضوع الدراسة مما تم الاطلاع عليه:

1. دراسة(الشلبي، مطيع، السمير، حسين، مقالة بحثية، جامعة البعث، 2022، بعنوان: دراسة أثر تغيرات سعر الفائدة الدائنة على أسعار أسهم الشركات(دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية).)

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر التغيرات في سعر الفائدة الدائنة على الودائع المصرفية بشقيها القصيرة والطويلة الأجل في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من (2010-2017) ، وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي في تقدير نموذج المؤشر العام لأسعار الأسهم باستخدام منهجية الانحدار الذاتي، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- لا توجد علاقة سببية لسعر الفائدة بشقيه قصير وطويل الأجل على أسعار الأسهم.
- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 5% بين سعر الفائدة بشقيه قصير وطويل الأجل و أسعار الأسهم.

2. دراسة(مسجت، فايزة حسن، مقالة بحثية ،جامعة البصرة،2020، بعنوان: تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة(2004-2017).)

هدفت الدراسة إلى قياس أثر متغيرات السياسة النقدية في العراق المتمثلة بسعر الفائدة، العرض النقدي، سعر الصرف ومعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم وقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لقياس هذه العلاقة وباستخدام البرنامج الاحصائي Eviews9، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر قوي لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في حين كان أثر باقي المتغيرات منخفضاً.

3. دراسة (ياغي، كنان، مقالة بحثية، جامعة تشرين،2020، بعنوان: العلاقة السببية بين معدل التضخم ومؤشر أسعار الأسهم(بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية).

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة السببية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية، ولدراسة هذه العلاقة تم استخدام بيانات شهرية لكل من السلاسل الزمنية لمتغيرات

البحث (معدل التضخم، مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية) ويغطي البحث فترة زمنية تصل إلى سبع سنوات من بداية العام 2011 وحتى نهاية العام 2017، حيث تم استخدام تحليل جرانجر للسببية واستخدام نموذج الانحدار الذاتي بهدف استبعاد أثر الارتباط الذاتي بين المتغيرين، وتوصل البحث إلى أنّ السلاسل الزمنية للمتغيرين مستقرة عبر الزمن، وإلى وجود علاقة سببية باتجاه واحد إذ أن هناك تأثير جوهري لمؤشر السوق في معدل التضخم، في حين لا يوجد أي تأثير لمعدل التضخم في مؤشر السوق.

4. دراسة (مرزوق، نبيل، مقالة بحثية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2020، بعنوان: دراسة اقتصادية تحليلية لأثر التضخم على المؤشرات أداء السوق المالية) حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1980-2015).

هدفت الدراسة إلى قياس أثر معدلات التضخم في الأردن في أداء الأسواق المالية وباستخدام مؤشرات الأداء التالية: مؤشر حجم التداول، مؤشر القيمة السوقية والمؤشر العام لأسعار الأسهم ومؤشر معدل دوران الأسهم خلال الفترة (1980-2018) اعتماداً على بيانات سنوية، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية احصائية بين معدل التضخم ومؤشرات أداء السوق المالية.

5. دراسة (أسعد، علي، مقالة بحثية، جامعة تشرين، 2016، بعنوان: العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تم الاعتماد على البيانات الشهرية لسعر الصرف والعرض النقدي ومعدل تغطية الصادرات للواردات ومعدل التضخم ومؤشر سوق دمشق من بداية عام 2010 حتى عام 2011 و أكد اختبار جوهانسن على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وباستخدام اختبار جرانجر ظهر أنه يوجد علاقة تبادلية بين العرض النقدي ومؤشر السوق، كما أن سعر الصرف الإسمي الفعال يسبب تغير في المؤشر وتبين من خلال الاختبارات أنّ البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي، وكانت تقديرات التنبؤ قريبة في بعض الفترات الزمنية إلى القيم الواقعية للمؤشر، وبعد تحليل النتائج تبين أن العلاقة بين المتغيرات والمؤشر علاقة متوسطة.

6. دراسة (الخفاجي، آيات، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، 2016، بعنوان:

أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية-الولايات المتحدة الأمريكية والصين للمدة

٢٠٠٣-٢٠١٤

هدفت الدراسة إلى دراسة أثر المتغيرات المتمثلة ب(سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد) في أسعار أسهم الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والصين، ومن خلال تحليل الانحدار الخطي البسيط لوحظ أن أكثر المتغيرات تأثيراً في مؤشر Shanghai ومؤشر shenzhen هما سعر الصرف وسعر الفائدة.

7. دراسة (سليمان، طلال، مقالة بحثية، جامعة البعث، 2016، بعنوان: أثر تقلبات أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية للمدة (2011-2015))

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر تقلبات سعر صرف الليرة السورية في المؤشر العام لأسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتوضيح نوع العلاقة بين تقلبات سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث تم استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبيبي جرانجر لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم، وأظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين ومن خلال مصفوفة الارتباط تبين وجود ارتباط ضعيف بلغت أكبر قيمة له بين مؤشر سوق دمشق وسعر بيع وشراء الجنيه، وأقل قيمة له كانت بين المؤشر وسعر بيع وشراء اليورو، وقد تم أيضاً دراسة الانحدار البسيط بين المؤشر وأسعار الصرف للعملات الثلاث (الدولار-اليورو-الجنيه) حيث أظهر أن أسعار الصرف تفسر مؤشر سوق دمشق بنسبة بسيطة 5% وقد تحسنت هذه النسبة إلى 20% بحسب نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وهذا يعني عدم إمكانية الاعتماد وبشكل كبير على استخدام سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الأوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار، ومن ثم توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

8. دراسة (زيدان، منذر، مقالة بحثية، جامعة تشرين، 2015، بعنوان: العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر السوق حيث تم استخدام منهجية التكامل المشترك لتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة ممثلة في: عرض النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف، والمتغير التابع هو مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وتم استخدام بيانات شهرية من عام 2010 حتى نهاية 2011 وأظهرت نتائج الدراسة الاحصائية إلى أن العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين عرض النقود والمؤشر هي علاقة موجبة، وكذلك العلاقة بين معدل

التضخم والمؤشر كانت موجبة في الأجل القصير والطويل، بينما كانت العلاقة مع سعر الصرف سلبية في الأجل القصير والطويل، والعلاقة كانت سلبية في الأجل القصير والطويل مع سعر الفائدة.

9. دراسة (الزبيدي، سليم رشيد، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، 2014، بعنوان:

أثر سعر الصرف في المؤشرات العامة لأسعار الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011).):

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سعر صرف الدينار العراقي في المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، فاعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية لكل من سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم للمدة الزمنية الممتدة من شهر كانون الثاني لعام 2005 وحتى شهر كانون الأول لعام 2011 حيث توصلت الدراسة إلى العديد من الاستنتاجات منها:

- يوجد تكامل مشترك بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

- يوجد علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين سعر الصرف والمؤشر العام.

ثانياً: الدراسات الأجنبية: فيما يلي عرض لبعض الدراسات الأجنبية، مما تمّ الاطلاع عليه وذات الصلة بموضوع البحث:

1. دراسة (Anas Ahmed،Almahdi Musa، 2023، World Journal of Advanced Engineering

Technology and Sciences، بعنوان:

Estimating the effect of exchange rate fluctuations on general index of stock prices in Khartoum stock exchange using GARCH model (2004-2019)

تقدير تأثير تقلبات أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نموذج GRACH للفترة (2004-2019).

هدفت الدراسة إلى تقدير تأثير تقلبات أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية باستخدام نماذج التباين الشرطي العام، وتمحورت مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس الآتي:

ما تأثير تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية؟

وقد بنيت الدراسة على الفرضية الرئيسية الآتية:

توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلبات أسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية.

اتبعت الدراسة المنهج الكمي القياسي باستخدام نماذج التباين الشرطي العام والمربعات الصغرى العادية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات أسعار الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وأوصت الدراسة بتبني سياسات اقتصادية كلية فعالة لتخفيض سعر الصرف ودعمه بالإنتاج بما ينعكس إيجاباً على الأداء العام لمؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية مما يزيد فرص وإمكانات الاستثمار المحلي والأجنبي.

2. دراسة (Taufik sadikin، Mohamad Lutfi، 2022، Journal Manajemen dan Bisnis، بعنوان:

The effect of exchange rate and inflation on the composite stock piece index

تأثير سعر الصرف والتضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم المركب

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير متغير سعر الصرف في مؤشر أسعار الأسهم المركب في اندونيسيا، ومعرفة مدى تأثير متغير التضخم في مؤشر أسعار الأسهم المركب، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وباستخدام الانحدار الخطي المتعدد، توصلت الدراسة إلى وجود أثر لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم المركب، كما يوجد أثر أيضاً لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم.

3. دراسة (khaled، 2017، Research journal of finance and accountin، بعنوان:

The relationship between interest rate and stock market index: empirical from Arabin countries

العلاقة بين سعر الفائدة ومؤشر سوق الأوراق المالية: أدلة تجريبية من الدول العربية

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة القصيرة وطويلة المدى بين أسعار الفائدة ومؤشرات صندوق النقد العربي لخمسة مؤشرات لسوق الأسهم العربية وهي: الأردن، مصر، عمان، قطر، الكويت، وذلك باستخدام البيانات الشهرية للفترة الممتدة من 1 يناير 2014 حتى 30 يونيو 2016، وتم استخدام اختبارات الاقتصاد القياسي مثل اختبار ديكي فولر، الانحدار التلقائي، اختبار جوهانسن للتكامل النقدي، اختبار السببية لجرانجر، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين سعر الفائدة ومؤشر سوق الأوراق المالية

في مصر، بينما كانت لا تذكر في قطر والكويت، ووجود علاقة ايجابية كبيرة في الأردن وعمان، كما خلصت نتيجة اختبار التكامل المشترك إلى أن سعر الفائدة ومؤشر السوق يظهران ارتباطاً طويلاً الأمد في قطر فقط، أما بالنسبة للعلاقة السببية لم يتمكن الاختبار من تحديد اتجاه العلاقة في عمان وقطر والكويت، أما في الأردن فكان هناك علاقة ثنائية الاتجاه، وأما في مصر فكانت العلاقة أحادية الاتجاه تنطلق من مؤشر السوق لسعر الفائدة.

4. دراسة (Seri Suriani and el، 2015، International Journal of Economics and Financial Issue، بعنوان:

Impact of Exchange Rate on Stock Market

تأثير سعر الصرف في سوق الأوراق المالية

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية في باكستان، حيث تم استخدام المؤشر كبديل لأسعار الأسهم في حين تم أخذ سعر العملة الروبية الباكستانية مقابل الدولار الأمريكي، وتم أخذ البيانات على أساس شهري للفترة الممتدة من 2004 حتى 2009، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين سعر الصرف والمؤشر لأسعار الأسهم وأن كلا المتغيرين مستقلان عن بعضهما البعض.

5. دراسة (shelkh.I. et al، shahazed.N،javed.a.m، 2014، International journal of Accounting and Financial reporting بعنوان:

Impact of Macroeconomics Variable on The Stock Market Index; Astudy From Pakistan

تأثير المتغيرات الكلية في مؤشر سوق المال: دراسة باكستان

هدفت هذه الدراسة لاختبار مدى إمكانية تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل السياسات المالية والسياسات النقدية في أداء السوق المالي في باكستان، خلال فترة الأزمة المالية العالمية بين عامي (2007-2009)، وذلك باستخدام بيانات شهرية، حيث أخذت الإيرادات الحكومية والإنفاق العام كمتغيرات عن السياسة المالية، في حين استخدمت سعر الفائدة ومعدل التضخم كمتغيرات عن السياسة النقدية، ومؤشر السوق كمتغير عن السوق المالي، وتم استخدام معامل الارتباط الذي يبين مدى قوة العلاقة بين المتغيرات المدروسة، كما تم استخدام تحليل الانحدار الخطي، واستنتجت الدراسة أن أسعار الفائدة والإيرادات الحكومية لهلا علاقة سلبية مع مؤشر السوق، بينما معدل التضخم والإنفاق العام لهما علاقة معنوية إيجابية مع مؤشر السوق المالي في باكستان.

6. دراسة (David Gordon Macmillan، 2005، International review of Applied economics) بعنوان:

Time variation in the cointegrating relationship between stock prices and economic activity

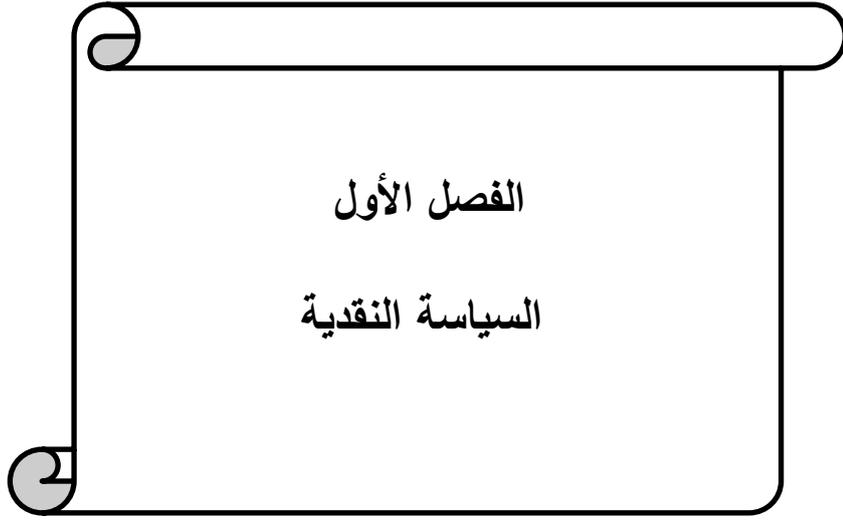
التغير الزمني في علاقة التكامل المشترك بين أسعار الأسهم والنشاط الاقتصادي

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين أسعار الفائدة والمؤشر السوقي لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وباستخدام التكامل المشترك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم.

10- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة؟

يتضح من الدراسات السابقة أن معظمها درس أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم سواء متغير واحد أو أكثر، ولكن في عدد من الدول المختلفة ومنها سورية وبأزمة مختلفة وأساليب إحصائية متنوعة، أما بالنسبة لما توصلت إليه الدراسات السابقة فكانت النتائج مختلفة، فبعض الدراسات توصلت إلى وجود أثر للمتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم والبعض الآخر توصل إلى عدم وجود أثر للمتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم ويمكن أن يفسر هذا الاختلاف في النتائج بسبب الاختلاف الزمني والوضع الاقتصادي للبلد المدروس.

أما الدراسة الحالية تم فيها دراسة أثر المتغيرات النقدية (معدل التضخم-سعر الصرف-سعر الفائدة) في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX، باستخدام بيانات ربعية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م وهي الفترة التي بدأ فيها المؤشر بالارتفاع بعد الانخفاض الذي شهده بسبب الحرب في سورية.



تمهيد:

تعدُّ السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية، وذلك لما لها من أهمية متزايدة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي فهي تُعنى بعلاقة النقود بالنشاط الاقتصادي نتيجة لما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لأفراد المجتمع، حيث كان الدافع الأساسي لبدء الاهتمام بالسياسة النقدية يعود إلى الأزمات والمشاكل الاقتصادية التي عانت ولا تزال تعاني منها معظم الدول سواءً المتقدمة أو النامية، وتعدُّ من أهم المجالات في المؤشرات الاقتصادية فيما يتعلق بالاستثمار والنتاج والدخل، حيث تستطيع السياسة النقدية التأثير بالنشاط الاقتصادي من خلال متغيراتها المتعلقة بهذا النشاط، كالتضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف والعرض النقدي .

بناء على ما سبق تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث وفق الآتي:

المبحث الأول: السياسة النقدية في النظرية الاقتصادية.

المبحث الثاني: السياسة النقدية.

المبحث الثالث: متغيرات السياسة النقدية.

المبحث الأول

السياسة النقدية في النظرية الاقتصادية

اختلف مفهوم السياسة النقدية بين المدارس الاقتصادية الكلاسيكية والكينزية والنقدية، فمنهم من يعطي للنقد الدور الهام في عملية الاستقرار والوصول إلى التوازن الاقتصادي، ومنهم من يعطي الأولوية للمتغيرات الاقتصادية الرئيسية والإنفاق الحكومي العام مع تأثير بسيط للسياسة النقدية، إلا أنَّ هذه الاختلافات في تفسير السياسة النقدية لا يعني عدم وجود بعض القواسم المشتركة بين المدارس الاقتصادية، فجميع المدارس الاقتصادية تتفق فيما بينها على أن السياسة النقدية هي الإجراءات التي تتعلق بالنقد والجهاز المصرفي وسيتم التطرق لكل مدرسة على حده.

1.1.1 السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي

كان من أهم مفكريها آدم سميث، الذي نشر أفكاره في كتابه ثروة الأمم حيث تبني مجموعة من المفكرين آراءه وعملوا على تطويرها، ليشكلوا مدرسة اقتصادية سميت بالمدرسة الاقتصادية الكلاسيكية، ومن أهم أفكار هذه المدرسة ما يلي:

1- اليد الخفية: ويقصد بها أن ما وراء الخدمة العامة التي تصل للمجتمع من سلع وخدمات، يوجد مستثمر يسعى لتحقيق مصلحته الشخصية، ومن خلال وصوله لهدفه يحصل المجتمع على خدماتهم.

2- المنافسة الحرة: أي منع الاحتكار، والسماح للجميع بالعمل في كافة المجالات.

3- العرض يخلق الطلب الموازي له: وهو ما يعرف بقانون ساي الذي نص على أن المنتج الذي ينتج سلع جديدة، سوف يجد مستهلكين فوراً أي بما أنه يوجد عرض فيوجد طلب مساوياً له.

4- المستثمر له دور فعال في العملية الإنتاجية والاستثمار، لأنه سوف يشتري وينتج ويحرك السوق، بفعل قوى العرض والطلب.

5- يتحقق التشغيل الكامل بشكل تلقائي دون تدخل الدولة، لأن المستثمرين يسعون دوماً لتحقيق مصالحهم الشخصية، وهذا يتطلب تشغيل العمالة والآلات بكامل طاقتهم الإنتاجية وبذلك يتحقق التشغيل الكامل.

6- الدولة مدير سيء، فمنعوا تدخلها في الحياة الاقتصادية، وحسروا دورها في الدفاع والقضاء والتربية والتعليم.

7- العمل مصدر للقيمة: أي أن القيمة لا تأتي من الذهب والفضة، بل تنتج عن العمل، لذلك شجعوا العمل والإنتاج والتجارة الحرة.¹

أمّا فيما يتعلق بالنقود، فقد قامت بدراسة العلاقة بين التغيرات الحاصلة في كمية النقود المتداولة وبين مستوى الأسعار، وذلك وفقاً لعدة افتراضات ألا وهي: ثبات حجم الإنتاج عند مستوى التشغيل الكامل، وارتباط المستوى العام للأسعار بتغير كمية النقود المعروضة، وثبات سرعة تداول النقود ويقصد بها) متوسط عدد المرات التي يتم فيها تداول النقود في المعاملات المختلفة خلال فترة زمنية معينة) حيث

¹ علي كنعان، 2012، النقود والصرافة والسياسة النقدية، ط1، دار المنهل اللبناني، بيروت، ص414-ص415.

ركزت على العلاقة بين النقود والأسعار من خلال معادلتَي فيشر ومعادلة الأرصدة النقدية لمارشال-كامبريدج.¹

معادلة فيشر: ²

عبرت معادلة فيشر عن العلاقة بين كمية النقود المتواجدة في الاقتصاد ومستوى الأسعار، فعندما تتضاعف كمية النقود سيتضاعف مستوى الأسعار، وهذا يؤدي إلى حدوث التضخم، لأن النقد يعد كأى سلعة تؤدي زيادة عرضها إلى انخفاض في القيمة الحدية أي القدرة الشرائية للوحدة الواحدة منها. ويمكن التعبير عن معادلة فيشر بالعلاقة الآتية:

$$M.V = P.Q$$

المستوى العام للأسعار * كمية السلع والخدمات المنتجة = كمية النقد * سرعة التداول

حيث أن M كمية النقد، V سرعة التداول، P المستوى العام للأسعار، Q كمية السلع والخدمات المنتجة.

وعليه فإن سرعة النقود تعادل:

$$V = P.Q/M$$

معادلة الأرصدة النقدية لمارشال-كامبريدج:

نصت معادلة كامبريدج على أن جزءاً من الدخل القومي يحتفظ به الأفراد في شكل نقد حاضر، مع الأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين الأرصدة المحتفظ بها وقيمة الدخل النقدي، وما يميزها عن المعادلة السابقة هو تركيزها على الطلب على النقود وانتقالها من صيغة سرعة دوران النقود إلى صيغة الطلب على النقود.

¹ زيدان، منذر، 2015، السياسة النقدية وأثرها على السوق النقدية والمالية في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص5.

² سامر قنطججي، 2020، السياسات النقدية والمالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، جامعة كاي، ص275-ص276.

ويمكن التعبير عن معادلة مارشال بالصيغة الآتية:

$$M=KPT$$

M كمية النقود المعروضة.

K النسبة التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها.

T حجم الإنتاج الحقيقي من السلع والخدمات.

P المستوى العام للأسعار.¹

أي اذا قام الأفراد بزيادة الطلب على الاستهلاك هذا يعني زيادة الطلب على الاستثمار، فيرتفع سعر الفائدة ويتأثر الاستثمار سلباً، أما عندما ينخفض الطلب على النقود يزداد عرض المدخرات، فينخفض سعر الفائدة ويحصل التوازن من جديد بين العرض والطلب على النقود و بين الادخار والاستثمار وهي فرضية كلاسيكية.²

2.1.1 السياسة النقدية في التحليل الكينزي

تعدّ المدرسة الكينزية من أهم المدارس الاقتصادية، لأنها ظهرت في الأزمة المالية العالمية التي حصلت في عام 1929م والتي سميت بأزمة الكساد الكبير حيث أعطت المدرسة الكينزية علاجاً بعد أن عجزت المدرسة الكلاسيكية في حل المشكلة، وسميت بالمدرسة الكينزية نسبة إلى الاقتصادي البريطاني المعروف جون مينارد كينز³، حيث انتقدت هذه المدرسة أفكار النظرية الكلاسيكية وسمحت بتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وأثبتت أن التوازن يتحقق بناءً على جملة من الآليات منها: زيادة الانفاق الحكومي

¹ محمد ضيف الله القطاري، 2011، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية-تحليلية-قياسية)، ط1، المنهل، عمان، ص42-43.

² زيدان، منذر، السياسة النقدية وأثرها على السوق النقدية والمالية في سورية، مرجع سبق ذكره، ص6.

³ جعفر الخزعلي، تاريخ الفكر الاقتصادي (دراسة تحليلية للأفكار الاقتصادية عبر الحقب الزمنية)، دار العلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، ص 147-150.

لتعويض النقص الكبير في إنفاق القطاع الخاص، الأمر الذي يرفع من القدرة الشرائية وخلق الطلب وهذا ما أسماه كينز بالطلب الفعّال.¹

كما أثبتت أيضاً عدم حيادية النقود، حيث يمكن لتغيرات عرض النقود أن تؤثر في تغيرات الجانب الحقيقي كالاستثمار والتشغيل والنتائج الكلية، ففي حالة الكساد تقوم الدولة بإحداث عجز في الموازنة عن طريق زيادة النفقات بهدف تنشيط الطلب الكلي الفعال، وذلك بتخفيض الضرائب على الاستهلاك والأرباح ومن ثم تشجيع الأفراد على زيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري، ويمكن تغطية هذا العجز في الموازنة العامة عن طريق زيادة كمية النقود.

وحسب كينز فإنّ زيادة كمية النقود تحكم بصفة أساسية المستوى العام للأسعار، وهذا عند مستوى التشغيل الكامل ولكن التشغيل الكامل لا يتحقق بصفة دائمة ولذلك فإنّ زيادة كمية النقود سوف تؤدي إلى الانخفاض في سعر الفائدة وهذا الانخفاض يكون بمثابة حافز في تشجيع الاستثمارات ومن ثم زيادة التشغيل والنتائج.

أما في حالة التضخم فقد اقترح كينز إحداث تغيير في السياسة المالية عن طريق تخفيض النفقات بغرض تخفيض الإنفاق الكلي، حيث يرى أنّ الاستقرار الاقتصادي يحدث عندما يتساوى الإنفاق الكلي مع الناتج الكلي.²

وقد ميز كينز بين ثلاثة أنواع للطلب على النقود وهي:

1- الطلب على النقود بدافع المعاملات.

2- الطلب على النقود بدافع الاحتياط.

3- الطلب على النقود بدافع المضاربة.

¹ قدور، أشواق، 2018، تطور النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المركز الجامعي، الجزائر، ص75.

² وليد، عمران، 2014، دور السياسة النقدية في مكافحة التضخم دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص21.

أولاً: الطلب على النقود بدافع المعاملات:

إن الفرد يطلب النقود لتكوين احتياطي نقدي يحتفظ به لمقابلة مدفوعاته الضرورية، أي ما بين استلامه للدخل والقيام بإنفاقه، أما المشروعات فإنها تطلب النقود لمواجهة النفقات الانتاجية الجارية ما بين بدء الانتاج وحتى بيع المنتج وتحصيل الإيرادات، و يعتمد الطلب على النقود في حالة الفرد على عدد مرات استلام الأجر في السنة، ومدى تطابق الدخل والإنفاق، أما بالنسبة للمشروعات فإن متوسط الأرصدة النقدية التي تحتفظ بها يعتمد على عوامل مختلفة منها: طبيعة عمل المنشأة و عدد المرات التي تدفع فيها المنشأة أجور مستخدميها خلال السنة، ومدى تطابق الإيرادات والنفقات فإذا كان التطابق كبيراً قلّ متوسط الاحتفاظ بالنقود.

ثانياً: الطلب على النقود بدافع الاحتياط:

تطلب النقود لأغراض الاحتياط لمواجهة النفقات الفجائية والأحداث الطارئة غير المتوقعة وانتهاز الفرص، حيث يتوقف الطلب على النقود بدافع الاحتياط على مستوى الدخل ، وتتناسب كمية النقود المطلوبة لأغراض الاحتياط طردياً مع الدخل.

ثالثاً: الطلب على النقود بدافع المضاربة:

تطلب النقود لأغراض المضاربة، بسبب توقع الأفراد بارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل والحصول على أرباح، فتكون العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة علاقة عكسية، فيزيد الطلب على النقود عندما تكون أسعار الفائدة متدنية ويتوقع الأفراد حينها ارتفاع الأسعار في المستقبل، وإذا استمر سعر الفائدة بالانخفاض يزداد توقع الأفراد بأنه سيرتفع في المستقبل القريب، وبهذا يكون الطلب على النقود عند هذا المستوى المنخفض جداً من سعر الفائدة تام المرونة وهو ما يدعوه كينز بفخ السيولة.¹

¹ كامل الفتلاوي، حسين الزبيدي، 2013، مبادئ علم الاقتصاد، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر، عمان، ص243-ص247.

3.1.1 السياسة النقدية في التحليل النقدي

اعتبر فريدمان النقود جزء من الثروة، حيث عرّف الثروة بأنها: مجموع من مصادر الدخل التي يحوزها الأفراد، أما المكونات الأخرى للثروة فتتنوع بين الأصول المالية كالأسهم والسندات والأصول العينية، وقد قامت نظرية فريدمان على عدة فرضيات منها:

- يؤدي العرض النقدي دور المتغير الوحيد والفعال في تحديد مستوى الدخل والنتاج الكلي، أي أنّ العرض النقدي هو المتغير المستقل، والطلب على النقود هو المتغير التابع.
- يعمل زيادة العرض النقدي على زيادة الدخل والنتاج في الأجل القصير، مما يؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار في الأجل الطويل، وذلك لأنه في الأجل القصير يؤدي زيادة العرض النقدي إلى تحفيز الموارد العاطلة عن العمل فيزداد الدخل والانتاج، أمّا في الأجل الطويل تصبح عناصر الإنتاج المتاحة كلها موظفة، فزيادة العرض النقدي سيؤدي إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار.
- وجود أشكال مختلفة من الثروة إضافة للنقود وهي الأسهم والسندات والسلع.

ولقد أكد فريدمان أنّ للفرد الحرية في اختيار البديل الذي يحتفظ فيه بثروته، فيعتمد في طلبه على النقود على العوائد المختلفة للبدايل بالفرق بين العوائد لهذه البدايل والعائد مع الاحتفاظ بالنقود، فإذا ارتفعت العوائد للبدايل الأخرى يقل الطلب على النقود.¹

¹ التبانى، أحمد محي الدين، 2022، العلاقة بين سرعة دوران النقود وكلا من التضخم والنمو الاقتصادي المصري (دراسة قياسية لرسم السياسة النقدية باستخدام نموذج ARDL)، المجلد السادس عشر، العدد الخامس عشر، جامعة الاسكندرية، ص41-ص42.

المبحث الثاني

السياسة النقدية

تعدُّ السياسة النقدية من أهم السياسات الاقتصادية لأي دولة (متقدمة أو نامية)، وذلك بسبب معالجتها الكلية للاقتصاد على النطاقين المحلي والخارجي، إذ تؤدي هذه السياسة دوراً رئيساً في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وذلك عن طريق استخدامها مجموعة من الأدوات تساعد على تحقيق مجموعة من الأهداف كالاستقرار العام في المستوى العام للأسعار، واستقرار سعر الصرف وتحقيق النمو الاقتصادي وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، والتي تعدُّ بدورها المرتكز والمحرك الأساسي في السوق المالي.

وبناءً على ما سبق تم العمل في هذا المبحث بدايةً على تعريف السياسة النقدية، ومن ثم التعرف على أنواعها، أدواتها، أهدافها، قنواتها.

1.2.1 تعريف السياسة النقدية

تعددت تعاريف السياسة النقدية، بسبب التباين في مستويات تطور النظم الاقتصادية والاجتماعية وأيضاً بسبب اختلاف التشريعات النقدية للمجتمعات، ومن هذه التعاريف:

- هي مجموعة من الإجراءات والأدوات التي يعتمدها المصرف المركزي من خلال السلطة النقدية بهدف التحكم في عرض النقود بما يحقق الاستقرار النقدي.¹
- هي مجموعة التدابير التي يتبناها المصرف المركزي للتأثير في مستويات السيولة والائتمان الممنوح من المصارف، لتحقيق بعض الأهداف الاقتصادية الكلية، ومن أهمها: ضمان تحقيق الاستقرار السعري وحفز النمو الاقتصادي والتشغيل.²
- هي إجراءات المصرف المركزي التي تنطوي على استخدام أسعار الفائدة أو عرض النقود، للوصول لأهداف زيادة التوظيف واستقرار الأسعار.³

¹ محمد ضيف الله القطاري، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص18.

² هيفاء غدير غدير، 2010، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، مطابع الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، سوريا، ص32.

³ محمود عبيد صالح عليوي السبهاني، 2016، النقود والسياسة النقدية في الاقتصاد الإسلامي (تجربة السودان أمونجا)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 48.

2.2.1 أنواع السياسة النقدية

هناك نوعان من السياسة النقدية التي يمكن أن يتبعها المصرف المركزي وهي:

1. السياسة النقدية التوسعية.

2. السياسة النقدية الانكماشية.

فالسياسة النقدية التوسعية تهدف إلى زيادة عرض النقود لتحقيق مستوى عال من الدخل والعمالة وذلك عندما يكون الاقتصاد في حالة من الركود، فيتخذ المصرف المركزي عدة اجراءات في حال اتباعه هذه السياسة وهي:

أ- تخفيض سعر إعادة الخصم.

ب- تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني.

ت- دخول المصرف المركزي مشترياً للأوراق المالية من أجل المساهمة في زيادة عرض النقود.

أما في حال السياسة النقدية الانكماشية فيكون هدفها هو عكس هدف السياسة النقدية التوسعية، ألا وهو تخفيض حجم عرض النقود، ويتخذ المصرف المركزي عدّة اجراءات في حال اتباعه هذه السياسة وهي:

أ- رفع سعر إعادة الخصم.

ب- رفع نسبة الاحتياطي القانوني.

ت- دخول المصرف المركزي بائعاً للأوراق المالية، من خلال عمليات السوق المفتوحة.¹

¹ محمود عبيد صالح عليوي السبهاني ، النقود والسياسة النقدية في الاقتصاد الاسلامي(تجربة السودان أنموذجاً) ، مرجع سبق ذكره، ص 61-62-63.

¹والجدول الآتي يوضح الفرق بين نوعي السياسة النقدية والإجراءات المتبعة من قبل المصرف المركزي:

الجدول رقم(1-2-1) أنواع السياسة النقدية والفرق بينهما

الفرق بينهما من حيث	1-السياسة النقدية التوسعية	2-السياسة النقدية الانكماشية
الاستخدام	الركود أو الكساد الاقتصادي	في حالات التضخم
وضع الاقتصاد	عندما يعاني من حالة الانكماش	عندما يعاني من التضخم
الأهداف	معالجة الركود أو الانكماش	علاج أو مكافحة ظاهرة التضخم
إجراءات المصرف المركزي	1- تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي 2- تخفيض سعر إعادة الخصم 3- دخول المصرف المركزي مشترياً للأوراق المالية في السوق المالي	1- رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي 2- رفع سعر إعادة الخصم 3- دخول المصرف المركزي بائعاً للأوراق المالية في السوق المالي
نتيجة اتباعها	1- زيادة قدرة المصارف على منح الائتمان وخلق الودائع 2- زيادة المعروض النقدي في المجتمع 3- انخفاض سعر الفائدة 4- زيادة حجم الاستثمار 5- زيادة مستوى الانتاج والدخل والتوظيف	1- الحد من قدرة المصارف على منح الائتمان وخلق الودائع 2- انخفاض المعروض النقدي في المجتمع 3- ارتفاع سعر الفائدة 4- انخفاض حجم الاستثمار 5- انخفاض مستوى الانتاج والدخل والتوظيف

المصدر: من إعداد الباحثة.

¹ إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، 2016، إدارة البنوك التجارية، المنهل، القاهرة، ص50.

3.2.1 أدوات السياسة النقدية:

يستخدم المصرف المركزي في تسييره لشؤون السياسة النقدية، مجموعة متنوعة من الأدوات، منها ما هو كميّ ينصبّ أساساً على التحكم في عرض النقود، ومنها ما هو كفيّ أو نوعي ينصرف إلى إدارة ذلك العرض النقدي بما يمكنه من تعديل مستوياتها للوصول إلى تحقيق الأهداف النهائية، حيث تتباين هذه الوسائل من اقتصاد لآخر أي حسب الجهاز المصرفي وقوة الاقتصاد، ففي معظم الدول المتقدمة تستخدم أداة أو أكثر من الأدوات الآتية، كسر إعادة الخصم، ونسبة الاحتياطي القانوني، وعمليات السوق المفتوحة، أما معظم الدول النامية و نظراً لطبيعة هيكلها الاقتصادي، فتعتمد سياستها النقدية أكثر على ما يسمى بالأدوات النوعية، وفي كلا الحالات لابد من التنسيق بين استخدامات الأدوات المختلفة لتطبيق سياسة نقدية ناجحة.¹

ومما سبق يمكن تعريف أدوات السياسة النقدية بأنها الوسائل التي يستخدمها المصرف المركزي لتحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية من خلال التحكم في عرض النقود.

ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى مجموعتين هما:

أ- الأدوات الكمية المباشرة والغير مباشرة.

ب- الأدوات النوعية.

أ- الأدوات الكمية غير المباشرة:

تهتم الأدوات الكمية غير المباشرة بالتأثير في حجم الائتمان المصرفي، دون الاهتمام بالتركيز على نوعية الائتمان المقدم للوحدات الاقتصادية ومن أهم هذه الأدوات:

1. سعر إعادة الخصم.

2. عمليات السوق المفتوحة.

¹ رمزي محمود، 2019، التيسير الكمي (سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي)، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، ص34-35.

3..نسبة الاحتياطي القانوني ¹.

أولاً: سعر إعادة الخصم:

تواجه المصارف التجارية في بعض الأحيان متطلبات لسحب السيولة، بما يفوق امكانية تلبية هذه المتطلبات من الموارد المتاحة لديها، حيث تلجأ المصارف التجارية في مثل هذه الظروف إلى المصرف المركزي للحصول على القروض أو السيولة عن طريق خصم ما لديها من أوراق تجارية، ومن ثم يمكن تعريف **سعر إعادة الخصم** على أنه: السعر الذي يتقاضاه المصرف المركزي نظير إعادة خصم الأوراق التجارية أو منح الائتمان مقابل دفع المصارف التجارية فوائد على الخصم.²

³تفي حالة الركود الاقتصادي:

يتبنى المصرف المركزي سياسة نقدية توسعية عن طريق ما يلي:



¹ الدندل، عبد الرحمن، 2012، استراتيجيات السياسة النقدية وأثرها على الأداء الاقتصادي (دراسة حالة الاقتصاد السوري)، رسالة ماجستير، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سورية، ص30.

² محمد الفاتح محمود بشير المغربي، 2018، النقود والبنوك، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر، ص112.

³ أحمد الرفاعي، 2007، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، ط3، دار وائل للنشر، عمان، ص236.

أما في حالة الضغوط التضخمية:

يتبنى المصرف المركزي سياسة نقدية انكماشية عن طريق ما يلي:



و تتوقف فاعلية هذه الأداة على عدة أمور أهمها:

1. مدى اتساع السوق النقدية وخاصة سوق الخصم.
2. مدى اعتماد المصارف التجارية على المصرف المركزي في الحصول على الموارد النقدية الإضافية.
3. أن يكون لسعر الخصم تأثير مباشر في سعر الفائدة وبالتالي في الأسعار والأجور والانتاج.¹

¹ محمد، خورشيد، 2013، استقلالية المصرف المركزي وأثرها في فعالية السياسة النقدية في سورية، رسالة ماجستير، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سورية، ص40.

ثانياً: عمليات السوق المفتوحة¹

تُعد عمليات السوق المفتوحة من أهم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة، وتتمثل هذه العمليات بقيام المصرف المركزي بالدخول إلى السوق المالي بائعاً أو مشترياً للأوراق المالية حيث يمتص جزءاً من السيولة أو يطرح مبالغ إضافية أخرى وبالتالي فهو يؤثر في حجم الكتلة النقدية، مما يساعد في معالجة التضخم والانكماش.

ففي حالة الركود الاقتصادي:

يتبنى المصرف المركزي سياسة نقدية توسعية عن طريق ما يلي:



أما في حالة الضغوط التضخمية:

يتبنى المصرف المركزي سياسة نقدية انكماشية عن طريق ما يلي:



¹ جميل السعودي، 2014، إدارة المؤسسات المالية المتخصصة، دار المنهل، عمان، ص 24-25.

وتتوقف فاعلية هذه الأداة على العوامل الآتية:

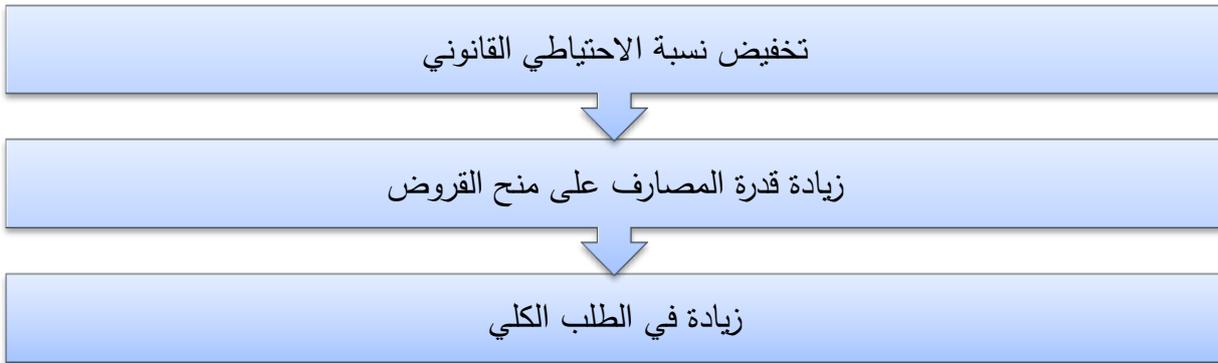
1. وجود أسواق نقدية ومالية متطورة.
2. أن يكون لدى المصرف المركزي كمية كافية من الأوراق المالية التي يمكن تداولها في السوق المالي.
3. وجود درجة عالية من الوعي المصرفي.¹

ثالثا: نسبة الاحتياطي القانوني²

يفرض المصرف المركزي على المصارف التجارية أن تحتفظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية لديه، وتمثل هذه الأرصدة بما يسمى نسبة الاحتياطي القانوني الإلزامي، فمن خلال هذه النسبة يتحكم المصرف المركزي بمقدرة المصارف التجارية على منح الائتمان.

ففي حالة الركود الاقتصادي:

يتبنى المصرف المركزي سياسة نقدية توسعية عن طريق ما يلي:



¹ خديجة، سنوسي، 2015، دور السياسة النقدية في ضبط المعروض النقدي حالة الجزائر 2000-2013، رسالة ماجستير،

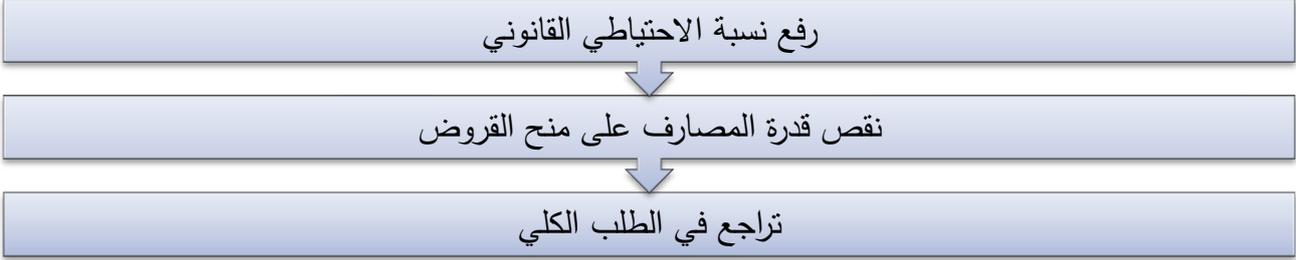
جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص19.

² عثمان سلمان غيلان العبودي، 2019، الإشكالات الدستورية والقانونية في تنظيم الاختصاصات المالية الاتحادية (دراسة مقارنة)،

المركز العربي للنشر، ط1، مصر، ص274.

أما في حالة الضغوط التضخمية:

يتبنى المصرف المركزي سياسة نقدية انكماشية عن طريق ما يلي:



وتعد هذه الأداة ذات تأثير مباشر في الاحتياطي الموجود لدى المصارف التجارية مقارنةً بالأدوات الأخرى، حيث يشمل تأثيرها بالمصارف الكبيرة والصغيرة، وإنَّ فاعلية هذه الأداة قد لا تحقق نتيجة منتظرة، وذلك بسبب أنَّ معظم المصارف في البلدان المختلفة تحتفظ باحتياطيات كبيرة، فعملية رفع نسبة الاحتياطي القانوني لن يخفض من نسبة الأرصدة النقدية و لن يؤثر في عملية الإقراض، وبالرغم من هذا تعد هذه الأداة من أنجح الأدوات الكمية غير المباشرة في البلدان النامية نظراً لضيق حجم السوق المالي، مما يجعل تأثير معدل سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة أقل تأثيراً من نسبة الاحتياطي القانوني.¹

ب- الأدوات الكمية المباشرة:

لقد وصفت هذه الأدوات بالأدوات الكمية المباشرة وذلك لتدخل المصرف المركزي في الظروف غير الاعتيادية بشكل مباشر، من أجل تنظيم الائتمان والتأثير في قدرة المصارف التجارية على منحه، ومن أهم هذه الأدوات:

1. وضع حد أقصى لحجم الائتمان المسموح به للمصارف التجارية، على أساس حجم رأس مال كل مصرف، حيث لا يستطيع أي مصرف تجاوز الحد المسموح إلا بزيادة رأس ماله.

¹ ياسين، عبد الله، 2014، دور سياسة سعر الصرف في رفع من فعالية السياسة النقدية، رسالة ماجستير، جامعة وهران، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، الجزائر، ص27.

2. تحديد نسبة الودائع لدى كل مصرف تجاري إلى رأس ماله، وإذا زادت هذه النسبة يلزم المصرف التجاري بتوظيفها في شكل أرصدة دائنة لدى المصرف المركزي.

فهو من خلال هذه الإجراءات يحافظ على أموال المودعين وسلامة المركز المالي للمصرف.¹

ت-الأدوات النوعية:

تهتم الأدوات النوعية بالتركيز على نوعية الائتمان المقدم للوحدات الاقتصادية، وذلك عن طريق تشجيع القروض الإنتاجية بدلاً من الاستهلاكية أو منح قروض قصيرة الأجل بدلاً من قروض طويلة الأجل، ومن هذه الأدوات ما يلي:

1. سياسة الائتمانات الموجهة: أي قيام المصرف المركزي بتوجيه القروض إلى قطاعات معينة يرغب بتمويلها ويعتبرها ذات عوائد مرتفعة للاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق منح قروض للقطاعات الزراعية بأسعار فائدة منخفضة.

2. اشتراط الإيداع مقدماً لقاء الاستيراد: أي قيام المصرف المركزي بإلزام المصارف بوضع احتياطي نقدي لقاء خطابات الضمان للمستوردين، وتستعمل هذه الأداة في الدول التي تتوسع في عمليات الاستيراد.²

3. تحديد آجال مختلفة لاستحقاق القروض حسب أوجه استخدامها بحيث تزداد آجال القروض المقدمة للتنمية.³

وقد يستخدم المصرف المركزي وسيلة مختلفة عن الوسائل السابقة للتحكم في منح الائتمان وهي التأثير والإقناع الأدبي، حيث تعتمد هذه الأداة على طبيعة العلاقة بين المصارف والمصرف المركزي.

¹ صادق الشمري، 2022، الصناعة المصرفية الإسلامية مداخل وتطبيقات، دار اليازوري، عمان، ص92.

² كنعان، علي، 2014، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص90.

³ قظماوي، بانا، 2016، أثر أدوات السياسة النقدية الكمية على الائتمان المصرفي دراسة تطبيقية على الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص32.

4.2.1 أهداف السياسة النقدية:

تسعى السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تسعى إليها السياسة الاقتصادية باعتبارها جزء من سياساتها التي تستخدمها لمواجهة أي ظرف في دولة ما، وللوصول إلى هذه الأهداف لابد من إدارة ومراقبة مجموعة من الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية التي يمكن التعبير عنها بما يعرف بالمتغيرات النقدية مثل معدل التضخم وسعر الفائدة وعرض النقود وسعر الصرف¹، ويمكن تلخيص الأهداف بما يلي:

1- استقرار المستوى العام للأسعار: يسعى المصرف المركزي إلى تقليل تقلبات الأسعار عن طريق استخدام أداة أو أكثر من أدوات السياسة النقدية، ويعد هذا الهدف من أهم الأهداف لأنه ذو تأثير كبير في النشاط الاقتصادي، ولتحقيق هذا الهدف يتوجب على إدارة المصرف المركزي ضبط معدلات كمية النقود بالزيادة أو النقصان حسب الحالة الاقتصادية.

2- استقرار سعر الصرف: يرتبط استقرار سعر الصرف باستقرار المستوى العام للأسعار، فعندما ينخفض المستوى العام للأسعار تزداد الصادرات بسبب انخفاض الأسعار بالنسبة للمستورد الأجنبي، فينتج عن ذلك زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى زيادة سعر صرف العملة والعكس صحيح.

3- تشجيع النمو الاقتصادي: وذلك عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية المتاحة في المجتمع، أي تحقيق العمالة الكاملة للوصول إلى معدل نمو مرتفع، وتحقيق هذه الشروط ينشط الاستثمار ويزداد الانتاج وينخفض البطالة.²

4- تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات: تسعى السياسة النقدية السليمة قدر الإمكان إلى تحقيق التوازن في علاقاتها مع الخارج، فعندما تواجه عجز تتبع سياسة انكماشية للحد من ارتفاع الأسعار، وذلك عن طريق سحب جزء من المعروض النقدي باستخدام أدواتها.³

¹ كنعان، علي، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)، مرجع سبق ذكره، ص79.

² الصباح، نواف، 2013، أثر أدوات النقد التي يستخدمها البنك المركزي الكويتي في ارساء السياسة النقدية لتشجيع البنوك على دعم الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية العلوم المالية والادارية، الكويت، ص17.

³ نبيل دنون الصائغ، 2018، الائتمان المصرفي، دار الكتب العلمية، بيروت، ص41.

5.2.1 قنوات انتقال أثر السياسة النقدية:

يتم انتقال أثر تطبيق أدوات السياسة النقدية إلى الأهداف النهائية عبر مجموعة من القنوات، وسميت بالقنوات، لأنها تنتقل الأثر عبر الأهداف الوسيطة من الجانب النقدي إلى الجانب الحقيقي، ويمكننا التمييز بين عدة قنوات لانتقال أثر السياسة النقدية وهي:

1. قناة سعر الفائدة.

2. قناة سعر الصرف.

3. قناة أسعار الأسهم.

4. قناة الائتمان.

أولاً: قناة سعر الفائدة

تعدّ قناة سعر الفائدة قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى الأهداف النهائية، حيث أنه عندما تتبع السلطة النقدية سياسة توسعية تؤدي إلى زيادة عرض النقود مما يترتب عليها حدوث انخفاض في سعر الفائدة، وينتج عن ذلك انخفاض في تكلفة رأس المال الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب والناج الكليين وهي كما يلي:

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow y \uparrow$$

حيث M أداة السياسة النقدية، و i سعر الفائدة، و I الانفاق الاستثماري، و y الناتج المحلي.

ثانياً: قناة سعر الصرف:

إن التغير في سعر الصرف يؤثر على التنافسية السعرية للبلد، والذي بدوره يؤثر في صافي الصادرات. فالسياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية مما ينعكس على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى خارج الدولة وتصبح الودائع بالعملة المحلية أقل جاذبية نسبةً للودائع بالعملات الأجنبية، مما يترتب عنه انخفاض مقدار الودائع بالعملة المحلية مقارنة بالودائع بالعملات الأجنبية، هذا

ما يتسبب في انخفاض قيمة العملة المحلية التي بدورها تؤدي إلى حدوث زيادة في أسعار السلع المستوردة المقومة بالعملة الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة صافي الصادرات وبالتالي حدوث زيادة في الناتج الكلي، ويمكن التعبير عن آلية نقل السياسة النقدية من خلال سعر الصرف من خلال المخطط الآتي:

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

حيث M أداة السياسة النقدية، I سعر الفائدة، E سعر الصرف، NX صافي الصادرات، Y الناتج الكلي.¹

ثالثاً: قناة الائتمان:

تعالج هذه القناة مشاكل المعلومات غير المتماثلة مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار السلبي في الأسواق المالية، وتؤكد قناة الائتمان بشكل رئيس على دور الائتمان المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية في الاقتصاد الحقيقي²، ولا ينظر إلى قناة الائتمان باعتبارها خروجاً عن قناة سعر الفائدة ولكنها تعززها، فتؤثر السياسة النقدية من خلال دور عدم التماثل المعلوماتي بين المقرض والمقرض³، وتنتقل آثار السياسة النقدية من خلال قناة الائتمان عبر قناتين وهما:

1. قناة الإقراض المصرفي:

ترتكز هذه القناة على أن المصارف تؤدي دوراً مهماً في النظام المالي، لأنها أداة مناسبة للتعامل مع أنواع معينة من المقرضين، وخاصة الشركات الصغيرة حيث توجد مشاكل المعلومات غير المتماثلة، ويمكن للشركات الكبيرة الوصول مباشرة إلى أسواق الائتمان من خلال أسواق الأسهم دون المرور عبر المصارف. وبالتالي فإن السياسة النقدية الانكماشية تؤدي إلى تخفيض احتياطات الودائع المصرفية مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري ومن ثم الإنفاق الكلي.

¹Mishkin Frederic S,2006.**The Economics of Money, Banking, and Financial**,7th ed,pearson Addison Wesley. USA, p 618.

²Ozgur Aslan,2007. **Monetary transmission mechanism in an open economy framework**, Istanbul university, faculty of economics,Turkey,p43.

³Chileshe M. partrick,2017. **The relative importance of the channels of monetary police transmission in a developing contry**, African journal of economic review,p15.

2. قناة ميزانيات المؤسسات:

ترتبط هذه القناة أيضاً بمشكلة عدم تكافؤ المعلومات في سوق الإقراض، إذ يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض في صافي قيمة أصول المؤسسات والضمانات التي يمكن للمقترضين تقديمها عند الاقتراض، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع سعر الفائدة وانخفاض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة، ومن ثم تزداد مخاطر إقراضها، وهو ما يؤثر على الاستثمارات.¹

رابعاً: قناة أسعار الأسهم:

تتكون قناة أسعار الأسهم من ثلاث قنوات فرعية وهي:

1. قناة توبين للاستثمار:

هي قناة تشرح كيفية انتقال آثار السياسة النقدية من خلال تأثيرها في القيمة السوقية لأسهم الشركات، حيث أنّ الفكرة الأساسية لنظرية توبين هي أنّ الاستثمار يتوقف على نسبة القيمة السوقية لأسهم الشركات إلى تكلفة إحلال رأس المال الحقيقي وقد أطلق توبين على هذه النسبة الحرف (q) ويشير ارتفاع q إلى ما يلي:

- ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات مقارنة بتكلفة إحلال رأس المال الحقيقي.
 - انخفاض أسعار السلع الرأسمالية مقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات ومن ثم فإنّ ارتفاع q يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة وشراء سلع استثمارية جديدة.
- ووفقاً لهذه النظرية فإن السياسة النقدية التوسعية تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، وهذا ما يرفع من القيمة الحالية للعوائد المتوقعة للشركات وانخفاض جاذبية السندات مقارنة بالأسهم، ولهذا فإن الطلب على أسهم الشركات سوف يرتفع، الأمر الذي يرفع من أسعارها وينتج عن هذا الارتفاع زيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركات مقارنة بتكلفة إحلال رأس المال الحقيقي، مما

¹ محمد صلاح كردي، 2023، آلية عمل النظم البنكية في ظل الصدمات النقدية، دار التعليم الجامعي، مصر، ص ص108-

يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة وزيادة الانفاق الاستثماري الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الناتج الكلي.¹

2. قناة أثر الثروة على الاستهلاك:

تركز هذه القناة على دراسة قرارات المستهلكين المختلفين وتأثيراتها، وملخص هذا الأثر أنّ نفقات الاستهلاك تتحدد بواسطة مصادر دخل المستهلكين طوال حياتهم، والتي تتكون من رأس المال المالي والمادي والثروات المادية.

فعند اتباع سياسة نقدية انكماشية يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية الذي يؤدي إلى انخفاض الثروة ومنه الحد من الاستهلاك، وفي حال اتباع سياسة نقدية توسعية يحدث عكس ما سبق.²

3. قناة أسعار الأراضي والعقارات:

تعد الأراضي والعقارات ضمن مفهوم الثروة، وبذلك يمكن إدخالها ضمن إطار قناة نظرية توبين للاستثمار وقناة أثر الثروة على الاستهلاك، أي أنه بزيادة أسعار الأراضي والعقارات تؤدي إلى زيادة قيمة الثروة ومن ثم بإحلال أسعار الأراضي والعقارات محل الأسهم، وعند اتباع سياسة نقدية توسعية تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأراضي والعقارات وهذا الارتفاع ينتج عنه زيادة في قيمة الثروة مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الاستهلاكي وبالتالي حدوث زيادة في الطلب الكلي.³

¹ ذهب، علي، 2017، آليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، العدد 24، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، ص 279-280.

² طارق، وهابي، 2020، فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي دراسة حالة الجزائر للفترة (2000-2018)، المجلد 4، العدد 1، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، الجزائر، ص 51.

³ ذهب، علي، آليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 280-281.

المبحث الثالث

متغيرات السياسة النقدية

لا تستطيع السياسة النقدية الوصول مباشرةً إلى أهدافها النهائية، ومن ثم لكي تتمكن من التأثير في السوق المالي وتحقيق أهدافها النهائية، لا بدّ من وجود وسائل تؤثر فيها للوصول للهدف المراد تحقيقه، وتسمى هذه الوسائل بالمتغيرات النقدية التي تعد أهداف وسيطة فهي مجموعة المتغيرات التي تشكل حلقة وصل بين الأهداف الأولية والأهداف النهائية، وبناءً على ذلك تم التحدث في هذا المبحث عن متغيرات السياسة النقدية ابتداءً من سعر الصرف كتعريفه وأنواعه وأنظمتها وأخيراً العوامل المؤثرة فيه، يليه معدل التضخم الذي تم التحدث فيه عن تعريفه، أسبابه، أنواعه، ووسائل علاجه، وكذلك تم التحدث عن سعر الفائدة كتعريفها، أنواعها، العوامل المؤثرة فيها.

1.3.1 سعر الصرف

1.1.3.1 مفهوم سعر الصرف:

لكل دولة عملة خاصة تستعمل في عمليات الدفع الداخلية، حيث تقوم نقود هذه الدولة بدور الوسيط في التبادل في المعاملات التجارية الداخلية بالإضافة إلى دورها في المبادلات الدولية، فكان لا بدّ من وجود أداة للتسوية ومقياساً للقيمة، فافتتاء سلعة معينة من بلد ما لا يتم دفع قيمتها بالعملة المحلية، بل يتطلب الأمر تحديد نسبة الوحدات بالعملة المحلية إلى العملة الأجنبية، ويطلق على هذه النسبة في الأدبيات الاقتصادية **سعر الصرف**، فهو يعد من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في مجال المعاملات الاقتصادية الدولية لأنه يعكس العلاقات المترابطة بين الاقتصاديات الدولية ويعبر عن المكانة الاقتصادية للدول، وهو مؤشر اقتصادي مهم لأن تقلباته تؤثر في الشركات التي تستخدم عملات أجنبية في عملياتها، حيث تتعرض استثماراتها لمخاطر العملة.

ويمكن تعريف **سعر الصرف** على أنه سعر العملة الواحدة مقابل العملات الأخرى، أو هو عدد الوحدات من العملة المحلية التي يمكن مبادلتها بوحدة واحدة من عملة أجنبية معينة.¹

فهو يمثل ثمن صرف عملة ما مقارنة بثمن صرف عملة أخرى أي ماهي عدد الليرات التي يجب التنازل عنها للحصول على دولار واحد أو ماهي عدد الدولارات التي يجب التخلي عنها مقابل الحصول على ليرة واحدة²، ومن هنا نستنتج أن تسعير العملات يخضع لطريقتين وهما:

- **الطريقة المباشرة (التسعير المباشر):** هي عدد الوحدات من العملة المحلية التي يجب دفعها من أجل الحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية.
- **الطريقة غير المباشرة (التسعير غير المباشر):** هي عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها من أجل الحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية.³

2.1.3.1 أنواع سعر الصرف:

1- **سعر الصرف الاسمي:** هو سعر عملة ما بدلالة عملة أخرى، حيث تقوم السلطات النقدية بتحديد سعر صرفها الاسمي بما يتناسب مع ظروفها وسياستها الاقتصادية، وهذا السعر لا يأخذ بعين الاعتبار القوة الشرائية للعملة من السلع والخدمات بين دولتين، وهو أيضاً غير قادر على قياس القيمة الحقيقية للعملة نتيجة للتغيرات والتغيرات في معدلات التضخم، ولذلك ظهر بما يسمى سعر الصرف الحقيقي الذي يأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم وتقلبات سعر الصرف الاسمي.⁴

2- **سعر الصرف الحقيقي:** هو سعر الصرف الاسمي معدلة بنسبة التضخم بين بلدين مختلفين و يعطينا ذلك مؤشراً حقيقياً على القوة الشرائية لأسعار صرف العملات، أي العدد الحقيقي من السلع والخدمات الأجنبية الممكن شراؤها بوحدة واحدة من النقد المحلي.

¹ نوري موسى شقيري، 2007، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، ص263.

² عبد السلام رضا، 2007، العلاقات الاقتصادية الدولية، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، ص 120.

³ اسماعيل، بوران، 2016، أثر تذبذب سعر الصرف على الأداء الاقتصادي في سورية خلال الفترة (1985-2010)، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سورية، ص21.

⁴ حبيب، رافي، 2015، دور سعر الصرف في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص4.

3- **سعر الصرف الفعلي:** هو المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية معينة، وبذلك فهو يدل على مدى تحسن وتطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو لسلة من العملات الأخرى.¹

3.1.3.1 أنظمة سعر الصرف:

1- **نظام سعر الصرف الثابت:** يسمى هذا النظام بالنظام الذهبي لأسعار الصرف، حيث اعتمدت عليه الحكومات في تحديد قيمة ثابتة للوحدات النقدية بالنسبة لوزن معين من الذهب مع إمكانية التحويل بينهما دون قيود، فضلاً عن حرية استيراد وتصدير الذهب من وإلى الدول التي اتبعت القاعدة الذهبية، وفي ظل هذا النظام يمكن أن يكون التقلب في سعر العملة مقابل الذهب دون أن يكون ملموساً.²

2- **نظام سعر الصرف المرن:** في هذا النظام يسمح المصرف المركزي أن يتغير سعر الصرف بناءً على قوى العرض والطلب بحيث يكون العرض مساوياً للطلب على العملات الأجنبية دون تدخل أسواق الصرف الأجنبي، ومن ثم السعر الذي يحدده قوى العرض والطلب هو سعر صرف كل عملة مقابل العملات الأخرى دون تدخل السلطات النقدية في ذلك، وأنَّ الطلب على النقد الأجنبي والعرض يعملان وفق القاعدة العامة، وهي أن الطلب يعمل في اتجاه عكسي مع السعر، والعرض يعمل في اتجاه مباشر مع السعر، أي أنه يتم تحديد سعر الصرف عند النقطة التي تكون فيها الكميات المطلوبة مساوية للكميات المعروضة.

3- **نظام سعر الصرف المدار:** اعتمد هذا النظام على تثبيت أسعار الصرف وقيام السلطات النقدية بالتدخل في أسواق الصرف بغرض الحفاظ على استقرار الأسعار، من خلال استخدام أرصدها النقدية الدولية لمواجهة الخلل في ميزان المدفوعات، وقد تم الاتفاق على هذا النظام بعد الحرب العالمية الثانية.³

¹ ميدو، معتز بالله، 2016، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص.10

² فاطمة الزهراء الخبازي، 2012، النظام النقدي الدولي، دار اليازوري، الأردن، ص.21.

³ Attahir, al Mahdi. 2023. **estimating the effect of exchange rate fluctuation on general index of stock prices in Khartoum stock exchange using garach model(2004-2019)**, world journal of advanced engineering technology and sciences, 10,2,142

4.1.3.1 العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

1. السياسات الضريبية: وذلك من خلال سياسة الضرائب على السلع المستوردة والقيود على كمية السلع التي يمكن استيرادها، لأن ذلك يزيد الطلب على السلعة المحلية.
2. تفضيل السلع الأجنبية على السلع المحلية: عندما يزداد الطلب على صادرات دولة ما، يؤدي إلى ارتفاع قيمة عملتها، أما زيادة الطلب على الواردات يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية.
3. الحروب والكوارث الطبيعية والأزمات الاقتصادية التي تؤثر في قوة الاقتصاد الوطني مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى، كما هو الحال في سورية بعد عام 2011م حيث أدت الظروف الاقتصادية والعقوبات التي فرضت عليها إلى انخفاض قيمة عملتها الوطنية.
4. ارتفاع معدلات التضخم الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية تجاه عملات الأخرى.
5. أسعار الفائدة فعندما تنخفض أسعار الفائدة مع توافر فرص استثمارية مناسبة، فيؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال بهدف الاستثمار، مما يؤدي إلى تحسن قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى.¹

2.3.1 معدل التضخم

1.2.3.1 مفهوم معدل التضخم:

يعد التضخم أحد أهم محاور الاقتصاد الكلي، ومن أهم القضايا التي تتم دراستها بشكل مستمر على مستوى الاقتصاد، حيث ينظر إلى استقرار الأسعار على أنه أهم هدف للسياسة النقدية، لأن ارتفاع الأسعار يخلق حالة من عدم الاستقرار في الاقتصاد الذي يؤثر في النمو الاقتصادي، فمصطلح التضخم يمكن أن يطلق على حالات متعددة منها:

- التضخم النقدي وهو يعني الزيادة الكبيرة في النقود المتداولة في الأسواق.
- تضخم الدخل وهو ارتفاع الدخل النقدية للأفراد بشكل كبير.
- تضخم التكاليف وهو ارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج.¹

¹ رمزي محمود، 2019، حرب العملات (الحرب العالمية الثالثة بين المارد الصيني والعملاق الأمريكي)، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، ص 51-52.

و يمكن تعريف التضخم بأنه الارتفاع المستمر للمستوى العام للأسعار أو هو الحالة التي تأخذ فيها قيمة النقود بالانخفاض.

كما يعرف أيضاً بأنه الارتفاع في الأسعار الذي ينتج عن وجود فجوة في حجم الدخول المتاحة للإنفاق وحجم السلع والخدمات المتاحة في الأسواق.²

2.2.3.1 أنواع التضخم:

1. **التضخم الجامح:** وسمي بالدورة الخبيثة للتضخم، فعند زيادة الأسعار تزداد معها الأجور مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج وانخفاض الأرباح، وينتج عن ذلك أيضاً زيادة في الأسعار والأجور من جديد، ويعد التضخم الجامح من أخطر أنواع التضخم وأشدّها ضرراً بالاقتصاد القومي، لأنه عندما ترتفع الأسعار يؤدي إلى انعدام في قيمة النقود، مما يضطر الأفراد إلى استخدام وسيلة المقايضة في التبادل ورفض الدفع بالنقود.³
2. **التضخم الزاحف:** ويحدث هذا النوع من التضخم عندما يرتفع المستوى العام للأسعار بمعدلات بسيطة أو معتدلة خلال فترة زمنية طويلة.⁴
3. **التضخم المستورد:** ويحدث هذا النوع من التضخم عندما يعتمد اقتصاد دولة ما على الاستيراد من الدول الأخرى، و يمكن تعريفه بأنه: الارتفاع المستمر في أسعار السلع والخدمات المستوردة من الخارج وربما يحدث هذا التضخم أيضاً نتيجة ارتفاع تكاليف عناصر الإنتاج المستوردة من الخارج.⁵
4. **التضخم المكبوت:** يحدث هذا النوع من التضخم عندما يكون الطلب أكبر والعرض أقل، وسمي بالمكبوت لأنّ الدولة تحاول كبت هذه الفجوة القائمة بين العرض والطلب، حيث يظهر عندما

¹ عامل رزق، 2010، إدارة الأزمات المالية العالمية، مجموعة النيل العربية، ط1، مصر، ص132.

² أحمد فوزي ملوخية، 2005، الاقتصاد الجزئي، مكتبة بستان المعرفة، ط1، جامعة الاسكندرية، ص 308.

³ مرجع السابق ذاته، الاقتصاد الجزئي، ص310.

⁴ محسن حسن المعموري، 2019، مبادئ علم الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ص216.

⁵ محمد أحمد الأفندي، 2012، مبادئ الاقتصاد الكلي، دار الكتاب الجامعي، ط2، صنعاء، ص 283-284.

تصدر الدولة نقوداً دون غطاء بهدف الإنفاق العام للدولة، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار نتيجة زيادة الطلب على العرض بسبب وفرة النقد.

5. **التضخم الركودي:** يحدث هذا النوع من التضخم عندما يكون هناك ركود وبطالة في نفس الفترة، نتيجة انخفاض الطلب وانخفاض مستوى تشغيل الجهاز الانتاجي فتزيد معدلات البطالة، وإذا كان هناك احتكار كامل فتعمل الشركات المحتكرة على الحفاظ على أسعارها، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار مع ارتفاع معدلات البطالة.¹

3.2.3.1 أسباب التضخم:

تنشأ ظاهرة التضخم بفعل أسباب متعددة منها:

- **تضخم ناشئ عن حصار اقتصادي** من قبل دول أخرى، حيث ينعدم الاستيراد والتصدير مما يؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم، وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع الأسعار بمعدلات مرتفعة مثلما يحدث الآن في سورية.
- **العامل النقدي:** ويعني أنه بزيادة كمية النقود وسرعة تداولها يؤدي إلى التضخم، وقد سبق أنه تم العرض في المبحث الأول الذي تحدث عن النظريات الاقتصادية، حيث أوضحت النظرية الكلاسيكية أنه من الممكن تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار عن طريق زيادة كمية النقود بنفس معدل نمو الناتج القومي، فإذا زادت كمية النقود بمعدل أسرع من معدل نمو الناتج القومي فسيرتفع مستوى العام للأسعار ويحدث التضخم.
- **تضخم ناشئ عن الطلب:** يحدث هذا التضخم عندما يزداد حجم النقود لدى الأفراد مع ثبات حجم السلع والخدمات، لأنَّ ارتفاع الطلب الكلي لا يقابله زيادة في الإنتاج مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

¹ محمد، سالي، 2016، دراسة أثر التضخم في مستوى معيشة الأسرة السورية خلال الفترة 2000-2010، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 38، العدد6، جامعة تشرين، اللاذقية، ص267-268.

- **زيادة التكاليف:** ويقصد بها التكاليف التشغيلية التي تنتج عن مساهمة إدارات الشركات في رفع الرواتب وأجور العاملين ولاسيما الذين يعملون في المواقع الإنتاجية، وذلك بسبب مطالبة العاملين برفع الأجور.¹

أما في البلدان النامية يعدّ سبب نشوء التضخم ناتج عن تضخم هيكلي أو تضخم تكاليف، ويرجع ذلك إلى الهيكل الاقتصادي للبلدان النامية والذي يتسم بالنمط الزراعي، ولذلك فإن الصدمات الاقتصادية تنشأ من داخل البلد مثل فشل المحاصيل ويمكن أن ينشأ أيضاً من العلاقات الخارجية كتدهور التجارة والديون الخارجية وأسعار الصرف التي تسبب تقلبات في السوق المحلية، واستقرار التضخم شرط أساسي لاقتصاد مستدام، حيث أن التضخم المرتفع له تأثير سلبي في الظروف الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع.²

4.2.3.1 آثار التضخم ووسائل علاجه:

يحدث التضخم آثار اقتصادية واجتماعية منها:

- يحدث التضخم تفاوت في توزيع الدخل الحقيقي، ففئة محدودي الدخل والثابتة تتأثر سلباً بالتضخم، حيث تتحمل خسائر يتمثل بانخفاض مدخولهم الحقيقي، بعكس أصحاب الدخل المرتفعة التي تتأثر ايجاباً بالتضخم، فتحقق أرباحاً وتزداد غنى.
- يؤدي التضخم إلى ارتفاع أسعار السلع المنتجة محلياً وانخفاض تنافسيتها في أسواقها الخارجية، مما يؤدي إلى تراجع حجم الصادرات وزيادة حجم الاستيراد نظراً لانخفاض أسعار السلع الخارجية نسبة إلى أسعارها محلياً، مما يؤدي إلى تراجع حجم الإنتاج المحلي وتعطل جزء كبير من الطاقة الإنتاجية وقوة العمل في البلاد وظهور البطالة.

¹ فاعور، مؤمنة، 2020، أثر التضخم في ربحية المصارف الإسلامية دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية في سورية للفترة)

(2010-2018)، مجلة جامعة حماه، المجلد الرابع، العدد الثاني، جامعة حماه، سورية، ص 6-7.

² Fahlevi, mohammad. 2019, **the influence of exchange rate, interest rate and inflation on stock price of LQ45 index in Indonesia**, advances in social science education and humanities research, 343, p159.

- الحد من النمو الاقتصادي وذلك بسبب الارتفاع المستمر في الأسعار، الذي سيقفل الحافز للادخار ويزيد من الإنفاق الاستهلاكي، ومن ثم يقلل من الحافز للاستثمار فسينخفض معدل النمو الاقتصادي والنتائج القومي.
- تدهور قيمة العملة الوطنية ومن ثم سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مما سيولد آثاراً سلبية على الاستثمارات الأجنبية في الداخل نظراً لعدم استقرار قيمة العملة المحلية وسعر صرفها.¹

أما عن وسائل علاج التضخم فيمكن تجميعها في عدة نقاط منها:

- ✓ **مكافحة زيادة العرض النقدي:** وذلك عن طريق التحكم في كمية العرض النقدي وامتصاص الفائض منها باستخدام أدوات نقدية ومالية مناسبة لهذا الغرض، لأنه كلما كان هناك زيادة في كمية النقد المعروض سيكون هناك زيادة في التضخم والعكس صحيح.
- ✓ **مكافحة الطلب الكلي:** يزداد الطلب الكلي عندما يكون هناك زيادة في العرض النقدي عند مستوى التشغيل الكامل الذي سيقابله الارتفاع في المستوى العام للأسعار، نتيجة عدم القدرة على إشباع الفجوة التضخمية فيجب امتصاص فائض النقود وتحويلها إلى قنوات استثمارية عوضاً عن الميل نحو الإنفاق الاستهلاكي.
- ✓ **تصحيح الاختلالات الهيكلية في البنية الاقتصادية في الدول النامية وتطبيق سياسة نقدية ومالية منسجمة، مما يؤدي إلى التخفيف من حدة الضغوط التضخمية.**²

¹ عباس، صباح، 2008، أثر التضخم على سعر الصرف التوازني الدينار العراقي للمدة 1990-2005، السابع عشر، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، ص62.

² مسلم، ميس، 2015، استخدام أسلوب استهداف التضخم في الدول النامية وإمكانية تطبيقه في سورية، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سورية، ص34.

3.3.1 سعر الفائدة

1.3.3.1 مفهوم سعر الفائدة

يعد سعر الفائدة واحداً من أهم المتغيرات النقدية فهو مؤشر من المؤشرات الاقتصادية التي تراقب على نطاق واسع من قبل الأفراد ورجال الأعمال، كونها تؤثر في قراراتهم المختلفة من حيث كيفية اختيار البديل الأفضل للاستثمار، ولاسيما تأثيرها في الادخار المحلي حيث بارتفاع معدل الفائدة يقبل المستثمرون على الاستثمار نتيجة لارتفاع العائد.

ويمكن تعريف **سعر الفائدة**: على أنه مبلغ من المال يدفعه مقترض رأس مال نقدي زيادة على المبلغ الأصلي الذي تم اقتراضه، وتحسب الفائدة سنوياً وتقدر بنسبة مئوية من أصل المبلغ المقترض أي هو نسبة العائد السنوي من قرض نقدي إلى قيمة هذا القرض.¹

ويمكن أن تعرف أيضاً بأنها سياسة تعكس اتجاه أو موقف السياسة النقدية تجاه الوضع الاقتصادي، أو هي السعر الذي يجب على المصرف أو العميل دفع تعويض عن المعاملات التي تتم بينهما.²

2.3.3.1 أنواع سعر الفائدة:

1- سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة الحقيقي:

سعر الفائدة الاسمي: هو السعر الذي تحدده السلطة النقدية المتمثلة بالمصرف المركزي، أما **سعر الفائدة الحقيقي** فيمكن التعبير عنه بمعادلة فيشر الشهيرة، حيث أنّ الفائدة التي تعود على المودع أو التي يحصل عليها الدائن يتم تحصيلها في المستقبل أي عند حلول الأجل، ومن هنا يظهر بما يسمى مفهوم القوة الشرائية للنقود الذي يعبر عن التغيير الذي يطرأ على القيمة الحقيقية لمبلغ ما، ويبين القدرة أو القوة الحقيقية لذلك العائد الذي سيحصل عليه في المستقبل، وهذا ما يسمى بسعر الفائدة الحقيقي الذي عرفه فيشر في معادلته الآتية:

¹ أحمد محمد عادل عبد العزيز، الفائدة والتضخم (بين النظرية والواقع)، دار التعليم الجامعي، جامعة الاسكندرية، ص15.

² Sara,oyama.2023, inflation, interest rate, exchange rate ,oil price, and composite stock price index during the covid pandemic 2019-2021, proceeding conference on economics and business innovation,3,1,p362.

$$r = i - p^e$$

حيث أن r سعر الفائدة الحقيقي، i سعر الفائدة الاسمي، p^e نسبة التضخم المتوقع.¹

2- سعر الفائدة المدين والدائن:

تعرف أسعار الفائدة الدائنة على أنها المكافآت التي يحصل عليها المودعون لقاء تخليهم عن السيولة النقدية خلال مدة زمنية معينة، أما أسعار الفائدة المدينة: هي التكلفة التي يتحملها المقترض عند اقتراضه الأموال من المصارف.²

3- سعر الفائدة البسيطة والمركبة:

سعر الفائدة البسيطة: هو المعدل المحسوب على أساس المبلغ المقترض أو المودع، سواء حصل المقرض أو المودع على فوائد بصورة دورية أو تركها ليحصل عليها في نهاية الأمر، إذ تضاف الفائدة إلى الأصل عند تسديد المبلغ، حيث يبقى المبلغ الذي تحسب على أساسه الفائدة ثابتاً طوال مدة القرض أو الإيداع.

سعر الفائدة المركبة: في هذا النوع تضاف الفائدة في آخر كل فترة من فترات القرض إلى أصل المبلغ الذي أنتجها، وتعامل معاملة المبلغ الإجمالي من حيث إنتاجها للفوائد عن الفترات اللاحقة.³

¹ حسين، نمارق، 2017، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع إشارة خاصة للعراق للمدة 1990-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص 15-16.

² آمال، موساوي، مصطفى، جاب الله، 2019، أثر سعر الفائدة على التضخم كهدف للسياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة (1980-2017)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 2، جامعة محمد بو ضياف، الجزائر، ص 123.

³ ياسمين، إصاحي، 2017، تأثير سعر الفائدة على القرارات الاستثمارية بالمؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص 41-42.

3.3.3.1 العوامل المؤثرة في سعر الفائدة:

يمكن تقسيم العوامل المؤثرة في سعر الفائدة إلى نوعين هما عوامل مباشرة وعوامل غير مباشرة

أولاً: العوامل المباشرة :

- أ- **السياسة النقدية:** تمارس السلطة النقدية دورها في تحديد حجم النقود المعروضة في اقتصاد ما، وذلك من خلال استخدام أدوات السياسة النقدية المتنوعة، فزيادة العرض النقدي سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وارتفاع معدلات التضخم والعكس صحيح.
- ب- **السياسة المالية:** عندما يزداد حجم الدين العام لبلد ما بسبب اتباع سياسة إنفاقه معينة قد تضطر إلى الاقتراض من المصارف بأساليب مختلفة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة.
- ت- **مستوى النشاط الاقتصادي:** عندما يرتفع النمو الاقتصادي في بلد ما هذا يعني زيادة الطلب على النقود مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، لاسيما عندما يترافق ذلك مع ارتفاع معدلات التضخم وتوسع عرض النقد الناتج عن اتباع سياسة نقدية توسعية والعكس صحيح.

ثانياً: العوامل غير المباشرة :

- أ- **عامل التوقعات:** تتأثر أسعار الفائدة بتوقعات المستثمرين التي تتأثر بمعدلات التضخم.¹

¹ حسين، نمارق ، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع إشارة خاصة للعراق للمدة 1990 - 2015، مرجع سبق ذكره، ص19.

خاتمة الفصل الأول

من خلال دراسة الباحثة للفصل والذي كان بعنوان السياسة النقدية فقد تناولت في المبحث الأول السياسة النقدية في النظريات الاقتصادية فابتداءً من المدرسة الكلاسيكية التي تحدثت عن النقود من خلال معادلة فيشر التي اعتبرت العلاقة بين كمية النقود والمستوى العام للأسعار علاقة طردية، وكذلك تحدثت عن النقود من خلال معادلة الأرصد النقدية لكامبريدج التي ركزت على الطلب على النقود. أما المدرسة الكينزية انتقدت أفكار المدرسة الكلاسيكية، وميزت أيضاً بين ثلاثة أنواع للطلب على النقود. وأخيراً المدرسة النقدية الذي اعتبر فيها النقود جزء من الثروة، وأن العرض النقدي هو المتغير الوحيد والفعال في تحديد مستوى الدخل والنتاج، بالإضافة إلى وجود أشكال مختلفة للثروة كالأسهم والسندات والسلع. أما المبحث الثاني فقد تناولت فيه الباحثة تعريف السياسة النقدية على أنها إحدى السياسات الاقتصادية التي تؤثر في النشاط الاقتصادي عن طريق العرض النقدي باستخدام أدوات معينة تسمى أدوات السياسة النقدية بإشراف المصرف المركزي، وقد تم التعرف على أنواع السياسة النقدية فمنها التوسعية التي تستخدم في حالات الركود، ومنها الانكماشية التي تستخدم في حالات التضخم، وبالتالي لا بد من وجود أدوات تستخدم لتحقيق الأهداف المرجوة ومن هذه الأدوات: الأدوات الكمية المباشرة وغير المباشرة والأدوات النوعية.

وكذلك تم التطرق إلى أبرز أهداف السياسة النقدية والتي هي:

استقرار المستوى العام للأسعار - استقرار سعر الصرف - تشجيع النمو الاقتصادي - تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

أما المبحث الثالث والأخير من هذا الفصل فقد كان بعنوان المتغيرات النقدية حيث تم تناول كل متغير على حده، فبالنسبة لسعر الصرف والذي يمكن تعريفه على أنه سعر العملة الواحدة مقابل العملات الأخرى، وتم التطرق أيضاً إلى أنواعه فيوجد سعر صرف اسمي وسعر صرف حقيقي وسعر صرف فعلي، وتم التعرف أيضاً على أنظمة سعر الصرف وهي: نظام سعر الصرف الثابت - نظام سعر الصرف المرن - سعر الصرف المدار، وأخيراً لا بد من وجود عوامل تؤثر في سعر الصرف نذكر منها: السياسات الضريبية - الحروب والكوارث والأزمات - معدلات التضخم - أسعار الفائدة - تفضيل السلع الأجنبية على المحلية. أما المتغير النقدي الثاني فهو معدل التضخم الذي

يَعْرِف على أنه الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، وله عدة أنواع فمنه الجامح والزاحف والمستورد والمكبوت والركودي، وينشئ التضخم لأسباب عدة فالحصار الاقتصادي والعامل النقدي وعامل الطلب وزيادة الطلب كل هذه الأسباب تؤدي إلى حدوث التضخم، ويولد التضخم آثار عدة كالتفاوت في توزيع الدخل والحد من النمو الاقتصادي وتدهور قيمة العملة المحلية، وتعد هذه الآثار مضرة بالاقتصاد، فكان لابد من وجود وسائل لمعالجة التضخم كمكافحة زيادة العرض النقدي ومكافحة الطلب الكلي وتصحيح الاختلالات الهيكلية في البنية الاقتصادية. أما المتغير النقدي الثالث فهو سعر الفائدة الذي يعد من أهم المتغيرات النقدية التي تراقب على نطاق واسع من قبل المستثمرين فمنها سعر الفائدة الاسمي والحقيقي، ومنها المدين والدائن ومنها سعر الفائدة البسيطة والمركبة، وكذلك تم التطرق للعوامل التي تؤثر في سعر الفائدة، فمن أبرزها: السياسة النقدية والمالية ومستوى النشاط الاقتصادي.

الفصل الثاني

المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي

تمهيد:

نتيجة لازدياد مستوى التطور العلمي والتقني، وما ينتج عنه من زيادة في النمو الاقتصادي وزيادة في عدد القطاعات الاقتصادية فيها واتساع حجم المشاريع الاستثمارية، برزت الحاجة لوجود مؤسسات متخصصة تسهم في عملية تحويل الأموال من الجهات التي تمتع بفائض عنها إلى الجهات التي تعاني من عجز، وهذه المؤسسات المتخصصة شكلت ما يسمى بسوق الأوراق المالية، حيث كانت الأسواق بمفهومها التقليدي مكاناً محدداً للتداول (البيع والشراء) فقط، وقد تشغل حيزاً جغرافياً معيناً أما في العصر الحديث تطور مفهومها، حيث لم تعد السوق مكاناً للتداول فقط ولم تعد محصورةً بمكان محدد، بل أصبح تطورها ونموها مؤشراً جيداً يدل على حالة الاقتصاد ككل، وتعد حركة الأسواق المالية إحدى أهم مؤشرات التقدم الذي بلغته أي دولة من الدول، ومن هنا لابد من التحدث في هذا الفصل عن نشأة ومفهوم ووظائف الأسواق المالية، ومن ثم التطرق إلى أنواع وأدوات الأسواق المالية والمشاركين فيها ودورها في النشاط الاقتصادي، وأخيراً تم التحدث عن مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم، الذي من خلاله يستطيع المستثمرون التعرف على اتجاهات أسعار الأوراق المالية لاتخاذ قرار استثماري معين، والتعرف إلى أنواعه، استخداماته، أساليب بناءه والعوامل المؤثرة فيه.

المبحث الأول

الأسواق المالية

1.1.2 نشأة الأسواق المالية:

وجدت الأسواق المالية منذ القدم، إلا أنّ الأصول التي يتم التعامل بها، وكذلك أساليب تبادل تلك الأصول ووسائلها، قد تغيرت عبر التاريخ تبعاً للظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لاحتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم¹، فمنذ بداية القرن الخامس عشر نشأت الأسواق المالية. حيث تعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص) الذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية، حيث أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام الصفقات، حيث

¹ هزاع مفلح، أسمهان خلف، 2020، الأسواق المالية، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حماه، ص55.

كانت الأسواق المالية منذ القدم تقتصر على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية كالحبوب، وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق المقايضة ، فيعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرس في بلجيكا ومن ثم في أمستردام في هولندا ثم في لندن وبعدها في باريس، حيث تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوى العرض والطلب ويتم فيها التداول على صورتين:

1. عمليات فورية: إذ يتم تصفية عملية البيع والشراء مباشرةً من قبل البائع والمشتري.
2. عمليات آجلة: يتم عقدها مباشرةً إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.¹

2.1.2 تعريف الأسواق المالية:

تستمد السوق المالية تسميتها من مفهوم السوق بشكل عام، والذي يعني التقاء قوى العرض والطلب بغض النظر عن مكان الالتقاء، أي يكفي لوجود السوق أن تتواجد وسائل اتصال تحقق التقاء الطرفين، وقد عرفت الأسواق المالية بعدة تعاريف نذكر منها ما يلي:

- ❖ هي الأسواق التي يتم فيها تحويل الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض في الأموال المتاحة، إلى الأشخاص الذين لديهم عجز من الأموال المتاحة.²
- ❖ هي مكان يتواصل فيه البائعون والمشترون لتبادل الأدوات المالية ، ويمكن أن توجد الأسواق في أشكال مختلفة، حيث يمكن أن يكون لها موقع مادي يلتقي فيه البائعون والمشترون أو موقع افتراضي يتواصل فيه البائعون والمشترون.³
- ❖ هي أماكن بيع وشراء الأدوات المالية، وقد اعتبرت الجهاز العصبي المركزي للاقتصاد.⁴

¹ حيدر حسين آل طعمة، 2014، الأسواق المالية (النشأة ، المفهوم، الأدوات)، مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء، العراق، ص6-7.

² Mishkin, Frederic, Serletis, Apostolos. (2011). **The economics of money, banking, and financial market. Fourth edition.** usa.p2-3 .

³ Chairman, ashock. (2007). **Introduction to financial market (part-1)**. India: the secretary central board of secondary.p3.

⁴ Cecchetti, Stephen, scoenholtz, Kermit. (2015). **money, banking, and financial markets.** forth edition. newyork.p54

- ❖ هي الآلية التي يتاجر بها بالموجودات المالية أو المطلوبات المالية، حيث لا ضرورة لأن يكون هناك مكاناً مادياً للسوق، بل يكفي وجود صفقات بيع أو شراء تنفذ عبر وسائل متعددة.¹
- ❖ هي المكان الذي يتم التبادل فيه بطريقة منظمة ومدروسة اعتماداً على القوانين واللوائح والتعليمات، لتحقيق عائد متوقع بما يناسب مخاطر محتملة، وبذلك يتم توجيه المدخرات توجيهاً صحيحاً ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق.²

3.1.2 وظائف الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية دوراً أساسياً في الاقتصاد، حيث تعدّ بمثابة قنوات تنقل رؤوس الأموال من القطاع العائلي وقطاع الشركات والحكومات التي ادخرت فوائضاً نقدية عن طريق عدم انفاق كامل دخلها إلى تلك التي تعاني من عجز في الموارد النقدية لتمويل استثماراتها³، ومن أهم وظائف الأسواق المالية:

1. **اكتشاف السعر:** ويعني ذلك أنّ المبادلات بين البائعين والمشتريين في الأسواق المالية هي التي تحدد سعر الأصل المتداول، أي أنّ الأسواق المالية تقوم بتحديد العائد المطلوب من قبل المستثمرين للأداة المالية، وأيضاً تحدد كيف يتم توزيع الأموال بين الأدوات المالية للاستثمار فيها.⁴
2. **تقليل تكاليف المعاملات:** وتصنف إلى نوعين وهما: التكاليف المرتبطة بالبحث والتكاليف المرتبطة بالمعلومات، فالتكاليف المرتبطة بالبحث هي تكاليف مرتبطة بالترويج لبيع أو شراء أداة مالية، وكذلك كم من الوقت التي تستغرقه عملية إيجاد طرف آخر للبيع أو الشراء، أما

¹ سرمد كوكب الجميل، 2015، المدخل إلى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، ص12.

² شريط صلاح الدين، 2018، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، جامعة بو ضياف المسيلة، الجزائر، ص28.

³F.s,Mishkin,s.g,Eakins,2012.Financial market and institutions.seventh edition,prentice hall, p16.

⁴Fabozzi, Frank.(2008). **Financial instruments and financial markets**. John willy & sons, Inc.new jersey, usa, first edition,p6.

التكاليف المرتبطة بالمعلومات هي: التكاليف التي تعطي معلومات عن أداة مالية معينة التي سيتم الاستثمار فيها.¹

3. **وظيفة التمويل:** أي جذب المدخرات بمعنى توفير التمويل اللازم لأصحاب المشروعات والاستثمارات، وذلك عن طريق قيامها بدور الوسيط بين الأشخاص الذين لديهم فائض ادخار إلى الأشخاص الذين لديهم عجز في الادخار، وقد يكون التمويل داخلي وخارجي، **فالت تمويل الداخلي** يعني أن التمويل ينتقل من الوحدات الذين لديهم فائض في الادخار في نفس البلد إلى الوحدات العجز في نفس البلد، أما التمويل الخارجي فيكون موجه من الوحدات الذين لديهم فائض في الادخار في بلد أجنبي إلى الوحدات العجز في بلد محلي.²

4. **وظيفة الاستثمار** أي تخصيص المدخرات، بمعنى توجيه مدخرات الأفراد لصالح المشاريع الانتاجية الوطنية التي تسعى للحصول على التمويل اللازم لتوسيع نشاطها من خلال الاكتتاب في أسهمها أو شراء سنداتها، وهو ما يمثل في ذاته خلق مصادر تمويل جديدة لهذه المشاريع.³

5. **إدارة المخاطر:** حيث أنه يمكن أن توفر العقود الآجلة والخيارات والمشتقات المالية الحماية ضد العديد من أنواع المخاطر، مثل احتمال أن تفقد عملة معينة قيمتها مقابل عملة أخرى قبل اتمام عملية الدفع فيما يعرف باسم عملية التحوط.⁴

6. **توفير السيولة:** بمعنى أن الأسواق المالية تمكن المستثمرين من بيع أدواتهم المالية بسعر سوقي مقبول في أي وقت، وبدون هذه السيولة سيكون المستثمر مجبراً على حمل أدواته المالية حتى يحين الوقت المناسب للبيع، أو يقوم المصدر للأداة باسترجاعها، مع العلم أن أدوات الدين يتم تسيلها عند الاستحقاق، أما أدوات الملكية يتم تسيلها عندما تقرر الشركة تسيلها⁵، ولكي تتوفر السيولة يجب أن تتصف السوق بالاعتدال، بمعنى وجود ثغرات طفيفة

¹Fabozzi, Frank. (2010). **The basics of finance**, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, Scanda, second edition, p18.

² شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 30-31.

³ طارق عفيفي صادق، 2015، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، ص 29-30.

⁴Levionson, Mars. (2005). **the economic in Association with profile book ltd.** Five edition, p3.

⁵ هزاع مفلح، أسهمان خلف، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 60.

- في الأسعار بين عملة وأخرى ولكي يتحقق ذلك لابد من توافر ثلاثة شروط وهي:
- 1- أن يكون السوق عميقاً أي أن يكون هناك تدفق مستمر لأوامر البيع والشراء بأسعار أقل من أو أكبر من السعر الحالي للسوق.
 - 2- أن يكون السوق كثيفاً أي أن يكون هناك تدفق مستمر لأوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة.
 - 3- أن يكون السوق مرناً وقادراً على الاستيعاب الفوري للتدفق المستمر لأوامر البيع والشراء.¹

4.1.2 أنواع الأسواق المالية:²

لقد تنوعت تصنيفات الأسواق المالية وفق أسس عدة يمكن إيجازها بالجدول الآتي:

الجدول رقم (1.1.2) أنواع الأسواق المالية

أساس التصنيف	أنواع الأسواق المالية
طبيعة الأوراق المتداولة فيها	أسواق أولية وأخرى ثانوية
تبعاً للحقوق والالتزامات المترتبة على هذه الأدوات	أسواق دين وأسواق ملكية
أساس أغراض التمويل	أسواق نقد وأسواق رأس مال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصدر الآتي: هزاع مفلح، أسهان خلف، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص77.

1.4.1.2 الأسواق الأولية والأسواق الثانوية:

- 1- الأسواق الأولية: هي الأسواق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية للمرة الأولى، أي أن الشركة المصدرة للأوراق تقوم ببيع الأوراق المالية للحصول على الأموال اللازمة، وتسمى عملية بيع أو إصدار

¹ عبد اللطيف مصطفى، محمد بن بو زيان، 2015، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، ص24.

الأوراق المالية للمرة الأولى بعملية الاكتتاب العام أو الطرح العام الأولي، وتهدف الأسواق الأولية إلى الترويج لشركة جديدة أو لتوسيع شركة قائمة أو لتنويع الانتاج أو لزيادة رأسمالها بعد التأسيس.

2- الأسواق الثانوية: هي الأسواق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية أي تداولها من مستثمر إلى مستثمر آخر، أي عندما يتم تأسيس شركة مساهمة تصدر أسهماً سيتم طرحها في السوق الأولية ثم يتم تداول أسهمها في السوق الثانوية، حيث أن الهدف الرئيس لهذه الأسواق هو توفر عنصر السيولة للإصدارات في الأسواق الأولية.¹

ومن أهم خصائص السوق الثانوية:

1. تتنوع فيها الأوراق المالية وتخلق سيولة كبيرة.
2. عدد المتعاملين فيها كبيراً.
3. عدد الشركات العارضة للأسهم كبيراً.
4. تسمح هذه السوق بحرية الدخول للجميع بمختلف وسائل الاتصال الحديثة.
5. تتسم بالشفافية والوضوح في نشر المعلومات.²

ويمكن تقسيم الأسواق الثانوية إلى نوعين هما:

أ- **الأسواق المنظمة:** هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث تجري عمليات التداول من قبل وسطاء مسجلين في السوق للشركات التي تطرح أوراقها المالية للتداول.

ب- **الأسواق غير المنظمة (الموازية):** هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية للشركات التي لم تستكمل شروط إدراجها في سوق الأوراق المالية، وتتميز هذه الأسواق بمرونتها الزائدة حيث أن معظم

¹Dubll,Robert.(2004). **An arbitrage guide to finanacial markets.** John wiley & sons,ltd,Usa,p19-20.

² الفريخ، أحمد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، المجلد22، العدد 2، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، جامعة زيان عاشور، الجزائر، ص185.

الصفقات التي تجري في هذه السوق تتم بشكل سريع دون الحاجة إلى لقاء مباشر بين البائع والمشتري ودون الحاجة أيضاً لوسطاء ماليين.¹

وتتضمن الأسواق غير المنظمة سوقين آخرين هما:

- a. السوق الثالثة هي أسواق غير منظمة يتم فيها التداول للأسهم المدرجة في الأسواق المنظمة مهما كان حجم الصفقة، حيث أن المستثمرون أو المشاركون في هذه السوق هم مؤسسات مالية كبيرة (الصناديق المشتركة وشركات التأمين وصناديق التقاعد) التي تحتاج غالباً إلى تداول مجموعة كبيرة من الأسهم وذلك عن طريق مجموعة من السماسرة غير الأعضاء في السوق.
- b. السوق الرابعة هي أسواق غير منظمة أيضاً يتم فيها تداول الأوراق المالية من قبل مؤسسات استثمارية كبيرة من دون وجود وسيط، وتتمتع هذه السوق بالسرعة في اتمام صفقات البيع والشراء وهي أقل تكلفة لعدم وجود وسيط.²

2.4.1.2 أسواق الدين وأسواق الملكية

1. أسواق الدين: هي الأسواق التي يتم فيها تداول سندات الدين الصادرة عن الشركات أو الحكومات، حيث يتمتع حامل هذه السندات بدخل ثابت مع أدنى حد من المخاطرة.³
2. أسواق الملكية: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأسهم بأنواعها، حيث تصدر بغير ضمان وتعد أكثر خطورةً من أسواق الدين، وقد اعتبرها المحللين الماليين مؤشراً مناسباً لتقييم نشاط الأسواق المالية، وذلك لأن هذه الأسواق تشهد الإصدارات الجديدة للشركات، والتي تتخذ غالبيتها شكل الأسهم.⁴

¹ عبد الله بن سليمان الجريش، 2018، تداول الأسهم في السوق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، ص71.

²Melicher,Ronaldw,Norton,Edgara.(2017). **Introduction to finance(market,investment,and financial management)**,sixteenth edition, p321.

³Jhabak,pawan,lalchandani,suil.(2016).**equity and debt market**. First edition, Himalaya publishing house,mumbi,p3.

⁴ هزاع مفلح، أسمهان خلف ، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص89.

3.4.1.2 أسواق النقد وأسواق رأس المال

1. **أسواق النقد:** هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل أي لا يزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة،¹ ويمتاز سوق النقد بمرونته العالية نتيجة انخفاض درجة المخاطرة فيه، وتؤدي هذه الأسواق دوراً أساسياً في تخطيط السياسة النقدية على مستوى الاقتصاد الوطني، لأنه يمكن المصرف المركزي من ممارسة سياسته النقدية في التحكم بأسعار الفائدة قصيرة الأجل مما ينعكس بدوره على الاقتصاد الوطني.²
2. **أسواق رأس المال:** هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل أي أن فترة استحقاقها تزيد عن سنة واحدة،³ ويقسم حسب الإصدارات: إلى سوق أولية وسوق ثانوية، حيث أن السوق الأولية يكون فيها الإصدار لأول مرة، أما السوق الثانوية تتولى مرونة تسهيل تلك الإصدارات، كما تنقسم السوق الثانوية: إلى سوق منظمة وأخرى غير منظمة (موازية) وسوق ثالثة ورابعة، أما بالنسبة للأوراق المتداولة في هذا السوق هي الأسهم والسندات.⁴

¹Gordan.e,Natarajan.k(2016). **Finanacial markets and services**,Himalaya publishing house, mumbia,tenth edition,p10-15

² شراب، صباح، 2006، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، غزة، ص28.

³Gordan.e,Natarajan.k(2016). **Finanacial markets and services**,Himalaya publishing house, mumbia,tenth edition,p10-15.

⁴مرجع سبق ذكره، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ص28.

ويمكننا التمييز بين أسواق رأس المال وأسواق النقد من حيث الآجال والأدوات والمشاركون والمخاطرة وذلك وفقا للجدول الآتي:

الجدول رقم(2.1.2) الفرق بين أسواق رأس المال وأسواق النقد

من حيث	سوق النقد	سوق رأس المال
الآجال	أدواتها قصيرة الأجل لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة	أدواتها طويلة الأجل تزيد فترة استحقاقها عن سنة
المشاركون	المصارف والشركات المالية	المستثمرون
الأدوات	سندات وأذونات خزانة وشهادات ايداع	أسهم وسندات
المخاطرة	أدواتها متدنية المخاطرة	أدواتها أكثر مخاطرة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصدر الآتي:

Saunders,Anthony,corneet,Marcia.(2012).**financial markets and insitutions**,mcgraw-hill/trwin,fifth edition,usa,p6.

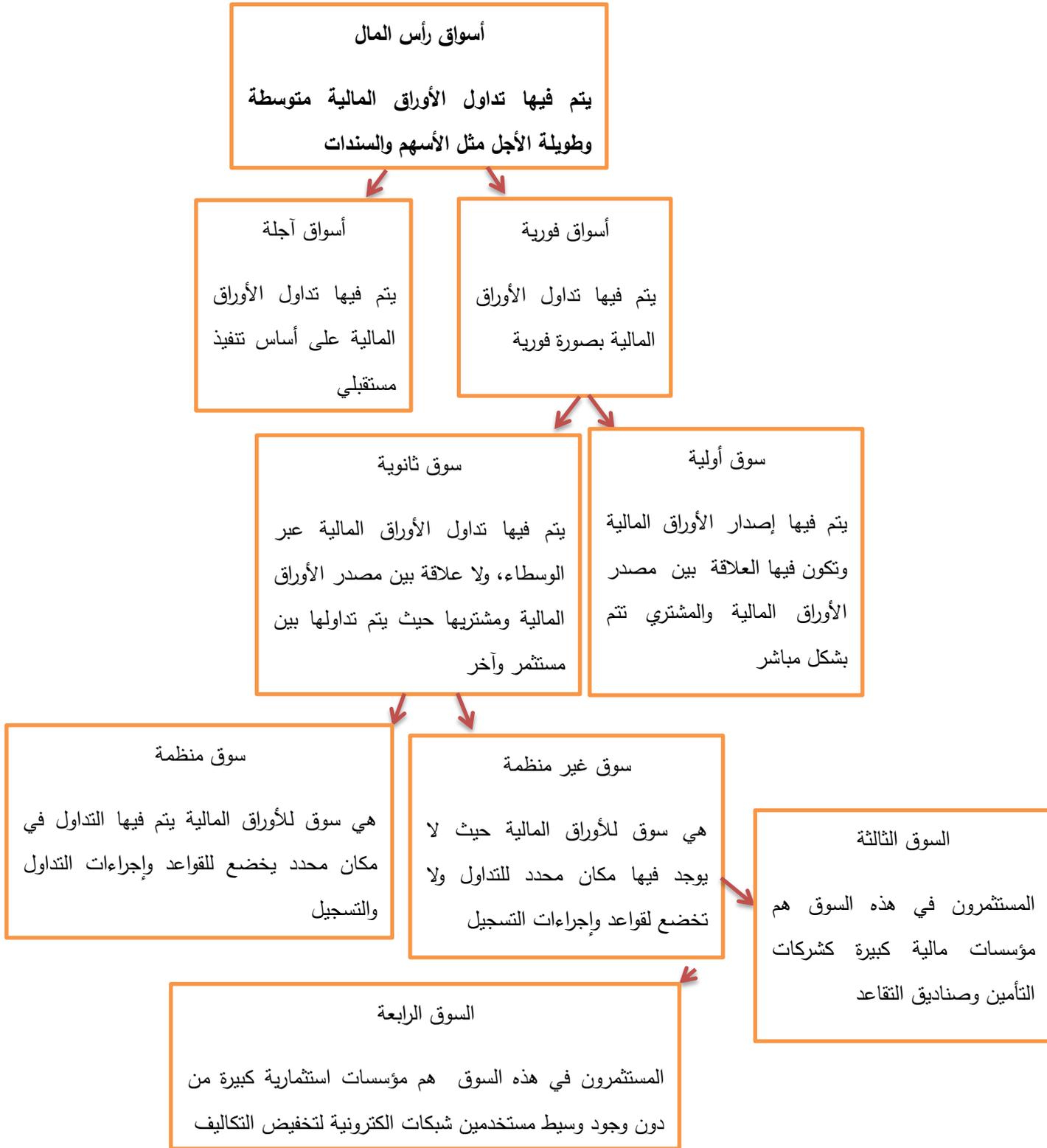
وتنقسم أسواق رأس المال إلى :

أ- أسواق فورية(حاضرة): هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل وتسليمها بشكل فوري أي بعد اتمام الصفقة.

ب- أسواق آجلة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل ويتم تسليمها في المستقبل، ويمكننا التمييز بين نوعين من الأسواق الآجلة وهما العقود الآجلة وعقود الخيارات حيث أن كلاهما يتم فيه تداول الأوراق المالية وتسليمها في المستقبل، إلا أن العقود الآجلة ملزمة التنفيذ بشراء أو بيع الورقة المالية المنفق عليها عند حلول وقت التنفيذ، أمّا عقد الخيار يعطي لحامله حق البيع أو الشراء للورقة المالية وليس الإلزام.¹

¹Chairman,ashock.(2007). **Introduction to financial market(part-1)**. India, the secretary central board of secondary education,p3.

ويوضح الشكل الآتي تصنيف أسواق رأس المال:



الشكل رقم (1.1.2) تصنيف أسواق رأس المال

من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصدر الآتي: محمود محمد داغر، 2005، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، عمان، الطبعة الأولى، ص45.

5.1.2 المشاركون في الأسواق المالية.

يؤدي المشاركون في الأسواق المالية وظائف السوق إما بشكل مباشر أو غير مباشر أي عن طريق الوسطاء، فلكل مشارك وجهة نظر مختلفة حسب وقته وحجم البيع والشراء والمنفعة الخاصة به، ويمكن تصنيف المشاركين في السوق المالي إلى نوعين هما:

1.5.1.2 انواع المشاركين في السوق المالي تبعاً للدافع وراء التداول أو الحافز للمتاجرة:

- المقرضون أو المستثمرون.
- المصدرون او المقترضون.
- الوسطاء.

الفئة الأولى: فئة المقرضين أو المستثمرين: هي الفئة التي تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية، حيث يقصد بالمؤسسات المالية المصارف وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض الاموال في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع أي عوائد عالية ومخاطر ضئيلة، وتستطيع هذه المؤسسات أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي بهدف الحصول على عوائد مقبولة، إضافة إلى توفر عامل الأمان وعامل السيولة.

الفئة الثانية: فئة المقترضين أو المصدرين: وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات الذين يكونون بحاجة إلى الأموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بإصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، في حال أن المؤسسات تستطيع إصدارها في السوق، أمّا بالنسبة للأفراد فيمكنهم الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة قرض مباشر.

الفئة الثالثة: وهي فئة الوسطاء الذين يعتبرون حلقة وصل بين المستثمرين في الأوراق المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية، فهم على استعداد دائم للبيع أو الشراء محققين أرباح من خلال الفرق بين أسعار البيع والشراء التي يعرضونها.¹

¹ حسني علي خريوش، 2012، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، الأردن، ص25.

2.5.1.2 تبعاً لعلاقتهم بالمخاطرة وأسلوب المتاجرة:

الفئة الأولى: المتحفظون: وهم المتعاملون الذين يهتمون بتخفيض المخاطر التي يتعرضون لها، إذ ما يهتمهم هو التغطية من مخاطر تقلب الأسعار والمشتقات المالية إذ تسمح لهم بتحسين درجة عدم التأكد ولكنها لا تضمن لهم تحسين النتائج.

الفئة الثانية: المضاريون: وهم المتعاملون الذين يراهنون على تحركات وتقلبات الأسعار المستقبلية، ويستخدمون المشتقات من أجل تحسين معدلات الأرباح وتحقيق مكاسب عالية.

الفئة الثالثة: المراجيحون: وهم المتعاملون الذين يحاولون الاستفادة من تغيرات الأسعار في مختلف أسواق المشتقات المالية، حيث يدخلون عندما يكون هناك فرق في سعر أصل معين بين سوقين أو أكثر، فيقومون بالشراء من السوق منخفض السعر ويقومون بالبيع في السوق مرتفع السعر ومن ثم يحققون ربح قليل المخاطر.¹

6.1.2 الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية:

عادةً ما يكون التعبير عن السوق المالي للإشارة إلى السوق الذي يوجد فيه أدوات مالية مختلفة، ويمكن أن تكون هذه الأداة هي أصل أو التزام، حيث يوجد تنوع كبير في الأدوات المالية الموجودة في السوق المالي، وذلك لتلبي احتياجات أنواع مختلفة من المقرضين والمقترضين، فما الذي يمكن تداوله في الأسواق المالية؟²

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص311.

²Bain,keith,howells,peter.(2007). **Financial markets and insitutions, pearson education limited**,fifth edition,England,p17.

حيث تم تصنيف أدوات الأسواق المالية وفقاً للتصنيف الأكثر شيوعاً أي وفقاً لغرض التمويل، إلى أدوات سوق النقد وأدوات سوق رأس المال، من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم(3.1.2) تصنيف أدوات الأسواق المالية

الأدوات المتداولة في سوق رأس المال	الأدوات المتداولة في سوق النقد
الأسهم بأنواعها	أذونات الخزنة
	شهادات الايداع
	الأوراق التجارية
السندات بأنواعها	القبولات المصرفية
	اتفاقيات إعادة الشراء

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصدر الآتي: هزاع مفلح، أسهمان خلف، 2020، الأسواق المالية، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حماه، ص90.

1.6.1.2 الأدوات المتداولة في السوق النقدي:

تتميز هذه الأدوات بأنها عالية السيولة، لأنها أدوات قصيرة الأجل أي درجة استحقاقها لا تزيد عن سنة، وتعد هذه الأدوات أكثر أماناً من الأدوات الأخرى ونذكر منها ما يلي:

1. **أذونات الخزنة:** هي أداة صادرة عن سلطة نقدية وتتمتع بسيولة عالية تتميز بها عن باقي الأدوات المالية، وتصدر بصيغة لحاملها أي يمكن لحاملها استردادها أو نقل ملكيتها من شخص لآخر لمدة لا تتجاوز السنة، ويتم اصدار هذه الأذونات بسعر أقل من قيمتها الاسمية، حيث أنّ الفرق بين سعر الاصدار وقيمتها الاسمية تمثل الفائدة على الاستثمار، وتعد أذونات الخزنة من الأدوات المضمونة أي قليلة المخاطر، حيث تؤدي الحكومات الدور الرئيس في اصدار هذه الأذونات.¹

2. **الأوراق التجارية:** هي عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة، تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة وذات الملاءة المالية العالية، حيث تباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون المصارف التجارية، شركات التأمين وشركات

¹Singh,gaurav,(2015). Financial markets.knowledge management and research organization,usa,p25–26.

أخرى الذين لديهم فائض سيولة، تصدر بقيم اسمية ولها معدل فائدة وتاريخ استحقاق محدد لا يتجاوز السنة.¹

3. **القبولات المصرفية:** عبارة عن أداة دين صادرة عن المصارف، تتضمن تعهد المصارف بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حال عدم تسديدها، حيث يستخدم القبول المصرفي في مجال التجارة الخارجية مقابل عمولة لتشجيع التجارة ولتغطية عمليات الاستيراد والتصدير.²
4. **شهادات الايداع:** هي أدوات قصيرة الأجل تصدرها المصارف التجارية، والتي يمكن تحويلها من طرف إلى آخر حيث لا تتجاوز فترة استحقاقها السنة الواحدة، و تنص على أنه تم ايداع في أحد المصارف وديعة معينة لفترة زمنية محددة، ويترتب بذمة المصرف المصدر لهذه الشهادة دفع فوائد لحاملها عند الاستحقاق، وميزة هذه الشهادات أنها قابلة للتداول من شخص لآخر، أي يمكن لأي شخص أن يملكها غير المودع أن يحصل على قيمتها والفائدة عند الاستحقاق.³
5. **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي اتفاقية لشراء أوراق مالية من البائع، على أنه سيتم إعادة شراؤها بسعر ووقت محددين في المستقبل، وهو شكل من أشكال التمويل قصير الأجل، حيث يكون البائع هو المقترض والمشتري هو المقرض، وسعر إعادة الشراء أعلى من سعر البيع الأولي، والفرق في السعر يشكل العائد للمقرض.⁴

2.6.1.2 الأدوات المتداولة في سوق رأس المال:

تتميز هذه الأدوات بأنها طويلة الأجل، والهدف من الاستثمار فيها هو زيادة الدخل، أي أن هذه الأدوات توفر عائد مرتفع ومخاطرة عالية للمستثمرين فيها ونذكر منها ما يلي:

1. **الأسهم:** هناك أنواع مختلفة من الأسهم في الأسواق المالية، حيث لكل نوع مزاياه وعيوبه، ويتم التفضيل فيما بينهم بناءً على موقف المستثمرين تجاه المخاطرة والعائد المتوقع، حيث يمكن

¹ محمد أيمن عزت الميداني، 2015، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة السابعة، الرياض، ص491.

² ميدو، معتز بالله، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)، مرجع سبق ذكره، ص75.

³Singh,gaurav,(2015). **Financial markets.knowledge management and research organization,usa,p27.**

⁴Bain,keith,howells,peter.(2007). **Financial markets and insitutions, pearson education limited,fifth edition,England,p133.**

تعريف السهم بأنه عبارة عن مستند يمثل حصصاً في ملكية رأس مال الشركة عيناً أو نقداً مملوكة لأشخاص متعددين، وهو قابل للتداول حيث يعطي لحامله حقوقاً خاصة ويرتب عليه مسؤوليات محددة. ويوجد نوعين من الأسهم هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.¹

❖ **الأسهم العادية:** هي النوع الأكثر تداولاً في الأسواق المالية، حيث يتم إصدارها لتلبية احتياجات الشركة التمويلية وتعطي حق التصويت لحاملها، و يعدّ حق التصويت مهماً في حال كان يملك صاحب السهم حصّةً كبيرةً في الشركة، كما يحق لحامل السهم الحصول على نسبة من الأرباح عند التصفية، وتملكه حصّة في الشركة والاطلاع على دفاتها والترشح لمنصب اداري، ويحصل حاملها أيضاً على نسبة مئوية من الأرباح إمّا نقداً أو على شكل أسهم ، وهي من الأدوات الملكية.²

❖ **الأسهم الممتازة:** هي أوراق مالية هجينة ذات قيمة اسمية محددة ولها نسبة ربح ثابتة، سميت بالهجينة كونها تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات، فمن صفات الأسهم العادية أنّها من الأدوات الملكية كما هو الحال في الأسهم الممتازة وأن أرباح حاملي السهم الممتاز ثابت كما هو الحال في السندات، ومن أهم مزاياها:

1- لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة ثابتة، سواء الموزعة سنوياً أو عند الافلاس والتصفية.

2- أقل خطورة من الأسهم العادية.

3- لا يتمتع حاملها بحقوق حملة الأسهم العادية في التصويت والمشاركة في الإدارة.³

وبناءً على هذه المزايا المختلفة تم تقسيمها إلى عدة أنواع وهي:

أ- **الأسهم الممتازة المجمعّة للأرباح:** هي الأسهم التي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة، والتي لم يعلن عن توزيعها قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

ب- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** هي الأسهم التي توفر لحاملها ميزة إضافية ألا وهي حق الأولوية في الحصول على نسبة ثابتة من أرباح المساهمين العاديين.

¹ خالد عبد العزيز بغدادي، 2012، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، ص31.

² Saylir,ozlem.(2020). **Financial markets& institutions**. Anadol university, turkey, p62.

³ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص183.

ت- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل**: هي الأسهم التي تعطي لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

ث- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء**: هي الأسهم التي تعطي لمصدرها الحق في استدعائها من حاملها، أي امكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع قيمتها السوقية.¹

2. **السندات**: هي قروض منظمة تقوم بتدبيرها المؤسسات والهيئات والشركات الكبيرة، الحكومية أو الخاصة وذلك لتمويل عملياتها، حيث يختلف السند عن القرض في كون السند قابل للتداول في السوق الثانوية، أي يمكن للمستثمرين الحصول على أموالهم قبل مواعيد استحقاق السند، ولكل سند كوبون أي فوائد تدفع للمصارف الذين يُعتبرون وكلاء للشركة المقترضة، وأهم ما يميز السند أنه ذو معدل فائدة ثابت.²

أنواع السندات:

للسندات أنواع مختلفة نذكر منها ما يلي:

- ❖ **السندات الحكومية**: هي سندات تصدرها الحكومة لمواجهة العجز في الموازنة.
- ❖ **السندات الاسمية**: هي السندات التي تحمل اسم صاحبها أي يستحق وحده الفوائد المستحقة لها، ويمكن أن تتداول في السوق المالي ويتم اثبات اسم المتنازل إليه على السند بمعرفة الجهة المصدرة لتلك السندات.
- ❖ **سندات بعلاوة اصدار**: هي السندات التي يتم اصدارها بأقل من قيمتها الاسمية، إلا أن الشركة المصدرة لهذه السندات تلتزم بدفع قيمتها الاسمية كاملة عند حلول تاريخ الاستحقاق.

¹ سوار، غالية، 2014، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية، ص53.

² قيصر عبد الكريم الهيتي، 2006، أساليب الاستثمار الاسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، مؤسسة رسلان علاء الدين، سوريا، ص 222.

❖ **السندات المضمونة:** هي السندات التي تكون مضمونة بضمانات شخصية أو عينية، فالضمانات الشخصية كتلك التي تكون صادرة من المصارف أو الحكومة، أما الضمانات العينية كالسندات المضمونة برهن عقاري أو موجودات الشركة.

❖ **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تكون غير مضمونة بأصل ثابت معين، وفي حال عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها، فسيتم المطالبة بإفلاس الشركة لضمان حقوقهم.

❖ **السندات القابلة للاستدعاء:** هي السندات التي تعطي الجهة المصدرة لها الحق في استدعاءها لسدادها قبل تاريخ استحقاقها وذلك عندما ينخفض سعر الفائدة السائد في السوق عن معدل الكوبون التي تدفعه لحامل السند، حيث أن معدل الكوبون الذي يدفع لحامل سند الاستدعاء أعلى من معدل الكوبون الذي يدفع للسند غير القابل للاستدعاء، وهذا يعدُّ بمثابة تعويض وتشجيع للمستثمر.

❖ **السندات القابلة للتحويل:** هي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم أو سندات بنوع مختلف.

❖ **السندات الصفيرية:** وتسمى أيضاً بالسندات ذات الكوبون الصفيري، وهي السندات التي تباع بخصم على قيمتها الاسمية، على أن يسترد حاملها قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها، ويمكن أن تباع قبل تاريخ الاستحقاق بالسعر السائد، حيث يمثل الفرق بين سعر الشراء والبيع الفائدة التي يحققها حامل السند.¹

❖ **السندات لحامله:** هي السندات التي لا تحتوي على اسم المستثمر، كما لا يوجد سجل للملكية لدى الجهة المصدرة للسند، حيث تنتقل ملكية السند بطريق الاستلام ويحق لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها، أي عند حلول موعد الاستحقاق يحق لحامله استلام قيمته مع الفائدة من الجهة المصدرة للسند.²

¹ عبد الكريم قندوز، 2017، الخيارات المستقبلية والمشتقات المالية الأخرى، الطبعة الأولى، شركة بريطانية مسجلة في إنجلترا، لندن، ص 42-43-44.

² شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 85-86.

7.1.2 دور وأهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:¹

تزداد أهمية الأسواق المالية وتنبور ضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من خلال ما يأتي:

1. تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأصول المالية، ومن ثم توجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة، أي الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة.
2. جذب الاستثمارات الأجنبية لتساهم في دعم وتسريع عملية التنمية الاقتصادية وتقليص الاعتماد على الإقراض الخارجي.
3. تعدد الأسواق المالية أداة للحد من معدلات التضخم، وذلك عن طريق جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات، ومن ثم امتصاص فائض السيولة النقدية وتوجيهها نحو الاستثمار بدل الاستهلاك.
4. المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات والاقتصاد الكلي على حد سواء.
5. لها دور هام في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية مما ينعكس على تنمية ثروتهم.
6. تدفع للنهوض بالقطاعات الاقتصادية عبر توفير التمويل اللازم لها.
7. يعد سوق الأوراق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية، حيث يساعد على الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.

¹ العداي، راما، 2020، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة ميدانية على هيئة الأسواق والأوراق المالية)، رسالة ماجستير، جامعة الشام الخاصة، كلية العلوم الإدارية، سورية، ص20.

المبحث الثاني

المؤشر العام لأسعار الأسهم في الأسواق المالية

إن للأسواق المالية مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنها وتعكس مستويات أداءها في الوقت نفسه، وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المالية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تستخدم على نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، فضلاً عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق هذه الأسواق لأهدافها، وغالباً ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يومياً قائمةً بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورةً واضحةً للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، ومن ثم زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءةً واستقراراً.

وبناءً على ما سبق تم التناول في هذا المبحث تعريف المؤشر العام، أنواعه، أهميته، استخداماته وعلاقته بالحالة الاقتصادية، وأخيراً أساليب بنائه والعوامل المؤثرة فيه.

1.2.2 تعريف المؤشر العام لأسعار الأسهم:

يعد مؤشر السوق قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض،¹ ومن هذه المؤشرات التي تقيس أداء السوق المؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث يستخدم هذا المؤشر للتعرف على حركة الأسعار ككل بحيث يتم قياسه وفق مجموعة من الأوراق المالية التي تمثل كافة قطاعات السوق، ومن ثم فإن ارتفاعه أو انخفاضه يعني ارتفاع أو انخفاض السوق ككل.²

و يمكن تعريف المؤشر العام لأسعار الأسهم على أنه: مؤشر احصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم التي تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق، حيث أن لكل

¹ حيدر يونس الموسوي، نزار كاظم الخيكاني، 2020، السياسات الاقتصادية (الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي)، دار اليازوري العلمي، عمان، ص133.

² أزهرى الطيب الفلكي، 2017، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، ص148.

سوق مالي مؤشر خاص به، وهو يمثل متوسط أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق، ويتم الاستناد إليه في عمليات التداول اليومية.¹

2.2.2 أنواع المؤشرات العامة لأسعار الأسهم:²

يوجد عدة معايير لتصنيف المؤشرات وهي كالآتي:

1.2.2.2 أنواع المؤشرات استناداً إلى عملية توزيع الأسهم المكونة للمؤشر:

أ- المؤشرات ذات الأوزان المتساوية: وهي المؤشرات التي تكون مكوناتها ذات أوزان متساوية، وبالتالي فهي مبنية على فكرة قيام المستثمر باستثمار مبلغ معين أو نسبة معينة في كل سهم بغض النظر عن قيمته السوقية.

ب- المؤشرات الموزونة بأسعار الأسهم المكونة لها: وهي المؤشرات التي تعطي للشركات التي يتم احتساب الرقم القياسي على أساسها (العينة) وزناً بناءً على سعر سهمها، ويكون انحيازه للشركات ذات الأسعار العالية، فكلما زاد سعر الشركة زاد تأثيرها في تحركات الرقم القياسي، ويتم احتساب هذه المؤشرات عن طريق استخدام الوسط الحسابي لأسعار الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي.

ت- المؤشرات الموزونة بالقيمة السوقية للأسهم المكونة لها: وهي المؤشرات التي تقوم على فكرة استثمار مبلغ في كل سهم يعتمد على القيمة السوقية له، والتي تعرف بعدد الأسهم المدرجة مضروباً بالسعر السوقي للسهم.

2.2.2.2 أنواع المؤشرات من حيث الوظيفة تقسم إلى:

أ- مؤشرات عامة: هي مؤشرات تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصةً إذا كانت العينة

¹ حيدر يونس الموسوي، 2018، المصارف الإسلامية (أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية)، دار البازوري للنشر والطباعة، عمان، ص102.

² الزبيدي، سليم، 2014، اثر سعر الصرف في المؤشرات العامة لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011)، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، ص57.

المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وفي هذه الحالة يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

ب- مؤشرات قطاعية: هي المؤشرات التي تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات، ومثال على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندرد أند بور للخدمات العامة.

3.2.2 أهمية مؤشرات الأسواق المالية:¹

تبرز أهمية مؤشرات الأسواق المالية من خلال ما يلي:

1- يعد المؤشر أداة للمقارنة المرجعية: أي أنّ المؤشر يعد كميّار يرجع له للمقارنة وتقييم أداء السوق والأسهم المتداولة فيه، ومن ثم تحديد مواطن الخلل ومعالجتها.

2- تحديد الاتجاه العام للسوق المالي: وذلك حسب عدد الأسهم الموجودة فيه، أي إذا كان عدد الأسهم كبير دل ذلك على أن المؤشر يمثل السوق واتجاهاته الصاعدة والنازلة.

3- يعد المؤشر أداة للتنوع الجيد: يعكس المؤشر مستوى المخاطرة، وكلما كان المؤشر ذو تنوع جيد يعني مخاطرة أقل من قبل المستثمر وهو المطلوب.

4- يعمل المؤشر على استقرار ثنائية العائد والمخاطرة: وذلك عن طريق فصل سعر السهم عن القرارات التي تتخذها الشركة داخلياً، أي أن التغيرات في سعر السهم ينبغي ألا تؤثر في قيمته مثل انشطار الأسهم التي تمارسها بعض الشركات من عمليات الرسملة.

¹ سرمد كوكب الجميل، 2017، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، ص91.

4.2.2 استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية:

1.4.2.2 استخدامات المؤشرات:

تتعدد استخدامات مؤشرات الأسواق المالية التي تهتم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، ومن أهم تلك الاستخدامات ما يلي:

1. **الحكم على أداء المدراء المحترفين:** يعدّ المدير محترفاً عندما يستخدم أساليب متقدمة في التنويع، ويتوقع منه من خلال استخدامه هذا الأسلوب أن يحقق عائداً أعلى من عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق)، ومن خلال هذا التنوع يمكن المستثمر أن يمتلك محفظة متنوعة يمكن أن يحقق من خلالها عائداً يعادل تقريباً عائد السوق الذي يعكسه المؤشر.
2. **التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:** وذلك من خلال ما يعرف بالتحليل الأساسي والفني، فمن خلال التحليل الأساسي يمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والمتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، ومن خلال التحليل الفني يستطيع المحلل تتبع حركة الأسعار في الماضي بهدف اكتشاف نمط لتلك الحركة، التي يمكن من خلالها تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ قرار استثماري سليم في المستقبل.
3. **معرفة علاقة المتغيرات الاقتصادية بالمؤشر السوقي:** أي من خلال المؤشر السوقي يمكن التعرف على العوامل التي قد تؤثر في أسعار الأسهم في السوق، مثل العرض النقدي ومعدل التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.
4. **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن من خلال استخدام المؤشر قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خترة، فالخطر الذي يحيط بمحفظة الأوراق المالية المنوعة جيداً إنما يرجع فقط إلى الخطر المنتظم على الأصول الموجودة في المحفظة.¹

¹ البطرني، رنا، 2021، أثر المتغيرات الاقتصادية في مؤشر سوق الأوراق المالية، المجلد 29، العدد 2، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، مصر، ص 50-51.

2.4.2.2 حركة المؤشر والحالة الاقتصادية:

بما أن المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي، فلا بد أن يعكس المؤشر الحالة الاقتصادية لدولة ما، كما يمكنه التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير في الفترة الزمنية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي، وذلك عندما يكون معدل العائد الذي يحققه وفقاً للمؤشر أعلى من معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وهذا يدل على أن الحالة الاقتصادية للبلد جيدة والنمو المالي مستقر، أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه يطلق على السوق المالي السوق النزولي، حيث يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وهذا يدل على أن الحالة الاقتصادية للبلد سيئة والنمو متباطئ أو في حالة ركود اقتصادي.¹

5.2.2 أساليب بناء المؤشرات:

على الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث كيفية بنائها، فإنها تقوم عادة على عينة ملائمة، وتعرف العينة بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من جوانب عدة هي: الحجم، الاتساع، المصدر، التحديد الواضح للأوزان لكل مفردة في داخل العينة.

1. **الحجم:** تشير القاعدة العامة على أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.
2. **الاتساع:** ويعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق دون التحيز لنوع معين من القطاعات، أي إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي، فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة المختارة.
3. **المصدر:** والمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.²

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، مرجع سبق ذكره، ص 126-127.

² محمد شاهين، 2017، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر، القاهرة، ص 278.

4. الأوزان النسبية لمفردات العينة: ويقصد بالأوزان النسبية: القيمة النسبية للسهم الواحد داخل

العينة، ويوجد طرائق عدة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل العينة وهي:

أ- الوزن على أساس السعر:

أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

ب- الوزن حسب القيمة السوقية:

تنص هذه الطريقة على إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر.

وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

ت- الوزن على أساس المساواة:

تنص هذه الطريقة على إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.¹

6.2.2 العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم:

تشهد أسعار الأسهم حركةً دائمة وحالةً مستمرة من التذبذب تصل أحياناً إلى التقلبات الحادة سواء ارتفاعاً أو انخفاضاً، ينتج عن تلك الحركة ما يسمى فروق السعر الذي يترجم في النهاية إلى الأرباح التي يجنيها المتداول، إلا أنها في ذات الوقت قد تكون السبب الرئيس والمباشر في تكبد الخسائر حال تحركها في اتجاه مخالف للمنتوق.

¹ كنجو كنجو، أيمن شيحا، 2005، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، سورية، ص 202-203.

وبناءً على ما سبق ولكي يحقق المستثمر تداول ناجح ينبغي معرفة جميع العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، إذ يساعد ذلك في اتخاذ القرار بالشراء أو البيع، حيث توجد عوامل تتأثر بها أسعار الأسهم في جميع أسواق الأوراق المالية ويمكن إجمالها في مجموعتين: اقتصادية وغير اقتصادية.

1- العوامل الاقتصادية:

تؤدي العوامل الاقتصادية دوراً مهماً في التأثير في أسعار الأسهم، فالوضع الاقتصادي المستقر ينعكس بشكل إيجابي في السوق المالي، أما إذا كانت هناك عوامل تشكل صعوبات أمام الأسواق المالية فسينعكس بشكل سلبي في السوق المالي، ومن أبرز هذه العوامل التضخم وأسعار الفائدة وتغيرات أسعار الصرف، كذلك يعدّ الوضع المالي والإنتاجي للشركة وأسلوب إدارتها من العوامل المباشرة التي تؤثر في سعر السهم كتقارير الأرباح والأخبار المتعلقة بالشركة، حيث أن المستثمر يتخذ قراراته الحالية والمستقبلية في ضوء مؤشرات ونتائج الأوضاع العامة والخاصة بالشركة.

2- العوامل غير الاقتصادية:

يوجد عوامل تؤثر بأسعار الأسهم لكنّها غير اقتصادية كالكوارث الطبيعية والأوبئة، وكذلك تؤدي أيضاً الإشاعات والأخبار غير الصحيحة حول بعض الشركات المدرجة في السوق المالي دوراً خطيراً في التأثير في أسعار الأسهم، وذلك عبر إعطاء صورة غير صادقة عن الشركة مما يؤدي إلى عدم توازن العرض والطلب على ذلك السهم.¹

¹ حاكم محسن الربيعي وآخرون، 2020، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري، عمان، ص121-122.

خاتمة الفصل الثاني

من خلال دراسة الباحثة للفصل السابق و الذي كان بعنوان **المؤشر العام لأسعار الأسهم**، فقد تم التحدث أولاً عن نشأة الأسواق المالية حيث وجدت منذ القدم إلا أن الأصول والأساليب تغيرت عبر التاريخ تبعاً للظروف الاقتصادية وتبعاً لاحتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم، وقد تم **تعريف الأسواق المالية** على أنها الأسواق التي يتم فيها تحويل الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض في الأموال المتاحة إلى الأشخاص الذين لديهم عجز من الأموال المتاحة، وتؤدي الأسواق المالية **وظائف** عدة فهي تساعد على اكتشاف السعر وتقليل تكاليف المعاملات ووظيفة التمويل ووظيفة الاستثمار وإدارة المخاطر وتوفير السيولة. ويمكن **تصنيف الأسواق المالية** إلى أسواق نقد وأسواق رأس المال ولكل منهما أدوات معينة، فتعد أدوات الخزنة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات المصرفية واتفاقيات إعادة الشراء من أدوات السوق النقدي، أما الأدوات التي تتداول في سوق رأس المال هي الأسهم والسندات، وأخيراً تناولت الباحثة في هذا المبحث أهمية ودور الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي. أما **المبحث الثاني** الذي كان بعنوان **المؤشر العام لأسعار الأسهم** والذي **يعرف** على أنه مؤشر احصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، وتم تصنيف المؤشرات تبعاً **لعملية توزيع الأسهم المكونة للمؤشر** إلى المؤشرات ذات الأوزان المتساوية والمؤشرات الموزونة بأسعار الأسهم المكونة منها والمؤشرات الموزونة بالقيمة السوقية للأسهم المكونة منها، أما **أنواع المؤشرات من حيث الوظيفة** تقسم إلى: مؤشرات عامة ومؤشرات قطاعية. وقد تطرقت الباحثة أيضاً إلى **أهمية** المؤشرات فهي تعد أداة للمقارنة المرجعية وتحديد الاتجاه العام للسوق المالي وتعد أداة للتنوع الجيد، وأخيراً تعمل على استقرار ثنائية العائد والمخاطرة، ومن خلال أهميتها تبرز **استخداماتها** فهي أداة للحكم على أداء المدراء المحترفين، ويمكن من خلالها التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق وكذلك معرفة علاقة المتغيرات بالمؤشر السوقي، و تم التحدث أيضاً عن **أساليب بناء المؤشرات**، فمنها تبنى على أساس السعر ومنها حسب القيمة السوقية ومنها على أساس المساواة، ولوحظ أيضاً أن هناك عوامل اقتصادية وغير اقتصادية تؤثر في المؤشر العام لأسعار الأسهم.

الفصل الثالث

تحليل متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار
الأسهم في سورية

تمهيد:

بعد أن تم التحدث في الفصل الأول عن السياسة النقدية ومتغيراتها، وتم التحدث في الفصل الثاني عن الأسواق المالية والمؤشرات بشكل عام، تم في هذا الفصل التحدث بشكل خاص عن تطورات المتغيرات النقدية في سورية، وعن المؤشرات العامة الموجودة في سوق دمشق للأوراق المالية، أي أنه تم أولاً تحليل متغيرات السياسة النقدية التي تشمل معدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة خلال فترة الدراسة المختارة و استبعاد المتغير النقدي الرابع وهو العرض النقدي، وتم أيضاً تحليل المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX ومعرفة تطوراتها، وأخيراً تم التحدث عن العلاقة بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم مع عرض لبعض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بينهما في سورية.

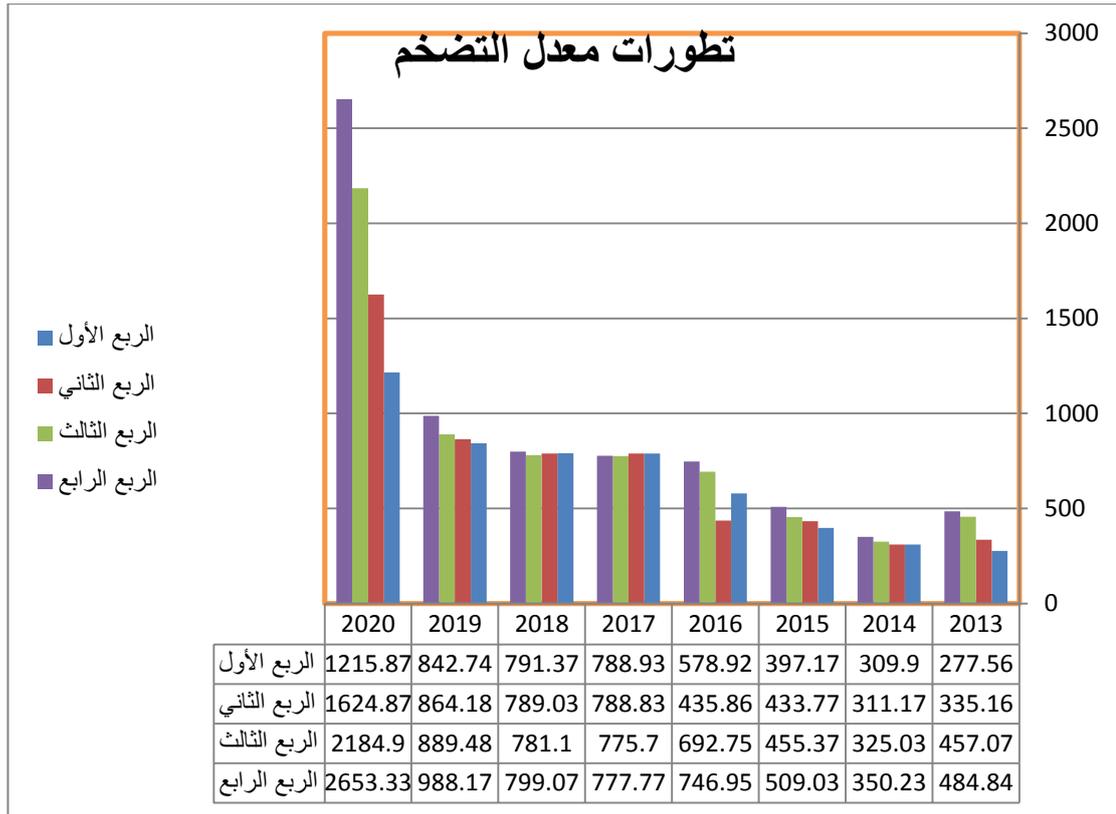
المبحث الأول

تحليل متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سورية.

1.1.3 تحليل متغيرات السياسة النقدية

1.1.1.3 تحليل معدل التضخم في سورية:

يعد التضخم من أبرز المشاكل الاقتصادية التي يعاني منها الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وقد تم التعرف في الفصل الأول على مفهوم التضخم وماهي أنواعه، حيث تبين أن التضخم يظهر على عدة أشكال وجميعها تؤدي إلى آثار سلبية على الاقتصاد، وأن التضخم ينتج وفقاً لأسباب عديدة ويختلف تأثير التضخم حسب مدى اختلاف معدلات التضخم نفسها، فمثلاً معدلات التضخم في سورية اليوم تختلف كثيراً عن معدلات التضخم قبل الأزمة، وهو ما سيتم تحليله ومعرفة أسبابه وذلك من خلال تحليل معدلات التضخم خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2013م حتى عام 2020م وفق الرسم البياني الآتي:



الشكل رقم (1.1.3) تطور معدل التضخم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء وبرنامج Excel.

يلاحظ من خلال الشكل رقم (1.1.3) أنه في عام 2013م بلغ معدل التضخم في الربع الأول %277 ليصل في نهاية العام بمعدل %485، وفي عام 2014 انخفض في الربع الأول عن الربع الأخير من عام 2013 بمعدل %181 وقد يعود سبب الانخفاض إلى تعديل المكتب المركزي للإحصاء لسنة الأساس 2005 لتصبح سنة الأساس 2010م، ليعاود الارتفاع في الأرباع الثلاثة الأخيرة من العام نفسه، واستمر في الارتفاع من عام 2015 حتى عام 2020م ليسجل في نهاية الربع الرابع من عام 2020 %2653.

ويلاحظ أيضاً أنّ وجود تذبذبات واضحة لمعدلات التضخم خلال فترة الدراسة تعود بسبب الأزمة التي حدثت بعد عام 2011م، حيث أدى عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي والأمني إلى خروج الاستثمارات الأجنبية وجزء كبير من رؤوس الأموال المحلية التي أدت إلى انحسار وتباطؤ شديد في عجلة الإنتاج، بالإضافة إلى اعتماد الدولة على تمويل العجز في الموازنة العامة لها عن طريق الإصدار النقدي مما أدى إلى زيادة كمية النقود المتداولة، نتيجة تراجع الإيرادات العامة للدولة سواء من الضرائب أو من النشاط السياحي والصادرات النفطية، وأيضاً زاد الإنفاق الحربي دون أن يترافق ذلك مع تحسين النشاط

الاقتصادي، ويضاف إلى ذلك تراجع ثقة المواطن بالعملة المحلية ورغبته بالتعامل بالقطع الأجنبي مما أسهم في زيادة كمية النقود المعروضة من العملة المحلية.

وبناءً على ما سبق سيتم التعرف على أبرز العوامل التي ساعدت على نمو التضخم في سورية وهي:

1. العقوبات الاقتصادية:

منذ بداية الأزمة فرض على سورية عقوبات اقتصادية أحادية الجانب، اشتملت على قطاع النفط والقطاع المالي وقطاع التجارة الخارجية، الأمر الذي أثر سلباً على حركتي الاستيراد والتصدير، وانخفض العرض في الأسواق من السلع والخدمات، مما أدى إلى خلل حقيقي بين أسعار عناصر الإنتاج وأسعار السلع والخدمات ونتج عن ذلك ارتفاع معدلات الأسعار وارتفاع التضخم، فضلاً عن تأثر الميزان التجاري وميزان المدفوعات سلباً بهذه العقوبات، كما أثرت العقوبات في ارتفاع تكاليف الشحن والتأمين، بالإضافة إلى العقوبات التي طالت أيضاً الشركات التي شاركت في معرض دمشق الدولي في دورته الأخيرة من عام 2019م.

2. السياسات الحكومية:

تمّ رفع الدعم جزئياً عن الخبز والمشتقات النفطية والكهرباء حيث زادت أسعار الوقود والخبز والغاز المنزلي، فضلاً عن الاحتكار الذي ظهر من قبل تجار الحرب والفاستين، وإنّ سياسة الدعم ساهمت في رفع تكلفة إنتاج السلع والخدمات التي لاتزال تنتج محلياً وزادت من الضغوط التضخمية على الأسعار مما أدى إلى تراجع العملة بشكل أكبر.

3. ارتفاع التكاليف الإنتاجية:

يُعدّ ارتفاع تكاليف الإنتاج أحد الأسباب الرئيسة لحدوث التضخم، حيث تؤدي التكلفة دوراً مهماً في تحديات مستويات سعر المنتج، ويذكر أنه من أسباب ارتفاع تكاليف الإنتاج في سورية ما يلي:

- تراجع الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج على المدى الطويل بسبب التراجع في المستوى التكنولوجي وفي انتاجية رأس المال البشري.

- رفع الدعم عن أسعار الطاقة بشكل مستمر، مما أدى ذلك إلى ارتفاع في سعر مادتي الفيول والمازوت المستخدمتين في الصناعة وارتفاع كذلك سعر مادة البنزين بسبب رفع الدعم عنها أيضاً.
- ارتفاع أسعار المواد الأولية المستوردة من الخارج، والتي تمثل مدخلات في عمليات إنتاج السلع المحلية.

4. التوسع النقدي:

يعد التوسع النقدي من أهم الأسباب التي تؤدي إلى حدوث التضخم، حيث يحصل التوسع النقدي وفق عدة بنود وهي:

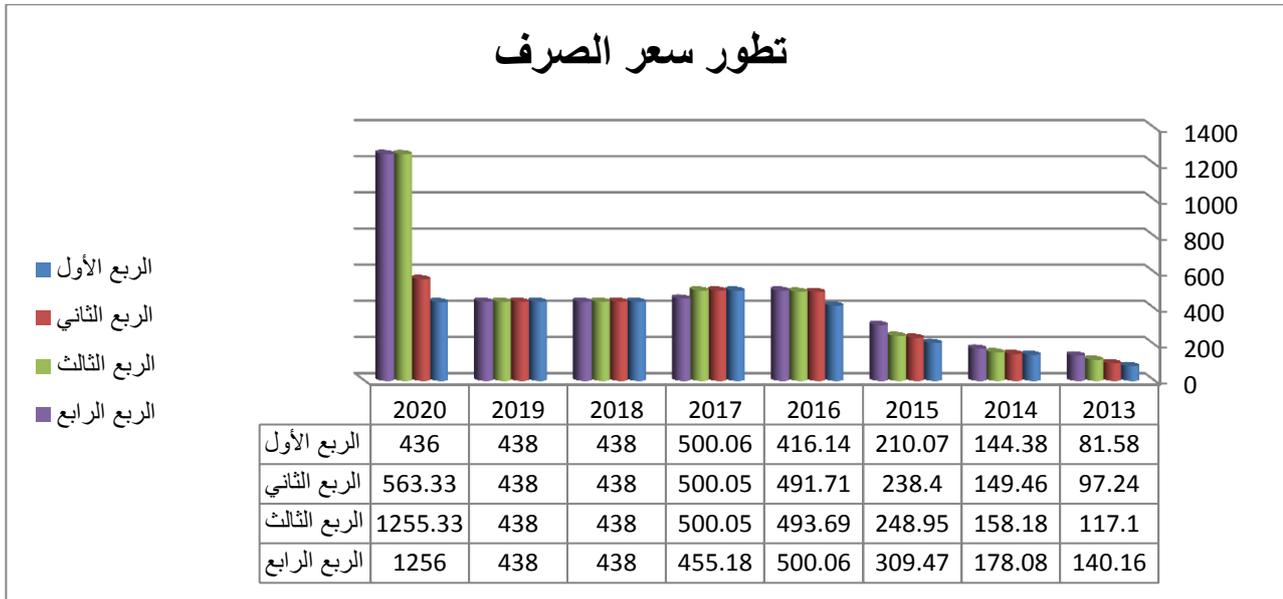
- زيادة الإصدار النقدي لتلبية طلب الحكومة على النقد أو لتمويل عجز الموازنة.
- سرعة التداول النقدي وذلك عندما يقوم المستثمرون بتوظيف مدخراتهم في الانتاج الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الدخل ويتحول ذلك إلى طلب يسهم في زيادة الأسعار.
- توسع المصارف في الإقراض فيزداد الطلب الكلي في الاقتصاد، وبما أنّ العرض لا يستطيع تلبية حاجات الطلب ترتفع الأسعار.

5. تدهور الانتاج المحلي:

في ظل الوضع الراهن الذي تشهده سورية، أصبحت الدولة تؤمن المستلزمات والمواد الرئيسية للمواطنين عن طريق الاستيراد من الدول الصديقة، مما أدى إلى اعتمادها الكبير على الاستيراد و الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع الأسعار وهو ما يسمى بالتضخم المستورد.

2.1.1.3 تحليل سعر الصرف في سورية:

تعدّ النقود أداةً مهمةً في حياة الدول، إذ لا تستمر الحياة الاقتصادية لأية دولة بشكل صحيح ما لم يكن لها عملة وطنية تعبر عن اقتصادها، وقوة هذه العملة تعدّ مقياس لقوة اقتصادها، حيث أنّ هناك أسباب كثيرة تؤدي إلى فقدان النقود لأحد وظائفها أو وظائفها جميعاً، حيث تم التعرف في الفصل الأول على مفهوم سعر الصرف وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه، وكان من هذه العوامل الحروب والأزمات الاقتصادية التي تؤثر في الاقتصاد الوطني مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية، وهذا ما حدث لليرة السورية التي فقدت جزءاً كبيراً من قيمتها بسبب الأزمة الاقتصادية التي بدأت عام 2011م، وبناءً على ما سبق تم تحليل ومعرفة أسباب تذبذب أسعار الصرف في سورية خلال فترة الدراسة من عام 2013 حتى عام 2020م وفق الرسم البياني الآتي:



الشكل رقم (2.1.3) تطور سعر الصرف

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرة الإحصائية لمصرف سورية المركزي وبرنامج Excel.

من خلال الشكل رقم(2.1.3) نجد أن سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار بدأ بالارتفاع الشديد بعد الحرب على سورية، فابتدأ سعر الصرف في عام 2013م بمقدار 81 ليرة لكل دولار، مستمراً في الارتفاع ليصل في نهاية الربع الرابع في عام 2020 إلى 1256 ليرة للدولار الواحد.

حيث أثرت مجموعة من العوامل في الليرة السورية مما أدى إلى انخفاضها، فمنها ما هو مرتبط بسياسات سعر الصرف ومنها ما هو مرتبط بالأزمة الاقتصادية التي حلت على الاقتصاد السوري، حيث أن المصرف المركزي لم يظهر أي استراتيجية ثابتة ومستقرة تناسب ظروف الأزمة، بالإضافة إلى العمليات العسكرية والعقوبات السياسية والاقتصادية التي أدت إلى تراجع شبه كامل في قطاعات الإنتاج، وانخفاض الصادرات مقابل ارتفاع الواردات، كما أدت الأزمة الاقتصادية إلى هروب عشرات مليارات الدولارات من سوريا للخارج، بالإضافة إلى التركيز على العمليات العسكرية الذي أدى إلى استنزاف حجم الاحتياطي الأجنبي، كما أن التحويلات بالدولار من وإلى سورية إلى جانب السوق الموازية والمضاربة تركت آثاراً بالغة على الليرة السورية، بالإضافة إلى ارتفاع التضخم بشكل غير مسبوق الذي أدى إلى ارتفاع أسعار السلع ، وأيضاً تعتمد الدولة في تمويل العجز على خلق نقود جديدة دون وجود هيكل انتاجي متطور¹، وكل ذلك أدى إلى ضعف الثقة بالليرة السورية مما أسهم في ظهور عملية الدولار غير المعلنة، حيث حل الدولار الأمريكي مكان الليرة السورية كمخزن للقيمة ووسيط لتسوية الصفقات التجارية مثل شراء العقارات وبيعها وتسعير معظم السلع التجارية سواء المحلية أو المستوردة.

ومن الملاحظ أنه في عام 2018 و2019 كان هناك استقرار نسبي لسعر الصرف وذلك بسبب اتخاذ المصرف المركزي بعض الاجراءات التي أسهمت في الحفاظ على استقرار سعر الصرف ومنع التلاعب به، وذلك من خلال تنظيم سوق القطع الأجنبي حيث تم وضع أنظمة وضوابط خاصة متعلقة بعمليات البيع والشراء وترشيد استخدام القطع الأجنبي بما يتناسب مع موارد الاقتصاد وامكانيته، حيث أصدر مصرف سورية المركزي القرار رقم 292 تاريخ 2019/3/10، الذي هدف إلى مضاعفة قدرة المصارف على تمويل طلبات الاستيراد خلال المرحلة الراهنة والمقبلة مع تشديد الرقابة على تدفق السلع بما يضمن توجيه القطع الأجنبي المباع نحو الاستيراد، الذي يدعم العرض السلعي والحد من العمليات الوهمية التي

¹ قومان، مناف، أداء الليرة السورية في سبع سنوات، 2018، موقع جسور للدراسات، ص6-7.

تستهدف الاستفادة من القطع الأجنبي المباع في المضاربة على سعر الصرف، بالإضافة إلى الرقابة المتشددة على المؤسسات والشركات المسموح لها التعامل بالقطع الأجنبي.¹

ولكن كان هذا الاستقرار مؤقتاً فسرعان ما ارتفع سعر الصرف مجدداً ليصل إلى 1256 بعد أن كان 438 وذلك بسبب الاحداث التي حصلت في اواخر عام 2019م والاحداث التي حصلت في عام 2020م، فبالنسبة لأواخر عام 2019م أثرت الأزمة النقدية في لبنان في سعر الصرف في سورية، حيث قامت السلطات النقدية والمالية بمعالجة الأزمة النقدية التي يمر بها لبنان باتخاذ مجموعة من الإجراءات والتدابير التي كان لها تأثير سلبي في سعر صرف الليرة السورية وهي:

1. قيام مصرف لبنان المركزي بمنع عمليات إخراج الدولارات النقدية في حقائب الصرافين والتجار عبر مطار بيروت الدولي والمعابر الحدودية، كما ألزم مصرف لبنان مكاتب الصرافة بالحصول على ترخيص لنقل الأموال مسبقاً والقيام بذلك بوساطة شركات صيرفة مرخصة، في حين كان سابقاً بإمكان الناس نقل مبالغ كبيرة من الدولارات نقداً خارج لبنان بتصريح من سلطات الجمارك اللبنانية فقط. و أثر هذا القرار سلباً في عمليات شحن الدولار الأمريكي للداخل السوري، إذ كان لها دور في تأمين السيولة النقدية من القطع الأجنبي لمصرف سورية المركزي والتي كانت بديلاً عن الحوالات النقدية (الكاش) نظراً لتراجعها بشكل كبير بسبب الفرق بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في السوق السوداء.

2. تقييد مصرف لبنان لعمليات السحب والتحويل للودائع بالقطع الأجنبي من المصارف اللبنانية خوفاً من التأثيرات السلبية لهذه السحوبات في سيولة المصارف العاملة واحتياطيات مصرف لبنان من العملات الأجنبية. وبدأ تقييد عمليات السحب بوضع سقف أسبوعي ، ويمكن للمودع سحب أكثر ولكن بالليرات اللبنانية حصراً، حيث أضر ذلك بإمكانية سحب المودعين السوريين لودائعهم من المصارف اللبنانية والتي تقدر بعشرات المليارات من الدولارات، الأمر الذي أثر سلباً في سعر صرف الليرة السورية بسبب قلة المعروض من الدولار الأمريكي في السوق السورية.

3. قيام مصرف لبنان بالحد من تمويل العمليات التجارية (المستوردات) لتشتمل على مجموعة من السلع والخدمات الأساسية فقط، كما قلصت المصارف اللبنانية التسهيلات المصرفية الممنوحة للشركات بالدولار إلى حدها الأدنى الأمر الذي أثر سلباً في قدرة الشركات وأصحاب الودائع

¹ التقرير السنوي لأعمال مصرف سورية المركزي 2019م.

السوريين على تمويل عملياتهم التجارية بوساطة المصارف اللبنانية الأمر الذي اضطرهم إلى تأمين الدولار من السوق السوداء في سورية.¹

وفي عام 2020م أعلنت الحكومة السورية أوّل حالة إصابة مؤكدة بفيروس كورونا الذي اعتبر وباء عالمياً، حيث أضرت إجراءات الإغلاق في سورية كثيراً بالاقتصاد فانخفضت قيمة الليرة السورية، وتراجعت القدرة الشرائية للمواطنين بسبب ارتفاع الأسعار وانخفاض قيمة العملة، علاوة على ذلك تراجع النمو الاقتصادي وارتفاع معدلات البطالة، كل ذلك أدى إلى تدهور الوضع الاقتصادي أكثر فأكثر في سورية.²

3.1.1.3 تحليل سعر الفائدة في سورية:

يعد سعر الفائدة هدف وسيط للسياسة النقدية مثله مثل سعر الصرف والعرض النقدي ومعدل التضخم، ويعد عاملاً مؤثراً في الأسواق المالية حيث تعمل السلطات النقدية على استقراره بهدف استقرار التوقعات الإيجابية لكل من المودعين، ففي العديد من البلدان يعد سعر الفائدة أداة شائعة للسياسة النقدية تستخدم لمكافحة الأزمات الاقتصادية، ومع ذلك فإن سعر الفائدة في سورية لا يتم استخدامه لمعالجة عدم الاستقرار الاقتصادي، حيث تعتمد فاعلية سعر الفائدة على مدى حساسية الجهاز المصرفي لقرارات المصرف المركزي وحجم اعتماد المستهلكين والمستثمرين على الجهاز المصرفي لتمويل نفقاتهم وماهية الأدوات النقدية المساعدة لهذه الأداة، وكل ذلك يعد من العوامل التي أهملت مؤخراً في المصارف السورية.

ومن ثم يعتمد مصرف سورية المركزي في إدارة سياسة سعر الفائدة على تحريك سعر الفائدة على الودائع، بما يعزز القدرة على التحكم بإدارة الأموال المعدة للإقراض لدى المصارف وجذب الموارد المالية التي تعزز الادخار الوطني و توجيهها إلى تمويل الاستثمار، حيث أنّ أي قرار صادر عن مجلس النقد والتسليف هدفه دعم قيمة العملة الوطنية وتشجيع الادخار والاستثمار.³

¹ تقرير مركز دمشق للدراسات والأبحاث (مداد) للدكتور كنان ياغي.

² ورقة بحث مترجمة للمؤلفة سلام سعيد بعنوان جائحة كورونا والاقتصاد السوري 2020.

³ التقارير السنوية الصادرة عن مصرف سورية المركزي.

ومن خلال الجدول الآتي سيتم عرض القرارات المتعلقة بتعديل أسعار الفائدة على الودائع وذلك خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2013م حتى عام 2020م:

الجدول رقم(1.1.3) القرارات المتعلقة بتعديل أسعار الفائدة على الودائع

رقم القرار	تاريخه	سعر الفائدة طويلة الأجل	سعر الفائدة قصيرة الأجل
1266	2015/5/31	%20	%7
91	2018/7/5	%7	%7

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن مصرف سورية المركزي

ومن خلال الجدول أعلاه تبين أنه منذ عام 2015م تمّ رفع الحد الأعلى للفائدة على الودائع التي تزيد أجلها عن عام لتصل إلى سقف 20% بموجب قرار صادر عن مجلس النقد والتسليف وذلك بهدف تعزيز الإبداع طويل الأجل.

وفي عام 2018 تمّ تخفيض سعر الفائدة على الودائع ومنح المصارف حرية تحديد هامش الحركة على الودائع طويلة الأجل بما يعزز التنافسية بين المصارف، مع منح ودائع التوفير معدل الفائدة المطبق على ودائع لمدة 6 أشهر و 9 أشهر وذلك في سبيل زيادة التنافسية بين المصارف لاستقطاب الودائع ومن ثم القدرة على الإقراض.

أما في عامي 2019 و 2020 لم يصدر أي قرار بتعديل سعر الفائدة على الودائع بالليرة السورية، وإنما سرى فقط تطبيق للقرار الصادر عام 2018م.

2.1.3 تحليل المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006م ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبحيث يكون المقر الرئيس للسوق هو مدينة دمشق وتم الافتتاح الرسمي للسوق في 2009/3/10م.

وفي سوق دمشق للأوراق المالية يوجد نوعين للمؤشرات العامة لأسعار الأسهم، حيث أن عينة كل مؤشر تتألف من جميع الشركات المدرجة في السوق المالي، فالنوع الأول من المؤشرات هو المؤشر المثقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية ويرمز له بـ DwX حيث يعتمد أسلوب التنقيط بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطى لكل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي والنظامي.

ولاحتساب المؤشر المرجح بالقيمة السوقية تستخدم المعادلة الآتية:

$$\text{المؤشر المثقل بالقيمة السوقية للشركات} = \left(\frac{\text{عدد الأسهم للشركة} * \text{متوسط سعر السهم}}{\text{عدد الأسهم للشركة} * \text{سعر الأساس السهم}} \right)$$

حيث أن المعامل = 1000 حين انطلاق المؤشر، ويتم تعديل المعامل عند حصول أي من إجراءات الشركات أو إدخال أو إخراج شركة من وإلى العينة وفق المعادلة الآتية:

$$\text{المعامل بعد التعديل} = \frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}} * \text{المعامل}$$

وإن التغيير في المعامل يساهم في تمكين المؤشر من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم.

وإن سعر الأساس = متوسط سعر السهم لأخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، ولقد تم تحديد تاريخ 2009/12/31 كفترة أساس.

ومن الجدير بالذكر عند إدراج الأوراق المالية لشركة ما لأول مرة، فإن هذه الورقة لن تدخل في احتساب المؤشر إلا في الجلسة التي تلي حصول تداول عليها، أي بعد حصولها على سعر وسطي.

وتحسب نسبة التغير في المؤشر بناءً على قيمة إغلاقه في الجلسة السابقة.

أما النوع الثاني من المؤشرات هو مؤشر الأسهم القيادية المنقل بالأسهم الحرة في سوق دمشق للأوراق المالية ويرمز له بـ **Dix** حيث أنه يعتمد أسلوب التنقيط بالقيمة السوقية المثقلة بالأسهم الحرة القابلة للتداول للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تحسب القيمة السوقية تبعاً للأسهم الحرة القابلة للتداول، بحيث تُعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل أسهمها الحرة من إجمالي الأسهم الحرة القابلة للتداول في السوق ككل، وتتكون عينة المؤشر من مجموعة من الشركات المدرجة في السوق والتي تحقق شروط معينة للدخول في معادلة المؤشر مع العلم بأنّ هذه الشروط يتم إعادة قياسها بعد انتهاء كل نصف و تخضع بيانات المؤشر للتعديل في اليوم العاشر من الشهر التالي لانتهاء النصف، ولاحتساب المؤشر المرجح بالقيمة السوقية تستخدم المعادلة الآتية:

$$\text{مؤشر الأسهم القيادية المنقل بالأسهم الحرة} = \left(\frac{\text{سعر الإغلاق} * \text{عدد الأسهم الحرة للشركة}}{\text{سعر الأساس للسهم} * \text{عدد الأسهم الحرة للشركة}} \right)$$

حيث أن المعامل = 1000 حين انطلاق المؤشر، ويتم تعديل المعامل عند حصول أي من إجراءات الشركات أو إدخال أو إخراج شركة من وإلى العينة وفق المعادلة الآتية:

$$\text{المعامل بعد التعديل} = \frac{\text{المؤشر قبل التعديل}}{\text{المؤشر بعد التعديل}} * \text{المعامل}$$

وإن التغيير في المعامل يساهم في تمكين المؤشر من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم.

وإن سعر الأساس = متوسط سعر السهم لأخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، ولقد تم تحديد تاريخ 2019/2/28 كفترة أساس باعتبار إطلاق المؤشر سيكون في 2019/3/1.

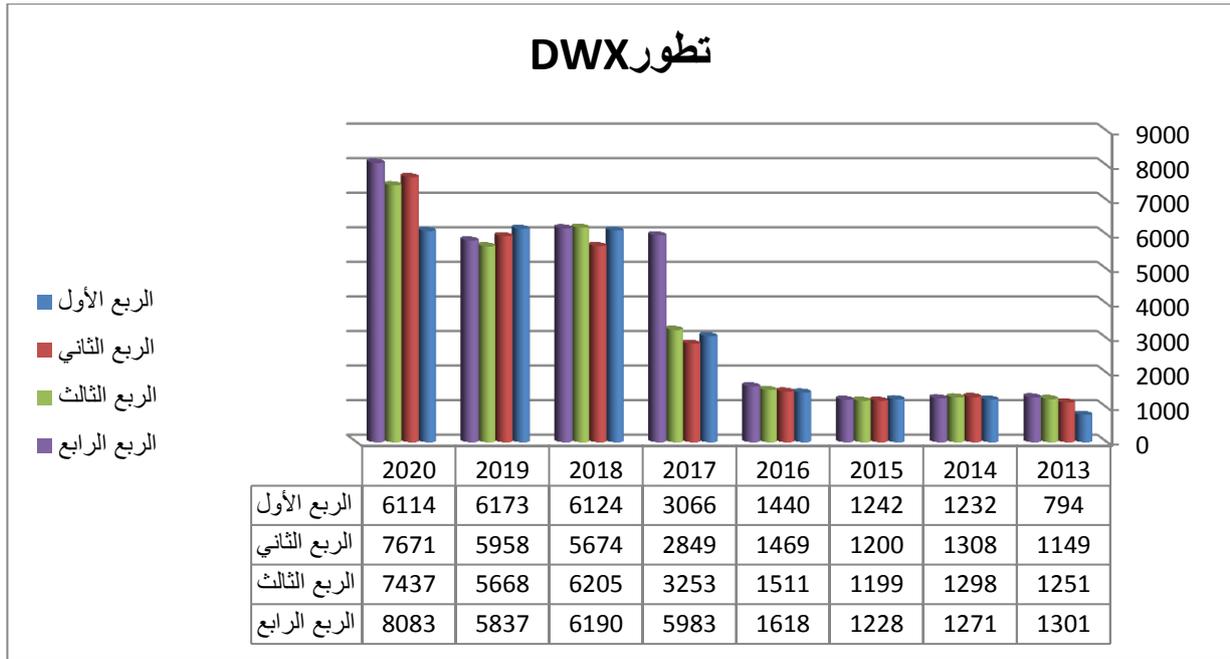
ومن الجدير بالذكر عند إدراج الأوراق المالية لشركة ما لأول مرة، فإن هذه الورقة لن تدخل في احتساب المؤشر إلا في الجلسة التي تلي حصول تداول عليها، أي بعد حصولها على سعر وسطي.

وتحسب نسبة التغيير في المؤشر بناءً على قيمة إغلاقه في الجلسة السابقة.¹

وفيما يلي سيتم عرض رسم بياني لقيم المؤشر DWX خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م، أما المؤشر Dix لن يتم عرض قيمه وذلك لعدم توفر البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة.

¹ الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy

تطور DWX



الشكل رقم (3.1.3) تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الربعية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية وبرنامج Excel.

ومن خلال الشكل البياني أعلاه يلاحظ أنه في بداية عام 2013 سجل مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية 794 نقطة في الربع الأول ليعاود الارتفاع مجدداً حتى نهاية عام 2013 مسجلاً 1301 نقطة، ليستمر في الأعوام التالية في الارتفاع والانخفاض بشكل ضئيل ليصل بارتفاع كبير في عام 2020 مسجلاً 8083 نقطة.

المبحث الثاني

العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم

1.2.3 العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم.

تعددت وجهات النظر المتعلقة بعلاقة معدل التضخم وأسعار الأسهم، ففي حين تبني البعض فرضية العلاقة العكسية بين التضخم وأسعار الأسهم، في حين تبني فريق آخر العلاقة الطردية بين التضخم وأسعار الأسهم.

ففي الحالة الأولى يحدث ذلك بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة لأغراض الاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة كمية الأموال المخصصة للإنتاج الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، أما الحالة الثانية تحدث عندما يتجه المستثمرون إلى حماية مدخراتهم بسبب التضخم، فزيادة حجم استثماراتهم في الأسهم يرفع من سعر الأسهم.¹

وكان من أبرز من تبني العلاقة الطردية بين التضخم وسعر السهم الاقتصادي فيشر، حيث رأى أن العوائد الاسمية للأسهم تزداد بنفس نسبة زيادة معدل التضخم المتوقع، ومن ثم سيعوض المستثمر الخسارة الناجمة عن التضخم في القوة الشرائية لثروته، و ارتكز في ذلك على مفهوم أساسي مفاده أن معدل العائد الاسمي يتكون من معدل العائد الحقيقي مضافاً إليه المعدل المتوقع للتضخم.²

أما بالنسبة للعلاقة العكسية بين التضخم وسعر السهم كان من أبرز من تبناها الاقتصادي فاما، حيث رفض فاما رفضاً تاماً فرضية فيشر وأشار إلى وجود علاقة عكسية بين التضخم وسعر السهم معتمداً على ما يلي:

1. ترتبط أسعار الأسهم بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية، مثل الانتاج والاستثمار والمعدل الحقيقي لعائد رأس المال.

2. يرتبط التضخم ارتباطاً عكسياً بكل هذه المتغيرات، وذلك انطلاقاً من النظرية الكمية للنقود، حيث أنّ ارتفاع التضخم يعني وجود كمية من النقود الفائضة عن حاجة الاقتصاد، وهذا الوضع يتطلب

¹ محمد محمود الخطيب، 2010، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، منشورات دار الحامد، عمان، ص89.

² Emrah ozbay, 2009, **the relationship between stock returns and macro economic factors evidence from turkey**, master of science in financial analysis and fund management, university of Exeter ,p12.

تدخل المصرف المركزي من خلال السياسة النقدية لامتناس هذا الفائض، ومن أهم هذه السياسات هي سياسة رفع سعر الفائدة الذي تؤثر سلباً في الاستثمار والانتاج.¹

وفي سورية تمت دراسة العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم من خلال الدراسات الآتية:

- فالدراسة الأولى كانت للطالبة ميساء المسوتي والتي كانت بعنوان أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف (دراسة حالة أسهم بعض المصارف التجارية والإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية) ، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم مصرف بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة وخلال الأزمة، ولأسهم مصرف سورية الدولي الإسلامي قبل وخلال الأزمة، وذلك خلال الفترة (2008-2015)، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التضخم و الأسعار السوقية لكل من أسهم مصرف بيمو ومصرف سورية الدولي قبل الأزمة، ووجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التضخم و الأسعار السوقية لكل من أسهم مصرف بيمو ومصرف سورية الدولي بعد الأزمة.²
- أما الدراسة الثانية فكانت للدكتور كنان مصطفى ياغي والتي كانت بعنوان العلاقة السببية بين معدل التضخم ومؤشر أسعار الأسهم (بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية) ، حيث هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة السببية بين معدل التضخم وأسعار الأسهم المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك خلال الفترة الممتدة من عام 2011 حتى عام 2017، وتوصل البحث إلى وجود علاقة سببية باتجاه واحد، إذ أن هناك تأثير جوهري لمؤشر السوق في معدل التضخم، في حين لا يوجد أي تأثير لمعدل التضخم في مؤشر السوق.³
- أما الدراسة الثالثة كانت لأسعد علي والتي كانت بعنوان: العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية)

¹ خليل، فاطمة صالح، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.

² المسوتي، ميساء، أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف (دراسة حالة أسهم بعض المصارف التجارية والإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بحث علمي لنيل درجة الإجازة في الاقتصاد، جامعة بلاد الشام، كلية الشريعة والقانون، سورية.

³ ياغي، كنان مصطفى، 2020، العلاقة السببية بين معدل التضخم ومؤشر أسعار الأسهم (بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد42، العدد1، جامعة تشرين، سورية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية حيث تم الاعتماد على البيانات الشهرية لسعر الصرف والعرض النقدي ومعدل تغطية الصادرات للواردات ومعدل التضخم ومؤشر سوق دمشق من بداية 2010 حتى 2011 و أكد اختبار جوهانسن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وباستخدام اختبار جرانجر ظهر أنه يوجد علاقة تبادلية بين العرض النقدي ومؤشر السوق كما أن سعر الصرف الاسمي الفعّال يسبب تغير في المؤشر وتبين من خلال الاختبارات أن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي، وكانت تقديرات التنبؤ قريبة في بعض الفترات الزمنية إلى القيم الواقعية للمؤشر، وبعد تحليل النتائج تبين أن العلاقة بين المتغيرات والمؤشر علاقة متوسطة.¹

2.2.3 العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم.

يوجد اختلاف في الأدبيات الاقتصادية حول العلاقة بين سعر الصرف وسعر السهم، حيث أشار كل من (Dornbuch & Fisher 1980) إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الصرف وسعر السهم معتمداً في ذلك على مدخل سوق السلع في تفسير هذه العلاقة، وذلك من خلال دراسة تأثير التقلبات في سعر الصرف في القدرة التنافسية في الأسواق الدولية للسلع، فانخفاض سعر صرف العملة الوطنية يزيد من القدرة التنافسية للصادرات الوطنية في الأسواق الخارجية، مما يحسن من وضع الشركات المحلية ومن ثم يرفع قيمتها في سوق الأسهم.²

ومن ناحية أخرى أشار (Franke, 1993) إلى وجود علاقة طردية بين سعر الصرف وسعر السهم ولكن باتجاه واحد أي من سوق الأسهم إلى سعر الصرف معتمداً في ذلك على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث يميل المستثمرون إلى تنويع محافظهم المالية بين أصول محلية وأخرى أجنبية بما في ذلك العملات، ويؤدي سعر السهم دوراً رئيساً في تحديد مكونات هذه المحفظة، إذ أن حدوث تحسن في سوق الأسهم الوطنية يؤدي إلى تدفقات الاستثمار الأجنبي في صورة الاستثمار في المحفظة المالية إلى هذا

¹ أسعد، علي، 2016، العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للعلوم

الاقتصادية والقانونية، مجلد 38، العدد 3، جامعة تشرين، سورية.

²Tsaganos, athanasios, siriopoulos, costas.(2013). **Along- run relationship between stock price index and exchange rate: astructural nonparametric cointegrating regression approach.** Journal of international financial, markets, institution& money,25,p107.

الاقتصاد مما يسهم في تحسن قيمة العملة الوطنية، والعكس صحيح أي عندما يحدث تدهور وعدم استقرار في سوق الأسهم الوطنية سيؤدي إلى هروب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، ومن ثم حدوث تدهور في سعر صرف العملة الوطنية.¹

وفي سورية تمت دراسة العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم من خلال الدراسات الآتية:

- **الدراسة الأولى** كانت لمحمد تيسير الفقيه بعنوان تحليل العلاقة بين تغيرات سعر صرف الليرة السورية والمؤشر العام لأسعار أسهم سوق دمشق للأوراق المالية، ، حيث هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تغير سعر الصرف في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق وذلك خلال الفترة الشهرية الممتدة من شهر تموز لعام 2011 حتى شهر تشرين الأول لعام 2015 وخلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أنه يوجد علاقة ذو دلالة احصائية وايجابية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم.²
- **أما الدراسة الثانية** كانت لجواد رازم بعنوان أثر بعض المتغيرات الاقتصادية في أسعار الأسهم: بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية، حيث هدفت الدراسة إلى دراسة أثر معدل التضخم وسعر الصرف في أسعار الأسهم وذلك خلال الفترة الشهرية الممتدة من شهر كانون الثاني لعام 2011 حتى شهر كانون الأول لعام 2013، وتوصلت إلى نتيجة مفادها أنه يوجد علاقة طردية بين معدل التضخم وسعر السهم ووجود علاقة طردية أيضاً بين سعر الصرف وسعر السهم.³
- **أما الدراسة الثالثة** كانت لسليمان طلال بعنوان أثر تقلبات أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية للمدة (2011-2015) حيث

¹ G akan, esin,d.ejara,demissew.2013.on the relationship between stock price index and exchange rate evidence from emerging markets, international research journal of finance and economics, 111, p116.

² الفقيه، محمد تيسير، 2016، تحليل العلاقة بين تغيرات سعر صرف الليرة السورية والمؤشر العام لأسهم سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث للعلوم الانسانية، مجلد 38، العدد34، جامعة البعث، سورية.

³ رازم، جواد، 2016، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم: بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية، مجلد 38، العدد32، مجلة جامعة البعث للعلوم الانسانية، جامعة البعث، سورية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر تقلبات سعر صرف الليرة السورية في المؤشر العام لأسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتوضيح نوع العلاقة بين تقلبات سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم، حيث تم استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط وسببية جرانجر لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم، وأظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة سببية في الاتجاهين ومن خلال مصفوفة الارتباط تبين وجود ارتباط ضعيف بلغت أكبر قيمة له بين مؤشر سوق دمشق وسعر بيع وشراء الجنيه وأقل قيمة له كانت بين المؤشر وسعر بيع وشراء اليورو، وقد تم أيضاً دراسة الانحدار البسيط بين المؤشر وأسعار الصرف للعملة الثلاث (الدولار-اليورو-الجنيه) حيث أظهر أن أسعار الصرف تفسر مؤشر سوق دمشق بنسبة بسيطة 5% وقد تحسنت هذه النسبة إلى 20% بحسب نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وهذا يعني عدم إمكانية الاعتماد وبشكل كبير على استخدام سعر الصرف في التأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الأوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار، ومن ثم توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.¹

● **الدراسة الرابعة** لمنذر زيدان بعنوان العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر السوق حيث تم استخدام منهجية التكامل المشترك لتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة ممثلة في: عرض النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف، والمتغير التابع هو مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وتم استخدام بيانات شهرية من عام 2010 حتى نهاية 2011 وأظهرت نتائج الدراسة الاحصائية إلى أن العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين عرض النقود والمؤشر هي علاقة موجبة، وكذلك العلاقة بين معدل التضخم والمؤشر كانت موجبة في الأجل القصير والطويل، بينما كانت العلاقة مع سعر الصرف سلبية في الأجل القصير والطويل، والعلاقة كانت سلبية في الأجل القصير والطويل مع سعر الفائدة.²

¹ طلال، سليمان، 2016، أثر تقلبات أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية للمدة (2011-2015)، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، مجلد 38، العدد 60، جامعة تشرين، سورية.

² زيدان، منذر، 2015، السياسة النقدية وأثرها على السوق النقدية والمالية في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.

3.2.3 العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم:

تؤدي أسعار الفائدة دوراً هاماً في السوق المالي من خلال تخصيص الموارد في الاقتصاد، حيث لديها القدرة على التوسط بين المدخرين والمقترضين، فبالنسبة للمدخرين إن معدل الفائدة المرتفع على الودائع يعمل كحافز لإيداع أموالهم في مؤسسات الإيداع بدلاً من وضع الأموال في أشكال بديلة من الاستثمارات، أما بالنسبة للمقترضين يؤدي ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج وهذا يؤثر سلباً على العائدات.¹

فعندما يكون سعر الفائدة منخفضاً، يتجه المستثمرون إلى المزيد من الاقتراض، ويحفز الاستثمارات مما يزيد من الانفاق فتزيد مبيعات الشركات وارتفاع أرباحها مما يؤدي إلى ارتفاع أسهمها.

أما عندما يكون سعر الفائدة مرتفعاً، يشجع العديد من المستثمرين ببيع جزء من أسهمهم أو كلها والتوجه نحو استثمارات بديلة كإيداع أموالهم في المصارف ووفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، أي أنه سيؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى هروب الأموال من سوق الأسهم وانخفاض الأسعار فيه والتوجه إلى المصارف والاستثمارات الأخرى.²

ومما سبق نجد أنه يوجد علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وسعر السهم لأن ارتفاع سعر الفائدة يقلل من القيمة الحالية للدخل المستقبلي للأرباح مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، أما أسعار الفائدة المنخفضة تؤدي إلى انخفاض من تكلفة الفرصة البديلة للاقتراض فتحفز على الاستثمارات والأنشطة الاقتصادية مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.³

¹Bosire,Mary.2014, **what are the factors that influence a wide interest rate band in micro finance institutions in Kenya?** ,research journal of finance and accounting, vol.5,no.7.

²Alam, md,gazi,md,2009, **the relationship between stock price index and interest rate:** empirical evidence from developed and developing. International journal of business management, vol4,nu3,p43.

³Hamrita,mohammed,trifi, abdelkader.2011. **the relationship between stock price index and interest rate, exchange rate:** awavelet analysis, International journal of economicis and financial issues,4,p220.

وفي سورية تمت دراسة العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم من خلال الدراسات الآتية:

- **الدراسة الأولى** كانت لمطيع الشبلي بعنوان دراسة أثر تغيرات سعر الفائدة الدائنة في أسعار أسهم الشركات (دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية).

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر التغيرات في سعر الفائدة الدائنة في الودائع المصرفية بشقيها القصيرة والطويلة الأجل في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من (2010-2017) وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- لا توجد علاقة سببية بين سعر الفائدة بشقيه قصير وطويل الأجل و أسعار الأسهم.
- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى المعنوية 5% بين سعر الفائدة بشقيه قصير وطويل الأجل و أسعار الأسهم.

- **الدراسة الثانية** لمنذر زيدان بعنوان العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة الطويلة والقصيرة الأجل بين المتغيرات النقدية ومؤشر السوق، حيث تم استخدام منهجية التكامل المشترك لتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة ممثلة في: عرض النقود، سعر الفائدة، سعر الصرف، والمتغير التابع هو مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وتم استخدام بيانات شهرية من عام 2010 حتى نهاية 2011 وأظهرت نتائج الدراسة الاحصائية إلى أن العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين عرض النقود والمؤشر هي علاقة موجبة، وكذلك العلاقة بين معدل التضخم والمؤشر كانت موجبة في الأجل القصير والطويل، بينما كانت العلاقة مع سعر الصرف سلبية في الأجل القصير والطويل، والعلاقة كانت سلبية في الأجل القصير والطويل مع سعر الفائدة.¹

ومما سبق تلاحظ الباحثة أن بعض الدراسات توصلت إلى وجود أثر بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم، والبعض الآخر توصل إلى عدم وجود أثر بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم، وقد يعود هذا الاختلاف إلى اختلاف الفترة الزمنية المدروسة، حيث أنه قبل عام 2011م كانت المتغيرات النقدية تشهد استقراراً، وكذلك شهد المؤشر نمواً متسارعاً، أما بعد عام 2011 بدأت المتغيرات بالتدهور والمؤشر بالانخفاض.

¹ زيدان، منذر، السياسة النقدية وأثرها على السوق النقدية والمالية في سورية، مرجع سبق ذكره.

خاتمة الفصل الثالث

قامت الباحثة في هذا الفصل بتحليل متغيرات السياسة النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في سورية، حيث تم أولاً تحليل **معدل التضخم** خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020، و تبين أن وجود تذبذبات واضحة لمعدل التضخم يعود لأسباب عدة منها العقوبات الاقتصادية والسياسات الحكومية المتبعة وارتفاع التكاليف الانتاجية والتوسع النقدي وتدهور الانتاج المحلي، وتم ثانياً تحليل **سعر الصرف** و تبين أنه بعد الحرب على سورية بدأ سعر الصرف بالارتفاع الشديد علاوةً على ذلك وجود عوامل أخرى أثرت أيضاً فيه منها العمليات العسكرية والعقوبات الاقتصادية والسياسية وانخفاض الصادرات مقابل ارتفاع الواردات والأزمة النقدية التي حدثت في لبنان والوباء العالمي (فيروس كورونا)، وثالثاً تم تحليل سعر الفائدة اعتماداً على القرارات المتعلقة بتعديل سعر الفائدة على الودائع خلال فترة الدراسة، أما بالنسبة للمؤشر فقد شهد ارتفاعاً ملحوظاً بعد الانخفاض الذي شهده بعد الحرب ، وتطرقت الباحثة أيضاً في هذا الفصل العلاقة بين المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم من خلال عرض الدراسات النظرية التي تبنت العلاقة الطردية أو العلاقة العكسية مع عرض الدراسات السابقة التي تناولت هذه العلاقة في سورية.



الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية

تمهيد:

يأتي هذا الفصل استكمالاً للقسم النظري الذي تمّ عرضه، حيث يهدف إلى اختبار فرضيات الدراسة احصائياً وتحديد ما إذا كان للمتغيرات النقدية المتمثلة في معدل التضخم وسعر الصرف وسعر الفائدة تأثيراً في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DwX، ولذلك تم العرض في هذا الفصل:

أولاً: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية

ثانياً: مجتمع و عينة الدراسة.

ثالثاً: اختبار الفرضيات وتفسير النتائج.

المبحث الأول

قياس أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم DwX

1.1.4 لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم/55/ لعام 2006 ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيس للسوق مدينة دمشق.

وتم الافتتاح الرسمي للسوق في 10/03/2009.

وتقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى السوق النظامية والسوق الموازية، أما الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق تضم ما يلي:

1. أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
2. سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
3. أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.

4. الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
5. أية أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- وحالياً يتم تداول أسهم الشركات المساهمة السورية مقسمة إلى القطاعات الآتية (قطاع المصارف - قطاع التأمين - القطاع الصناعي - القطاع الزراعي - قطاع الخدمات).
- والهدف من إنشاء هذه السوق هو دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفرص لتعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لكافة فئات المجتمع.

2.1.4 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من المؤشرات العامة لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية والذي تتألف من جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مع العلم بأن الشركة لا تدخل في معادلة المؤشر إلا بعد أن يتم تحديد أول سعر مرجعي لها من خلال الجلسة الاستكشافية.

أما عينة الدراسة فتتكون من المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX في الفترة الزمنية الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م.

وفيما يلي يعرض الجدول الآتي أسماء الشركات الداخلة في معادلة المؤشر مع رمز الشركة وقطاعها.

الجدول رقم(1.1.4) أسماء الشركات الداخلة في معادلة المؤشر

رمز الشركة	اسم الشركة	القطاع
ABC	شركة اسمنت البادية	صناعي
AHT	الشركة الأهلية للنقل	خدمات
ARBS	المصرف العربي-سورية	مصارف
AROP	السورية الدولية للتأمين-أروب	تأمين
ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	تأمين
AVOC	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	صناعي
BASY	مصرف الائتمان الأهلي أي تي بي	مصارف
BBC	مصرف بيبيلوس-سورية	مصارف
BBSF	مصرف بيمو السعودي الفرنسي	مصارف
BBSY	مصرف البركة-سورية	مصارف
BOJS	مصرف الأردن-سورية	مصارف
BSO	مصرف سورية والمهجر	مصارف
CHB	مصرف الشام	مصارف
FSBS	فرنسبنك-سورية	مصارف
IBTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	مصارف
MTN	شركة MTN سورية	اتصالات
NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	تأمين
QNBS	مصرف قطر الوطني-سورية	مصارف
SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	تأمين
SGB	مصرف سورية والخليج	مصارف
SHRQ	مصرف الشرق	مصارف
SIIP	مصرف سورية الدولي الإسلامي	مصارف
SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	تأمين
SYTEL	شركة سيرتيل موبايل تيليكوم	اتصالات
UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	خدمات
UIC	الشركة المتحدة للتأمين	تأمين

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy

3.1.4 اختبار الفرضيات وتفسير النتائج.

تم اخضاع فرضيات الدراسة للاختبار باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وذلك بموجب قاعدة القرار الآتية:

نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة إذا كانت قيمة sig المحسوبة أصغر من 5%.

وباستخدام البرنامج الاحصائي spss سيتم دراسة الانحدار الخطي المتعدد و البسيط واختبار الفرضيات على اعتبار أنه يوجد ثلاث متغيرات مستقلة (معدل التضخم-سعر الصرف-سعر الفائدة)، ومتغير تابع واحد وهو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

1.3.1.4 تحليل أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

تم اخضاع ثلاثة متغيرات نقدية (معدل التضخم-سعر الصرف-سعر الفائدة) للاختبار واعتبارها مستقلة واستبعاد المتغير الرابع (العرض النقدي) وذلك لعدم وجود البيانات اللازمة خلال الفترة المدروسة، علماً أن المتغير التابع هو المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

ومن خلال الجداول الآتية تم عرض بيانات رعية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع خلال الفترة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م، علماً أنه تم الحصول على البيانات الشهرية المتعلقة بالتضخم من المكتب المركزي للإحصاء وحساب متوسطات رعية للفترة المدروسة أما البيانات المتعلقة بالمؤشر فتم الحصول عليها من التقارير الربعية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية، أما بالنسبة لبيانات سعر الصرف فتم الحصول على البيانات الشهرية المتعلقة بسعر الصرف من النشرة الاحصائية لمصرف سورية المركزي وحساب متوسطات رعية للفترة المدروسة، أما البيانات المتعلقة بسعر الفائدة فتم الحصول على البيانات الشهرية من النشرة الاحصائية لمصرف سورية المركزي وحساب متوسطات رعية للفترة المدروسة.

الجدول رقم (2.1.4) بيانات معدل التضخم

معدل التضخم				ربعي العام
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
484.84	457.07	335.16	277.56	2013
350.23	325.03	311.17	309.9	2014
509.03	455.37	433.77	397.17	2015
746.95	692.75	435.86	578.92	2016
777.77	775.7	788.83	788.93	2017
799.07	781.1	789.03	791.37	2018
988.17	889.48	864.18	842.74	2019
2653.33	2184.9	1624.87	1215.87	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المكتب المركزي للإحصاء

الجدول رقم (3.1.4) بيانات سعر الصرف

سعر الصرف				ربعي العام
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
140.16	117.1	97.24	81.58	2013
178.08	158.18	149.46	144.38	2014
309.47	248.95	238.40	210.07	2015
500.06	493.69	491.71	416.14	2016
455.18	500.05	500.05	500.06	2017
438	438	438	438	2018
438	438	438	438	2019
1256	1255.33	563.33	436	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرة الإحصائية لمصرف سورية المركزي.

الجدول رقم(4.1.4) بيانات سعر الفائدة

سعر الفائدة				رابعي العام
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
10.26	10.25	10.25	10.19	2013
10.27	10.26	10.25	10.27	2014
10.22	10.27	10.25	10.24	2015
10.92	10.71	10.59	10.23	2016
11.44	11.56	11.49	11.33	2017
11.12	11.58	11.69	11.58	2018
8.54	9.17	10.07	10.83	2019
8.74	8.55	8.41	8.38	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرة الاحصائية للمصرف المركزي

الجدول رقم(5.1.4) بيانات المؤشر DwX

المؤشر العام لأسعار الأسهم DwX				رابعي العام
الربع الرابع	الربع الثالث	الربع الثاني	الربع الأول	
1301	1251	1149	794	2013
1271	1298	1308	1232	2014
1228	1199	1200	1242	2015
1618	1511	1469	1440	2016
5983	3253	2849	3066	2017
6190	6205	5674	6124	2018
5837	5668	5958	6173	2019
8083	7437	7671	6114	2020

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الربعية المنشورة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أولاً: لاستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد يجب التحقق من الشروط الآتية:

1. عدم وجود تعددية خطية.
2. لا يوجد ارتباط ذاتي.
3. المتوسط صفر.
4. التباين ثابت.
5. التوزيع طبيعي.

وللتحقق من هذه الشروط تم إدخال بيانات الجداول السابقة في برنامج SPSS والحصول على الجدول الآتي:

الجدول رقم (6.1.4) معامل الانحدار^a Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-8727.181-	4117.543		-2.120-	.043		
	INTEREST	868.295	376.238	.336	2.308	.029	.528	1.893
	INF	7.434	1.751	1.552	4.245	.000	.084	11.942
	EX	-6.009-	3.085	-.641-	-1.948-	.061	.103	9.673

a. Dependent Variable: DWX

spss

المصدر: مخرجات

من خلال الجدول السابق يلاحظ أنه يوجد مشكلة تعددية خطية للمتغيرين معدل التضخم وسعر الصرف حيث أن:

$$VIF(\text{inf}) > 5$$

و

$$VIF(\text{ex}) > 5$$

$$11.942 > 5$$

$$9.673 > 5$$

ولمعالجة التعددية الخطية تم استبعاد سعر الصرف ليصبح لدينا فقط متغيرين مستقلين (سعر الفائدة ومعدل التضخم) ومتغير تابع واحد (DWX).

وإعادة إدخال بيانات الجداول رقم(2.1.4) ورقم(4.1.4) ورقم(5.1.4) في برنامج SPSS ليظهر الجدول الآتي:

الجدول رقم(7.1.4) معامل الانحدار^a Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-4666.773-	3718.273		-1.255-	.219		
	INTEREST	478.782	333.721	.185	1.435	.162	.736	1.359
	INF	4.223	.619	.882	6.827	.000	.736	1.359

a. Dependent Variable: DWX

spss

المصدر: مخرجات

من خلال الجدول السابق يلاحظ أنه تم حل مشكلة التعددية الخطية حيث أن:

$$VIF(inf) < 5$$

$$1.359 < 5$$

ومن خلال الجدول الآتي تم التحقق من الشرط الثاني للنموذج وهو شرط عدم وجود الارتباط الذاتي بين البواقي.

الجدول رقم(8.1.4)معامل الارتباط^b Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.802 ^a	.644	.619	1551.972	.307

a. Predictors: (Constant), INF, INTEREST

spss

المصدر: مخرجات

b. Dependent Variable: DWX

من خلال الجدول السابق يتبين أن احصائية ديرين واتسن $DW=0.307$ تشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي حيث أن القيم الجدولية لديرين واتسن $du=1.574$ ، $dl=1.309$.

ولحل مشكلة الارتباط الذاتي تم استخدام نماذج الانحدار الذاتي الخطية وبالتحديد نموذج AR(1) الموضح في العلاقة الآتية:

$$e_t = b_0 + b_1 e_{t-1}$$

وبعد إدخال نموذج AR(1) مع البيانات الموضحة في الجدول رقم (2.1.4) ورقم (4.1.4) ورقم (5.1.4) ستظهر الجداول الآتية:

الجدول رقم (9.1.4) معامل الارتباط Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.961 ^a	.924	.916	726.081	2.153

a. Predictors: (Constant), AR1, INF, INTEREST
b. Dependent Variable: DWX

المصدر: مخرجات spss

من خلال الجدول السابق يتبين أن مشكلة الارتباط الذاتي قد تم حلها حيث أن:

$$4 - du > Dw > du$$

$$2.426 > 2.153 > 1.574$$

وأن معامل الارتباط R=96% وهو ارتباط قوي، وأن معامل التحديد R Square=92% هذا يعني أن معدل التضخم وسعر الفائدة يفسران معاً 92% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.

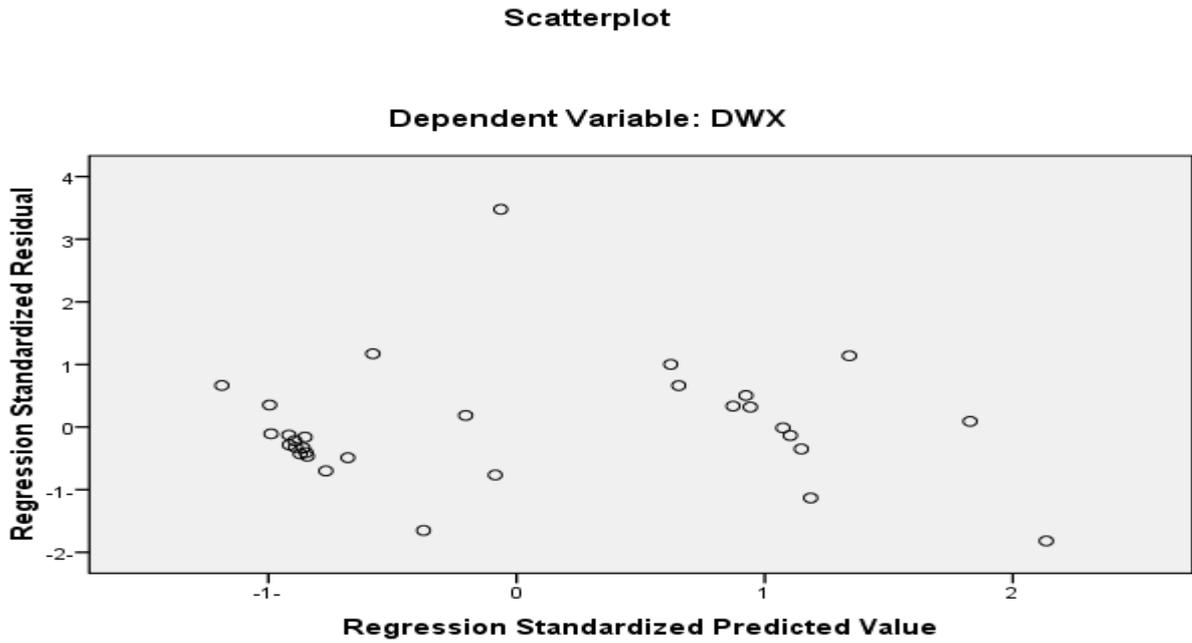
الجدول رقم (10.1.4) توصيف البواقي Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	749.57	8756.76	3612.10	2410.006	31
Residual	-1.320E3	2524.588	.000	688.821	31
Std. Predicted Value	-1.188-	2.135	.000	1.000	31
Std. Residual	-1.818-	3.477	.000	.949	31

a. Dependent Variable: DWX

المصدر: مخرجات spss

ومن خلال الجدول السابق نجد أن المتوسط للبواقي Residual صفر.



الشكل رقم (1.1.4) تباين البواقي

ومن خلال الشكل أعلاه نجد أنّ النقاط نوعاً ما منتشرة بشكل عشوائي، ويمكن القول بأنّ التباين ثابت.

الجدول رقم (11.1.4)التوزيع الطبيعي **One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		31
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	6.88821090E2
Most Extreme Differences	Absolute	.142
	Positive	.129
	Negative	-.142-
Kolmogorov-Smirnov Z		.789
Asymp. Sig. (2-tailed)		.562
a. Test distribution is Normal.		
SPSS	المصدر: مخرجات	

ومن خلال الجدول أعلاه نجد أنّ البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أنّ:

$$\text{Sig} > 5\%$$

$$56\% > 5\%$$

الجدول رقم (12.1.4) معادلة الانحدار كاملة ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.742E8	3	5.808E7	110.171	.000 ^a
	Residual	1.423E7	27	527193.883		
	Total	1.885E8	30			

a. Predictors: (Constant), AR1, INF, INTEREST

SPSS

المصدر: مخرجات

b. Dependent Variable: DWX

ومن خلال الجدول السابق نجد أن معادلة الانحدار كاملة معنوية حيث أن:

$$\text{Sig} < 5\%$$

$$0 < 5\%$$

الجدول رقم (13.1.4) معامل الانحدار^a Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-7151.626	1782.673		-4.012	.000		
	INTEREST	754.094	160.055	.298	4.711	.000	.701	1.427
	INF	3.688	.300	.774	12.300	.000	.706	1.416
	AR1	.995	.097	.573	10.236	.000	.891	1.122

a. Dependent Variable: DWX

SPSS

المصدر: مخرجات

من خلال الجدول السابق يتبين أنه يوجد أثر لسعر الفائدة ومعدل التضخم معاً في المؤشر العام لأسعار الأسهم وذلك لأن:

$$\text{Sig} < 5\%$$

$$0 < 5\%$$

وبعد التحقق من صحة الشروط لنموذج الانحدار الخطي المتعدد يمكن أن نستنتج أنه يوجد أثر للمتغيرات النقدية (سعر الفائدة، معدل التضخم) في المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال فترة الدراسة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م، وبالتالي للتحقق من وجود أثر لسعر الصرف الذي تم استبعاده لمعالجة مشكلة التعددية الخطية، تم إعادة الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط للمتغيرات الثلاث (معدل التضخم-سعر الفائدة-سعر الصرف).

2.3.1.4 تحليل أثر المتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX باستخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط.

1.2.3.1.4 تحليل أثر معدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

تتص الفرضية الأولى على أنه لا يوجد أثر لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

أولاً: تقدير معادلة الانحدار وفق الصيغة الآتية:

$$DWX = B_0 + B_1 INF + E$$

حيث أن:

DWX المؤشر العام لأسعار الأسهم.

INF معدل التضخم.

E حد الخطأ العشوائي.

وللتحقق من شروط حد الخطأ العشوائي وهي:

1. المتوسط صفر.
2. التباين ثابت.
3. التوزيع طبيعي.
4. لا يوجد ارتباط ذاتي.

ثانياً: تم إدخال بيانات الجدول رقم (2.1.4) و (5.1.4) في برنامج SPSS لنحصل على الجدول الآتي:

الجدول رقم(14.1.4)معامل الارتباط^b Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.787 ^a	.619	.606		1579.109	.253

a. Predictors: (Constant),INF

spss

المصدر:مخرجات

b. Dependent Variable:DWX

من خلال الجدول السابق يتبين أن احصائية ديرين واتسن $DW=0.253$ تشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي حيث أن القيم الجدولية لديرين واتسن $du=1.502, dl=1.373$.

ولحل مشكلة الارتباط الذاتي تم استخدام نماذج الانحدار الذاتي الخطية وبالتحديد نموذج $AR(1)$ الموضح في العلاقة الآتية:

$$e_t = b_0 + b_1 e_{t-1}$$

وبالتالي ستصبح معادلة الانحدار بعد إدخال النموذج $AR(1)$ على الشكل الآتي:

$$DWX = 2 b_0 + b_1 inf + b_1 e_{t-1}$$

وبعد إدخال نموذج $AR(1)$ مع البيانات الموضحة في الجدول رقم(2.1.4) ستظهر الجداول الآتية:

الجدول رقم(15.1.4)معامل الارتباط Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.960 ^a	.922	.916		725.516	1.882

a. Predictors: (Constant),INF, AR1

المصدر:مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

من خلال الجدول رقم(15.1.4) يتبين أن مشكلة الارتباط الذاتي قد تم حلها حيث أن:

$$4-du > Dw > du$$

$$2.498 > 1.882 > 1.502$$

وأن معامل الارتباط $R=96\%$ وهو ارتباط قوي، وأن معامل التحديد $R\text{ Square}=92\%$ هذا يعني أن معدل التضخم يفسر 92% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.

Residuals Statistics^a الجدول رقم (16.1.4) توصيف البواقي

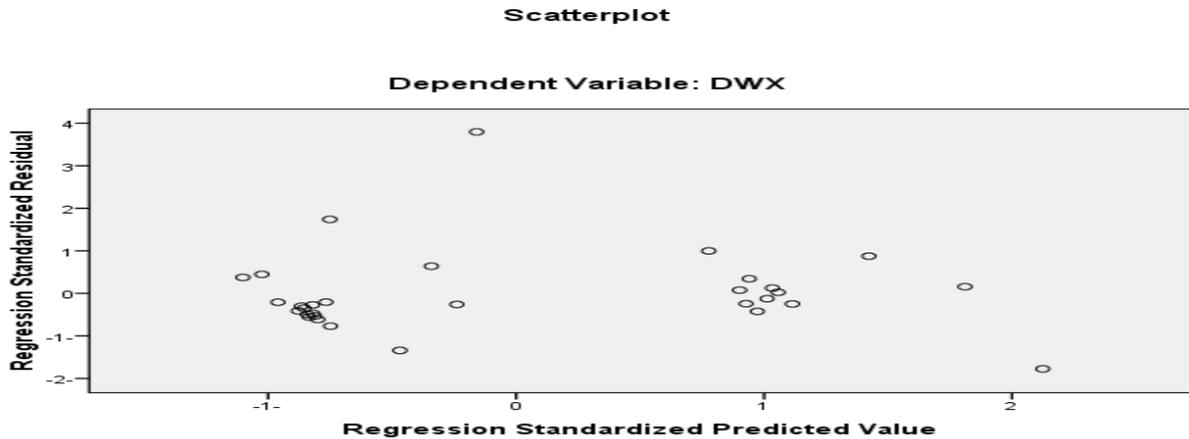
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	959.76	8723.75	3612.10	2406.517	31
Residual	-1.287E3	2753.606	.000	700.915	31
Std. Predicted Value	-1.102-	2.124	.000	1.000	31
Std. Residual	-1.774-	3.795	.000	.966	31

a. Dependent Variable: DWX

spss

المصدر: مخرجات

ومن خلال الجدول رقم (16.1.4) نجد أن المتوسط للبواقي Residual صفر.



الشكل رقم(2.1.4) تباين البواقي

ومن خلال الشكل رقم (2.1.4) السابق نجد أن النقاط نوعاً ما منتشرة بشكل عشوائي، ويمكن القول بأن التباين ثابت.

الجدول رقم(17.1.4) التوزيع الطبيعي للبواقي

		Unstandardized Residual
N		31
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	7.00914764E2
Most Extreme Differences	Absolute	.177
	Positive	.177
	Negative	-.166-
Kolmogorov-Smirnov Z		.988
Asymp. Sig. (2-tailed)		.283
a. Test distribution is Normal		المصدر: مخرجات
		. spss

ومن خلال الجدول أعلاه نجد أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أن $\text{sig}=28\%$ وهي أكبر من 5% .

الجدول رقم(18.1.4) معامل الانحدار Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1095.021	240.134		4.560	.000
	AR1	.956	.090	.575	10.610	.000
	INF	3.100	.258	.651	12.001	.000

a. Dependent Variable: DWX

المصدر: مخرجات spss

ومن خلال الجدول السابق يتبين أنه يوجد أثر لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم وذلك لأن $\text{sig}=0$ وهي أصغر من 5% .

ويلاحظ أيضاً أن العلاقة بين معدل التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم علاقة طردية.

الجدول رقم (19.1.4) معادلة الانحدار كاملة ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.737E8	2	8.687E7	165.035	.000 ^a
	Residual	1.474E7	28	526373.042		
	Total	1.885E8	30			

a. Predictors: (Constant), AR(1), INF

المصدر: مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

ومن خلال الجدول رقم(19.1.4) يتبين أن معادلة الانحدار كاملة معنوية وذلك لأن $\text{sig}=0$ وهي أصغر من 5%.

ومما سبق تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX، وذلك عندما تكون قيمة sig أصغر من 5% وهذا الشرط محقق، وبما أن جميع شروط حد الخطأ العشوائي محققة، يمكن كتابة معادلة الانحدار من الجدول رقم(18.1.4) على الشكل الآتي:

$$DWX=1095+3 INF+0.96 e_{t-1}$$

2.2.3.1.4 تحليل أثر سعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

تنص الفرضية الثانية على أنه لا يوجد أثر لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX.

حيث سيتم رفض الفرضية وقبول الفرضية البديلة إذا كانت قيمة sig المحسوبة أصغر من 5%.

أولاً: تقدير معادلة الانحدار وفق الصيغة الآتية:

$$DWX = B_0 + B_1 EX + E$$

حيث أن:

DWX المؤشر العام لأسعار الأسهم.

EX سعر الصرف.

E حد الخطأ العشوائي.

وللتحقق من شروط حد الخطأ العشوائي سنقوم بإدخال البيانات الجدول رقم (3.1.4) و (5.1.4) في برنامج spss لنحصل على الجدول الآتي:

الجدول رقم (20.1.4) معامل الارتباط Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.693 ^a	.481	.464		1842.393	.358

a. Predictors: (Constant), EX

المصدر: مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

من خلال الجدول رقم (20.1.4) يتبين أن احصائية ديرين واتسن $DW=0.358$ تشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي حيث أن القيم الجدولية لديرين واتسن $du=1.502$ ، $dl=1.373$.

ولحل مشكلة الارتباط الذاتي تم استخدام نماذج الانحدار الذاتي الخطية وبالتحديد نموذج AR(1) الموضح في العلاقة الآتية:

$$e_t = b_0 + b_1 e_{t-1}$$

وبالتالي تصبح معادلة الانحدار بعد إدخال النموذج AR(1) على الشكل الآتي:

$$DWX = 2 b_0 + b_1 ex + b_1 e_{t-1}$$

وبعد إدخال نموذج AR(1) مع البيانات الموضحة في الجدول رقم (3.1.4) و(5.1.4) تظهر الجداول الآتية:

الجدول رقم(21.1.4) معامل الارتباط Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.916 ^a	.839	.828	1040.633	2.042

a. Predictors: (Constant), EX , AR1

المصدر: مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

من خلال الجدول السابق يتبين أن مشكلة الارتباط الذاتي قد تم حلها حيث أن:

$$4 - du > Dw > du$$

$$2.498 > 2.042 > 1.502$$

وأن معامل الارتباط R=91% وهو ارتباط قوي، وأن معامل التحديد R Square=83% هذا يعني أن سعر الصرف يفسر 83% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.

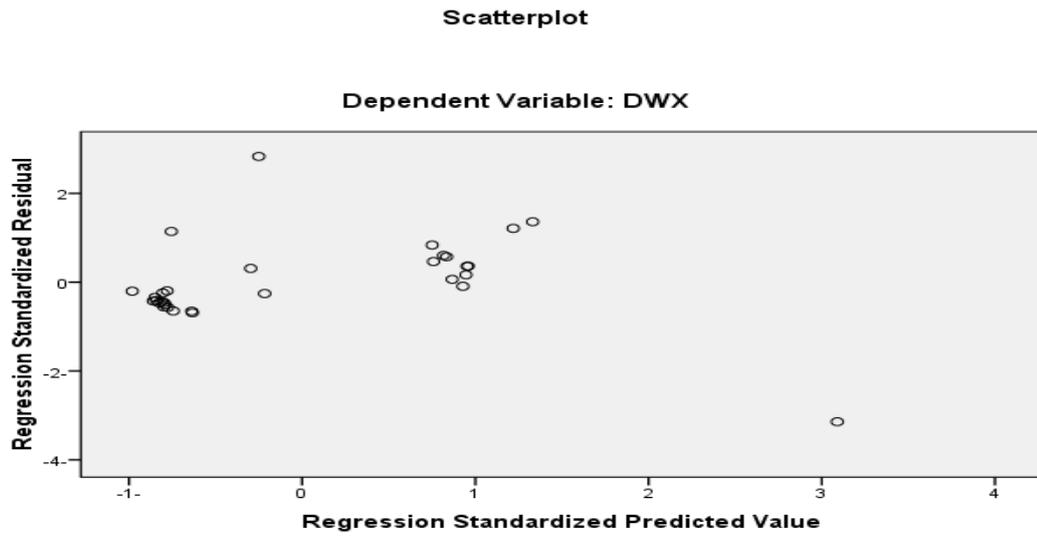
الجدول رقم(22.1.4) توصيف البواقي Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	1359.66	10707.20	3612.10	2296.058	31
Residual	-3.270E3	2946.183	.000	1005.347	31
Std. Predicted Value	-.981-	3.090	.000	1.000	31
Std. Residual	-3.143-	2.831	.000	.966	31

a. Dependent Variable: DWX

المصدر: مخرجات spss

ومن خلال الجدول رقم(22.1.4) نجد أن المتوسط للبواقي Residual صفر.



الشكل رقم (3.1.4) تباين البواقي

ومن خلال الشكل رقم (3.1.4) نجد أن النقاط نوعاً ما منتشرة بشكل عشوائي ويمكن القول بأن التباين ثابت.

الجدول رقم (23.1.4) التوزيع الطبيعي للبواقي

		Unstandardized Residual
N		31
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.00534699E3
Most Extreme Differences	Absolute	.205
	Positive	.129
	Negative	-.205-
Kolmogorov-Smirnov Z		1.143
Asymp. Sig. (2-tailed)		.146
a. Test distribution is Normal		spss المصدر مخرجات

ومن خلال الجدول السابق نجد أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أن $\text{sig}=15\%$ وهي أكبر من 5% .

الجدول رقم (24.1.4) معامل الانحدار^a Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1382.741	354.138		3.905	.001
	EX	5.308	.726	.564	7.308	.000
	AR1	.854	.105	.625	8.102	.000

a. Dependent Variable: DWX

المصدر : مخرجات spss

ومن خلال الجدول رقم (24.1.4) يتبين أنه يوجد أثر لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم وذلك لأن $sig=0$ وهي أصغر من 5%.

وبلاحظ من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم هي علاقة طردية.

الجدول رقم (25.1.4) معادلة الانحدار كاملة^b ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.582E8	2	7.908E7	73.023	.000 ^a
	Residual	3.032E7	28	1082917.047		
	Total	1.885E8	30			

a. Predictors: (Constant), AR(1), EX

المصدر : مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

ومن خلال الجدول السابق يتبين أن معادلة الانحدار كاملة معنوية وذلك لأن $sig=0$ وهي أصغر من 5%.

ومما سبق تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر لسعر
الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX وذلك عندما تكون قيمة sig أصغر من 5% وهذا
الشرط محقق، وبما أن جميع شروط حد الخطأ العشوائي محققة يمكن كتابة معادلة الانحدار من
الجدول رقم (24.1.4) على الشكل الآتي:

$$DWX=1384+5 EX+0.85 e_{t-1}$$

3.2.3.1.4 تحليل أثر سعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق

المالية DWX.

تنص الفرضية الثالثة على أنه لا يوجد أثر لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق
دمشق للأوراق المالية DWX.

أولاً: تقدير معادلة الانحدار وفق الصيغة الآتية:

$$DWX= B_0 + B_1 INT+E$$

حيث أن:

DWX المؤشر العام لأسعار الأسهم.

INT سعر الفائدة.

E حد الخطأ العشوائي.

و للتحقق من شروط حد الخطأ العشوائي تم إدخال البيانات الجدول رقم (4.4.1) و(5.4.1) في
برنامج spss لنحصل على الجدول الآتي:

الجدول رقم(26.1.4) معامل الارتباط Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.268 ^a	.072	.041	2463.788	.087

a. Predictors: (Constant),INT

المصدر: مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

من خلال الجدول السابق يتبين أن احصائية ديرين واتسن $DW=0.087$ تشير إلى وجود مشكلة في الارتباط الذاتي حيث أن القيم الجدولية لديرين واتسن $du=1.502$ ، $dl=1.373$.

ولحل مشكلة الارتباط الذاتي سيتم استخدام نموذج $AR(1)$ الموضح في العلاقة الآتية:

$$e_t = b_0 + b_1 e_{t-1}$$

وبالتالي تصبح معادلة الانحدار بعد إدخال النموذج $AR(1)$ على الشكل الآتي:

$$DWX = 2 b_0 + b_1 ex + b_1 e_{t-1}$$

وبعد إدخال نموذج $AR(1)$ مع البيانات الموضحة في الجدول رقم(4.1.4) و(5.1.4) في برنامج spss ستظهر الجداول الآتية:

الجدول رقم(27.1.4) معامل الارتباط Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.962 ^a	.925	.920	710.474	1.739

a. Predictors: (Constant), $AR(1)$,INT

المصدر: مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX.

من خلال الجدول السابق يتبين أن مشكلة الارتباط الذاتي قد تم حلها حيث أن:

$$4-du > Dw > du$$

$$2.498 > 1.739 > 1.502$$

وأن معامل الارتباط $R=96\%$ وهو ارتباط قوي، وأن معامل التحديد $R\text{ Square}=92\%$ هذا يعني أن سعر الفائدة يفسر 92% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX.

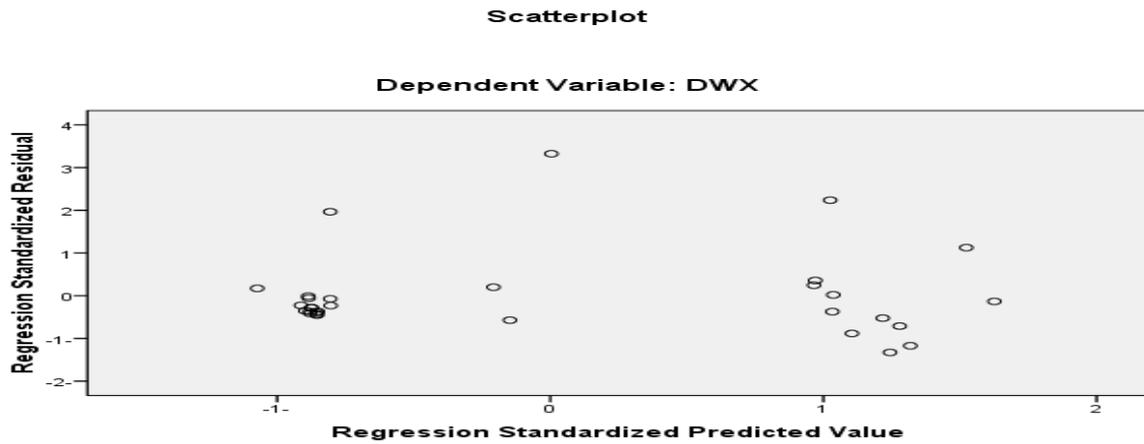
Residuals Statisticsa (الجدول رقم 28.1.4) توصيف البواقي

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	1026.46	7531.23	3612.10	2410.702	31
Residual	-9.427E2	2361.060	.000	686.383	31
Std. Predicted Value	-1.073-	1.626	.000	1.000	31
Std. Residual	-1.327-	3.323	.000	.966	31

a. Dependent Variable: DWX

المصدر: مخرجات SPSS

ومن خلال الجدول رقم (28.1.4) نجد أن المتوسط للبواقي Residual صفر.



الشكل رقم (4.1.4) تباين البواقي

ومن خلال الشكل أعلاه نجد أن النقاط نوعاً ما منتشرة بشكل عشوائي، ويمكن القول بأن التباين ثابت.

الجدول رقم(20.1.4) التوزيع الطبيعي

		Unstandardized Residual
N		31
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	6.86382867E2
Most Extreme Differences	Absolute	.238
	Positive	.238
	Negative	-.148-
Kolmogorov-Smirnov Z		1.325
Asymp. Sig. (2-tailed)		.060
a. Test distribution is Normal.		المصدر: مخرجات SPSS

ومن خلال الجدول السابق نجد أن البواقي تخضع للتوزيع الطبيعي حيث أن $\text{sig}=6\%$ وهي أكبر من 5% .

الجدول رقم(30.1.4)معامل الانحدار Coefficientsats

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9910.381	1359.160		7.292	.000
	INT	-600.128-	131.227	-.237-	-4.573-	.000
	AR(1)	.971	.055	.922	17.793	.000

a. Dependent Variable: المؤشر

المصدر: مخرجات spss

ومن خلال الجدول رقم(30.1.4) يتبين أنه يوجد أثر لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم وذلك لأن $\text{sig}=0$ وهي أصغر من 5% .

وبلاحظ من خلال الجدول السابق أن العلاقة بين سعر الفائدة والمؤشر العام لأسعار الأسهم هي علاقة عكسية.

الجدول رقم(31.1.4) معادلة الانحدار كاملة ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.743E8	2	8.717E7	172.696	.000 ^a
	Residual	1.413E7	28	504772.971		
	Total	1.885E8	30			

a. Predictors: (Constant), AR(1), INT

المصدر: مخرجات spss

b. Dependent Variable: DWX

ومن خلال الجدول رقم(31.1.4) يتبين أن معادلة الانحدار كاملة معنوية وذلك لأن $\text{sig}=0$ وهي أصغر من 5%.

ومما سبق تم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أنه يوجد أثر لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX، وذلك عندما تكون قيمة sig أصغر من 5% وهذا الشرط محقق، وبما أن جميع شروط حد الخطأ العشوائي محققة يمكن كتابة معادلة الانحدار من الجدول رقم(30.1.4) على الشكل الآتي:

$$DWX=9910-600 INT+0.97 e_{t-1}$$

وبالتالي يمكن استنتاج أنه يوجد أثر للمتغيرات النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من عام 2013 حتى عام 2020م.

النتائج:

أولاً: نتائج الانحدار الخطي المتعدد:

يوجد أثر للمتغيرات النقدية (معدل التضخم ، سعر الفائدة) في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية DWX، حيث بلغ معامل الارتباط %96 وهو ارتباط قوي وبلغ معامل التحديد %92 أي أن معدل التضخم وسعر الفائدة يفسران معاً %92 من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX، أما سعر الصرف فقد تم استبعاده بسبب وجود مشكلة التعددية الخطية.

ثانياً: نتائج الانحدار الخطي البسيط:

1. يوجد أثر لمعدل التضخم في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغ معامل الارتباط %96 وهو ارتباط قوي وبلغ معامل التحديد %92 أي أن معدل التضخم يفسر %92 من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم، ومن خلال معادلة الانحدار الآتية:

$$DWX=1095+3INF+0.96E_{T-1}$$

يلاحظ أن العلاقة بين معدل التضخم والمؤشر العام لأسعار الأسهم هي علاقة طردية.

2. يوجد أثر لسعر الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغ معامل الارتباط %92 وهو ارتباط قوي وبلغ معامل التحديد %84 أي أن سعر الصرف يفسر %84 من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم، ومن خلال معادلة الانحدار الآتية:

$$DWX=1384+5EX+0.85E_{T-1}$$

يلاحظ أن العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم هي علاقة طردية.

3. يوجد أثر لسعر الفائدة في المؤشر العام لأسعار الأسهم DWX في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغ معامل الارتباط %96 وهو ارتباط قوي وبلغ معامل التحديد %92 أي أن سعر الفائدة يفسر %92 من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم، ومن خلال معادلة الانحدار الآتية:

$$DWX=9910-600INT+0.97E_{T-1}$$

يلاحظ أن العلاقة بين سعر الفائدة والمؤشر العام لأسعار الأسهم هي علاقة عكسية.

المقترحات:

وبناءً على النتائج السابقة يمكن أن توصي الباحثة بما يلي:

1. قيام المصرف المركزي بإجراءات تقييمية لمعرفة التأثيرات الإيجابية والسلبية لقرارات السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية.
2. متابعة المستثمرين لآثار تطور متغيرات السياسة النقدية بشكل دائم وذلك لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب.
3. الإفصاح عن بيانات متغيرات السياسة النقدية حتى العام الحالي وذلك لهدف القيام بالمزيد من الدراسات الحديثة والوصول إلى نتائج تساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات سليمة لاستثماراتهم مما يعكس ذلك في تحسين الوضع الاقتصادي.
4. دراسة العوامل الأخرى الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر في أسعار الأسهم.

قائمة المراجع:

• المراجع العربية:

أولاً: الكتب

1. أحمد الرفاعي، 2007، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، ط3، دار وائل للنشر، عمان.
2. أحمد فوزي ملوخية، 2005، الاقتصاد الجزئي، ط1، مكتبة بستان المعرفة، جامعة الاسكندرية.
3. أحمد محمد عادل عبد العزيز، الفائدة والتضخم (بين النظرية والواقع)، دار التعليم الجامعي، جامعة الاسكندرية.
4. أزهرى الطيب الفلكي، 2017، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان.
5. إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، 2016، إدارة البنوك التجارية، المنهل، القاهرة.
6. جعفر الخزعلي، 2016، تاريخ الفكر الاقتصادي (دراسة تحليلية للأفكار الاقتصادية عبر الحقب الزمنية)، دار العلوم الاقتصادية والإدارية، بغداد.
7. جميل سعودي، 2014، إدارة المؤسسات المالية المتخصصة، دار المنهل، عمان.
8. حاكم محسن الربيعي وآخرون، 2020، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري، عمان.
9. حسني علي خريوش، 2012، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، الأردن.
10. حيدر حسين آل طعمة، 2014، الأسواق المالية (النشأة، المفهوم، الأدوات)، مركز الدراسات الاستراتيجية جامعة كربلاء، العراق.
11. حيدر يونس الموسوي، نزار كاظم الخيكاني، 2020، السياسات الاقتصادية (الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي)، دار اليازوري العلمي، عمان.
12. حيدر يونس الموسوي، 2018، المصارف الإسلامية (أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية)، دار اليازوري للنشر، عمان.

13. خالد عبد العزيز بغدادي، 2012، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض.
14. دريد كامل آل شبيب، 2011، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية، الأردن.
15. رمزي محمود، 2019، حرب العملات (الحرب العالمية الثالثة بين المارد الصين والعملاق الأمريكي)، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية.
16. رمزي محمود، 2019، التيسير الكمي (سياسة نقدية غير تقليدية لتنشيط الاقتصاد القومي)، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية.
17. سامر قنطججي، 2020، السياسات النقدية والمالية والاقتصادية، الطبعة الأولى، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، جامعة كاي.
18. سرمد كوكب الجميل، 2015، المدخل إلى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان.
19. شريط صلاح الدين، 2018، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، جامعة بو ضياف المسيلة، الجزائر.
20. صادق الشمري، 2022، الصناعة المصرفية الإسلامية مداخل وتطبيقات، دار اليازوري، عمان.
21. طارق عفيفي صادق، 2015، الحماية القانونية عمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة.
22. عامل رزق، 2010، إدارة الأزمات المالية العالمية، مجموعة النيل العربية، ط1، مصر.
23. عبد السلام رضا، 2007، العلاقات الاقتصادية الدولية، المكتبة العصرية للنشر، مصر.
24. عبد اللطيف مصطفى، محمد بن بو زيان، 2015، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت.
25. عبد الله بن سليمان الجريش، 2018، تداول الأسهم في السوق المالية، الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض.

26. عثمان سلمان غيلان العبودي، 2019، الإشكالات الدستورية والقانونية في تنظيم الاختصاصات المالية الاتحادية (دراسة مقارنة)، المركز العربي للنشر، ط1، مصر.
27. فاطمة الزهراء الخبازي، 2012، النظام النقدي الدولي، دار اليازوري، الأردن.
28. قيصر عبد الكريم الهيبي، 2006، أساليب الاستثمار الاسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، الطبعة الأولى، مؤسسة رسلان علاء الدين، سوريا.
29. كامل الفتلاوي، حسين الزبيدي، 2013، مبادئ علم الاقتصاد، دار صفاء للطباعة والنشر، ط1، عمان.
30. كنجو كنجو، أيمن شيحا، 2005، الأسواق المالية، منشورات جامعة حلب، سورية. 30. محمد أحمد الأفندي، 2012، مبادئ الاقتصاد الكلي، ط2، دار الكتاب الجامعي، صنعاء.
31. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، 2018، النقود والبنوك، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، مصر.
32. محمد القطاري، 2011، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية، المنهل، ط1، مصر.
33. محمد أيمن عزت الميداني، 2015، الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة السابعة، الرياض.
34. محسن حسن المعموري، 2019، مبادئ علم الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
35. محمد شاهين، 2017، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثر للنشر، القاهرة.
36. محمد صلاح كردي، 2023، آلية عمل النظم البنكية في ظل الصدمات النقدية، دار التعليم الجامعي، مصر.
37. محمود عبيد صالح عليوي السبهاني، 2016، النقود والسياسة النقدية في الاقتصاد الاسلامي (تجربة السودان أنموذجاً)، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان.
38. محمد محمود الخطيب، 2010، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الحامد، عمان.

39. محمود محمد داغر، 2005، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، الطبعة الأولى، عمان.

40. نبيل ذنون الصائغ، 2018، الائتمان المصرفي، دار الكتب العلمية، بيروت.

41. نوري موسى شقيري، 2007، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي.

42. هزاع مفلح، أسمهان خلف، 2020، الأسواق المالية، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حماه.

43. هيفاء غدير غدير، 2010، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، مطابع الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، سوريا.

ثانياً: الدوريات

1. البطرني، رنا، 2021، أثر المتغيرات الاقتصادية في مؤشر سوق الأوراق المالية، المجلد 29، العدد 2، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، مصر.

2. التلباني، أحمد محي الدين، 2022، العلاقة بين سرعة دوران النقود وكلا من التضخم والنمو الاقتصادي المصري (دراسة قياسية لرسم السياسة النقدية باستخدام نموذج ARDL)، المجلد السادس عشر، العدد الخامس عشر، جامعة الاسكندرية.

3. الزبيدي، سليم، 2014، اثر سعر الصرف في المؤشرات العامة لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011)، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.

4. أسعد، علي، 2016، العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 38، العدد 3، جامعة تشرين، سورية.

5. الفريح، أحمد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأسهم السعودية، المجلد 22، العدد 2، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، جامعة زيان عاشور، الجزائر.

6. الفقيه، محمد تيسير، 2016، تحليل العلاقة بين تغيرات سعر صرف الليرة السورية والمؤشر العام لأسهم سوق دمشق للأوراق المالية، جامعة البعث للعلوم الانسانية، مجلد 38، العدد34، جامعة البعث، سورية.
7. آمال، موساوي، مصطفى، جاب الله، 2019، أثر سعر الفائدة على التضخم كهدف للسياسة النقدية في الجزائر خلال الفترة(1980-2017)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد12، العدد2، جامعة محمد بو ضياف، الجزائر.
8. ذهب، علي، 2017، آليات انتقال أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي، العدد 24، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر.
9. رامز، جواد، 2016، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم: بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية، جامعة البعث للعلوم الانسانية، مجلد 38، العدد32، جامعة البعث، سورية.
10. طارق، وهابي، 2020، فعالية قنوات انتقال آثار السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي دراسة حالة الجزائر للفترة(2000-2018)، المجلد4، العدد1، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، الجزائر.
11. طلال، سليمان، 2016، أثر تقلبات أسعار الصرف في المؤشر العام لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية للمدة(2011-2015)، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، مجلد38، العدد60، جامعة تشرين، سورية.
12. عباس، صباح، 2008، أثر التضخم على سعر الصرف التوازني الدينار العراقي للمدة 1990-2005، السابع عشر، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق.
13. فاعور، مؤمنة، 2020، أثر التضخم في ربحية المصارف الإسلامية دراسة تطبيقية على المصارف الإسلامية في سورية للفترة (2010-2018)، مجلة جامعة حماه، المجلد الرابع، العدد الثاني، جامعة حماه، سورية.
14. قدور، أشواق، 2018، تطور النظريات المفسرة للدورات الاقتصادية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المركز الجامعي، الجزائر.

15. محمد، سالي، 2016، دراسة أثر التضخم في مستوى معيشة الأسرة السورية خلال الفترة 2000-2010، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 38، العدد6، جامعة تشرين، اللاذقية.

16. ياغي، كنان مصطفى، 2020، العلاقة السببية بين معدل التضخم ومؤشر أسعار الأسهم) بحث تطبيقي على سوق دمشق للأوراق المالية)، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد42، العدد1، جامعة تشرين، سورية.

ثالثاً: الرسائل العلمية

1. الدندل، عبد الرحمن، 2012، استراتيجيات السياسة النقدية وأثرها على الأداء الاقتصادي (دراسة حالة الاقتصاد السوري)، رسالة ماجستير، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سورية.
2. اسماعيل، بوران، 2016، أثر تذبذب سعر الصرف على الأداء الاقتصادي في سورية خلال الفترة (1985-2010)، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سورية.
3. الصباح، نواف، 2013، أثر أدوات النقد التي يستخدمها البنك المركزي الكويتي في ارساء السياسة النقدية لتشجيع البنوك على دعم الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، كلية العلوم المالية والادارية، الكويت.
4. العداي، راما، 2020، دور هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية في رفع كفاءة السوق المالي (دراسة ميدانية على هيئة الأسواق والأوراق المالية)، رسالة ماجستير، جامعة الشام الخاصة، كلية العلوم الإدارية، سورية.
5. حبيب، راقى، 2015، دور سعر الصرف في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في سورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
6. حسين، نمارق، 2017، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع اشارة خاصة للعراق للمدة 1990-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة كربلاء، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق.
7. خليل، فاطمة صالح، أثر المتغيرات النقدية في عوائد الأسهم في الأسواق الناشئة، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.

8. خديجة، سنوسي، 2015، دور السياسة النقدية في ضبط المعروض النقدي حالة الجزائر 2000-2013، رسالة ماجستير، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر.
9. زيدان، منذر، 2015، السياسة النقدية وأثرها على السوق النقدية والمالية في سورية، أطروحة دكتوراه، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
10. سوار، غالية، 2014، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
11. شراب، صباح، 2006، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، غزة.
12. قطماوي، باناء، 2016، أثر أدوات السياسة النقدية الكمية على الائتمان المصرفي دراسة تطبيقية على الاقتصاد السوري، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
13. كنعان، علي، 2014، دور السياسة النقدية في التأثير على أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
14. محمد، خورشيد، 2013، استقلالية المصرف المركزي وأثرها في فعالية السياسة النقدية في سورية، رسالة ماجستير، جامعة حلب، كلية الاقتصاد، سورية.
15. مسلم، ميس، 2015، استخدام أسلوب استهداف التضخم في الدول النامية وإمكانية تطبيقه في سورية، رسالة ماجستير، جامعة تشرين، كلية الاقتصاد، سورية.
16. ميدو، معتز بالله، 2016، أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية (دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، سورية.
17. وليد، عمران، 2014، دور السياسة النقدية في مكافحة التضخم دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أم البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، الجزائر.

18. ياسمين، إصالحى، 2017، تأثير سعر الفائدة على القرارات الاستثمارية بالمؤسسات الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة ماي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر.

19. ياسين، عبد الله، 2014، دور سياسة سعر الصرف في رفع من فعالية السياسة النقدية، رسالة ماجستير، جامعة وهران، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، الجزائر.

• المراجع الأجنبية:

أولاً: الكتب

1. Frederic, Serletis, Apostolos .(2011). **The economics of money, banking, and financial market**. Fourth edition. usa
2. Chairman, ashock.(2007). **Introduction to financial market(part-1)**. India: the secretary central board of secondary
3. Cecchetti, Stephen, scoenholtz, Kermit.(2015). **money, banking, and financial markets**. forth edition. newyork
4. F.s, Mishkin, s.g, Eakins, 2012. **Finanacial market and institutions**. seventh edition, prentice hall
5. Fabozzi, Frank.(2008). **Financial instruments and financial markets**. John willy & sons, Inc. new jersy, usa, first edition
6. Fabozzi, Frank.(2010). **The basics of finance**, john wielly & sons, Inc. new jersy, scanda, second edition
7. Levionson, mars.(2005). **the economic in Association with profile book ltd**. Five edition
8. Dubll, Robert.(2004). **An arbitrage guide to finanacial markets**. John wiley & sons, ltd, USA
9. Melicher, Ronaldw, Norton, Edgara.(2017). **Introduction to finance(market, investment, and financial management)**, sixteenth edition.
10. Jhabak, pawan, lalchandani, suil.(2016). **equity and debt market**. First edition, Himalaya publishing house, mumbi
11. Gordan.e, Natarajan.k(2016). **Finanacial markets and services**, Himalaya publishing house, mumbia, tenth edition,
12. Saunders, Anthony, cornett, Marcia.(2012). **financial markets and insitutions**, mcgraw-hill/trwin, fifth edition, usa
13. Chairman, ashock.(2007). **Introduction to financial market(part-1)**. India, the secretary central board of secondary education
14. Bain, keith, howells, peter.(2007). **Financial markets and insitutions**, pearson education limited, fifth edition, England

15. Singh,gaurav,(2015). **Financial markets**.knowledge management and research organization,usa
16. Saylir,ozlem.(2020). **Financial markets& institutions**. Anadol university, turkey
17. Mishkin Frederic S,(2006).**The Economics of Money, Banking, and Financial**,7th ed,pearson Addison Wesley. USA.
18. Ozgur Aslan,(2007). **Monetary transmission mechanism in an open economy framework**, Istanbul university, faculty of economics,Turke .

ثانياً: الدوريات

1. Attahir,al Mahdi.(2023).**estimating the effect of exchange rate fluctuation on general index of stock prices in Khartoum stock exchange using model(2004-2019)**,world journal of advanced engineering technology and sciences,vol10,no2.
2. Fahlevi,mohammad.(2019), **the influence of exchange rate, interest rate and inflation on stock price of LQ45 index in Indonesia**, advances in social science education and humanities research.
3. Sara,oyama.(2023), **inflation, interest rate, exchange rate ,oil price, and composite stock price index during the covid pandemic 2019-2021**, proceeding conference on economics and business innovation,vol3,no1.
4. Tsagkanos, athanasios, siriopoulos, costas.(2013). **Along- run relationship between stock price index and exchange rate: astructural nonparametric cointegrating regression approach**. Gournal of international financial, markets, institustion& money,vol25.
5. G akan, esin,d.ejara,demissew.(2013).**on the relationship between stock price index and exchange rate evidence from emerging markets**, international research journal of finance and economics, 111.
6. Alam, md,gazi,md,(2009), **the relationship between stock price index and interest rate: empirical evidence from developed and developing**. International journal of business management, vol4,no3.
7. Hamrita,mohammed,trifi, abdelkader.(2011). **the relationship between stock price index and interest rate, exchange rate: awavelet analysis**, International journal of economicis and financial issues,vol4.
8. Picha, Vladimir, (2017). **effect of money supply on the stock market**.vol65,no2.
- 9.Hasan zadeh, ali, kianvand, mehran,(2012), **the impact of macro economic variabeles on stock prices: the case of Tehran stock exchang**. Money and economiy, vol6, no2.
10. Bosire,Mary.(2014), **what are the factors that influence a wide interest rate band in micro finance institutions in Kenya?** ,research journal of finance and accounting, vol.5,no.7.

11. Ahmad, Anas, Musa, Almhdi.(2023), **Estimating the effect of exchange rate fluctuations on general index of stock prices in Khartoum stock exchange using GARCH model (2004-2019)**, World Journal of Advanced Engineering Technology and Sciences, vol10.no2.
12. Lutfi, Mohammed, Sadikin, Taufik,(2022), **the effect of exchange rate and inflation on the composite stock price index**, journal manajemen dan binsins, vol6,no2.
13. khaled,(2017), **The relationship between interest rate and stock market index: empirical arabin countries**, research journal of finance and accountin, vol8,no4.
14. Suriana, Seri,(2015), **Impact of exchange rate on stock market**, international journal of economics and financial issues, vol5,no1.
15. Williams, s.trokon,(2014), **The causal relationship between stock price and interest rate**, University of Narobi,
16. Javed.a.m, (2014), **Impact of Macroeconomics variable on the stock market index: Astudy from Pakistan**, international journal of accounting and financial reporting, vol4,no2.
17. Macmillan, David, (2005), **Time variation in the cointegrating relationship between stock price and economic activity**, international review applied economics, vol 19,no3.
18. Chileshe M. partrick,(2017). **The relative importance of the channels of monetary police transmission in a developing contry**, African journal of economic review

ثالثاً: الرسائل العلمية

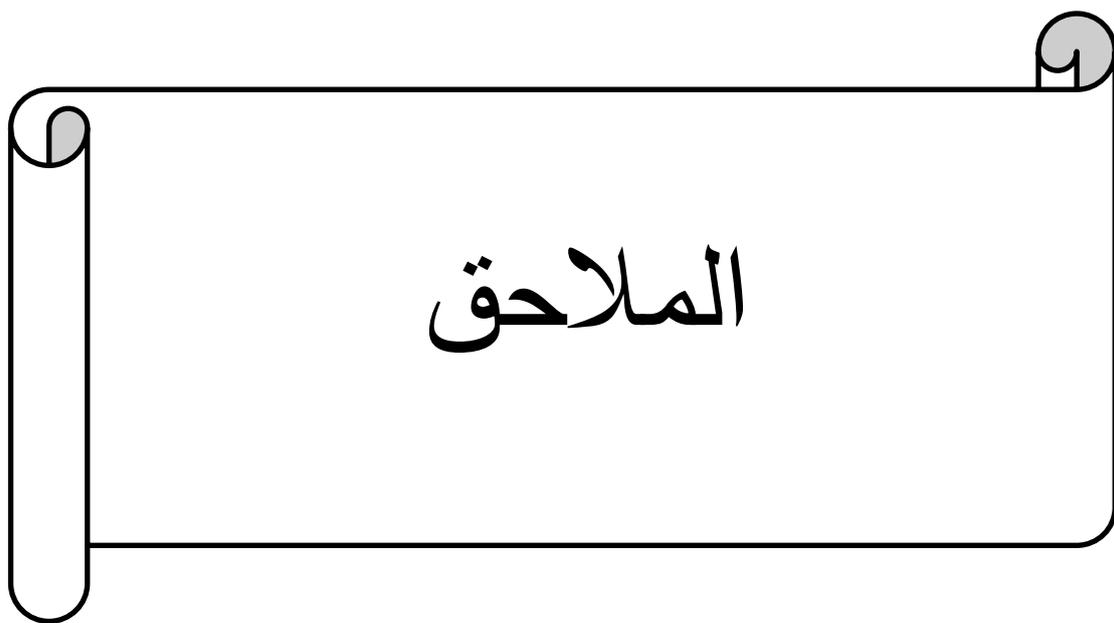
1. Emrah ozbay, 2009, **the relationship between stock returns and macro economic factors evidence from turkey**, master of science in financial analysis and fund management, university of Exeter.

المواقع الالكترونية:

1. الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية [/http://www.dse.sy](http://www.dse.sy)
2. مصرف سورية المركزي <https://www.cb.gov.sy>
3. المكتب المركزي للإحصاء <http://www.cbssyr.sy>
4. جسور للدراسات <https://jsoor.co>

مواقع أخرى:

1. تقرير مركز دمشق للدراسات والأبحاث (مداد) للدكتور كنان ياغي.
2. ورقة بحث مترجمة للمؤلفة سلام سعيد بعنوان جائحة كورونا والاقتصاد السوري 2020.
3. التقارير السنوية لأعمال مصرف سورية المركزي.



الملحق رقم (1)

- البيانات الشهرية لمتغيرات السياسة النقدية (معدل التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة)

الجدول رقم (1) سعر الصرف الرسمي لليرة السورية (شهرياً)

العام								الأشهر
2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
438.00	438.00	438.00	500.06	335.10	185.31	143.47	79.25	كانون الثاني
438.00	438.00	438.00	500.06	371.22	202.43	144.32	80.92	شباط
438.00	438.00	438.00	500.06	421.47	210.80	145.35	84.57	آذار
438.00	438.00	438.00	500.05	455.72	216.97	148.23	92.68	نيسان
438.00	438.00	438.00	500.05	534.99	222.67	149.69	98.43	أيار
1258.00	438.00	438.00	500.05	470.25	235.16	150.13	100.60	حزيران
1262.00	438.00	438.00	500.05	469.90	239.38	150.46	105.18	تموز
1262.00	438.00	438.00	500.05	480.96	242.31	152.49	112.46	آب
1262.00	438.00	438.00	500.05	500.06	250.51	158.38	133.66	أيلول
1262.00	438.00	438.00	500.05	500.06	254.04	163.67	138.34	تشرين الأول
1262.00	438.00	438.00	489.55	500.06	285.97	170.66	140.48	تشرين الثاني
1262.00	438.00	438.00	438.00	500.06	307.33	178.26	141.65	كانون الأول

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرة الإحصائية المنشورة في مصرف سورية المركزي

الجدول رقم(2) معدل التضخم مقاساً بالرقم القياسي للأسعار (شهرياً)

العام								الأشهر
2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
1146.90	825.96	787.80	782.00	564.46	383.00	309.70	262..70	كانون الثاني
1180.10	836.04	790.50	782.90	565.68	392.50	307.30	270.48	شباط
1320.60	866.38	795.80	801.90	606.62	416.00	312.70	299.55	آذار
1392.50	863.95	794.60	798.50	610.72	430.20	310.30	309.01	نيسان
1481.00	863.53	788.80	790.50	621.86	430.20	308.00	319.98	أيار
1999.80	865.06	783.70	777.50	666.92	440.90	315.20	376.50	حزيران
2036.50	871.52	777.10	774.90	676.92	444.00	319.90	423.80	تموز
2107.80	880.23	778.30	776.10	679.63	449.80	320.10	451.12	آب
2410.70	916.70	787.90	776.10	721.69	472.30	336.00	487.30	أيلول
2511.00	924.20	789.70	777.20	731.87	486.70	340.30	491.56	تشرين الأول
2577.90	949.00	796.30	774.60	735.59	500.40	345.80	480.84	تشرين الثاني
2871.10	1091.30	811.20	781.50	773.40	540.00	364.60	482.47	كانون الأول

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المنشورة في المكتب المركزي للإحصاء

الجدول رقم(3) سعر الفائدة طويلة الأجل لأكثر من سنة (شهرياً)

العام								الأشهر
2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
8.35	10.48	11.64	11.33	10.23	10.25	10.28	10.16	كانون الثاني
8.36	10.13	11.59	11.38	10.22	10.22	10.26	10.19	شباط
8.53	9.61	11.68	11.43	10.24	10.25	10.27	10.22	آذار
8.56	9.18	11.67	11.45	10.77	10.25	10.26	10.25	نيسان
8.54	9.24	11.72	11.58	10.77	10.26	10.25	10.25	أيار
8.54	9.09	11.35	11.59	10.71	10.27	10.25	10.25	حزيران
9.13	8.64	11.01	11.61	10.70	10.27	10.25	10.23	تموز
8.52	8.53	11.20	11.49	10.72	10.27	10.25	10.26	آب
8.54	8.46	11.14	11.44	10.78	10.29	10.27	10.25	أيلول
9.13	8.42	11.13	11.40	10.81	10.10	10.26	10.24	تشرين الأول
8.52	8.37	11.11	11.49	11.18	10.27	10.27	10.27	تشرين الثاني
8.57	8.36	10.24	11.52	11.29	10.24	10.27	10.27	كانون الأول

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على النشرة الإحصائية المنشورة في مصرف سورية المركزي.

Abstract

This study aimed to analyze monetary policy variables and measure their impact on the general index of stock prices in the Damascus Stock Exchange. To study the research problem, a descriptive approach was followed, and quarterly data was used for all research variables. The research covers a period of time extending from the year 2013 to the year 2020, and it was Analyzing the data using statistical methods (multiple and simple linear regression) based on the SPSS program, the study reached the following results:

First: Multiple linear regression results:

There is an effect of monetary variables (inflation rate, interest rate) in the general index of stock prices in the Damascus Stock Exchange (DWX), and together they explain 92% of the changes occurring in the general index of stock prices (DWX). As for the exchange rate, it was excluded due to the presence of the problem of multicollinearity.

Second: Simple linear regression results:

1. There is an impact of the inflation rate on the general stock price index in the Damascus Stock Exchange, as it explains 92% of the changes occurring in the general stock price index DWX.
2. There is an impact of the exchange rate on the general stock price index in the Damascus Stock Exchange, as it explains 84% of the changes occurring in the general stock price index DWX.
3. There is an impact of the interest rate on the general stock price index in the Damascus Stock Exchange, as it explains 92% of the changes occurring in the general stock price index DWX.

Keywords: monetary policy, inflation rate, exchange rate, interest rate, financial markets, general stock price index DWX.

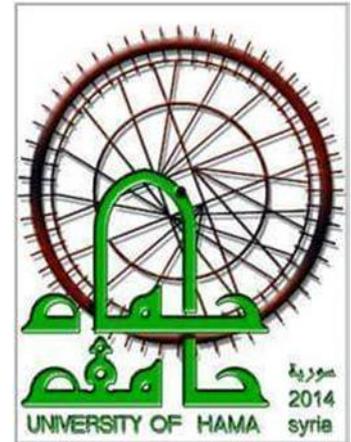
Syrian Arab Republic

Ministry of Higher Education and Scientific Research

Hama University

Faculty of Economics

Department Finance and banking



**Analysis and Impact Measurement of Monetary Policy Variables in the
General Stock Price Index of Damascus Stock Exchange**

**Scientific research submitted for a master's degree in finance and
banking**

Prepared by

Farah Jihad Mahmji

Supervision

Dr. Othman Nakkar

Assistant Professor in the Department of Economics

Faculty of Economics- Hama University

Prof. Dr. Muhammad Jamal Taqtaq

Professor in the Department of Economics

Faculty of Economics- Hama University

1445-1446

2023-2024