

## تأثير جائحة كورونا في تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية

د.رازي محي الدين \*

د.سليمان موصللي \*

(الإيداع: 25 أيار 2021 ، القبول: 29 آب 2021)

### الملخص:

أثرت جائحة كورونا في مختلف نواحي الحياة الاقتصادية حول العالم وكان له تأثير جلي في الأسواق المالية العالمية. تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير جائحة كورونا في تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية إذ تم قياس التقلب باستخدام طريقة ستاندارد أند بورز لحساب مؤشر التقلب المرجح البسيط. استخدم عددًا من نماذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين لتبيان أثر الجائحة في تقلب المؤشر. توصلت الدراسة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية قد شهد تقلبات غير مسبوقه خلال فترة الإغلاق وأن الإجراءات الحكومية المتخذة قد ساهمت في الحفاظ على الاتجاه الصاعد للمؤشر خلال تلك الفترة إلا أنها لم تنجح في الحد من التقلبات التي أصابت السوق خلال فترة الإغلاق. تقترح هذه الدراسة على إدارة سوق دمشق للأوراق المالية بتطوير مؤشر لتقلب السوق يستخدم كنظام إنذار مبكر لاستشراف مستوى عدم التأكد الذي يسود السوق المالية ويساعد القائمين عليه في اتخاذ التدابير الوقائية. كما تنصح بتقديم حزم تحفيزية للاقتصاد بهدف التخفيف من أثر الجائحة في الاقتصاد والسوق المالية.

**الكلمات المفتاحية:** تقلب السوق، نماذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين، سوق دمشق للأوراق المالية، جائحة كورونا.

\*أستاذ مساعد في قسم التمويل والاستثمار والمصارف - كلية إدارة الأعمال - الجامعة العربية الدولية

\*مدرس في قسم التمويل والاستثمار والمصارف - كلية إدارة الأعمال - الجامعة العربية الدولية.

## The Impact of Corona Pandemic on the Volatility of Damascus Securities Exchange Index

Dr.Sulaiman Mouselli\*

Dr.Razi Mohialdeen\*\*

(Received: 25 May 2021,Received: 29 August 2021)

### Abstract:

The Corona pandemic has affected all aspects of economic life worldwide with a clear impact on international financial markets. This study endeavors to examine the impact of Covid-19 on the volatility of Damascus Securities Exchange (DSE) Index where volatility is measured according to S&P simple-weighted volatility method. Authors use a number of GARCH models to explore the impact of Covid-19 on index volatility. This study finds that DSE has witnessed unprecedented volatility during the lockdown and that the governmental rules have contributed towards the continuity of the upward trend in DSE index but they failed to control its volatility. This study recommends the management of DSE to develop an index for stock market volatility and use it as an early warning system to anticipate uncertainty in the stock market and to enable regulators to take suitable precautionary measures. It also suggests offering stimulation packages to counteract the impact of Covid-19 on the economy and financial market.

**Keywords:** Volatility, GARCH models, Damascus Securities Exchange, Covid-19

---

\* Faculty of Business Administration- Arab International University

\*\* Faculty of Business Administration- Arab International University

## 1. المقدمة

ظهرت جائحة كورونا في ووهان الصينية في كانون الأول 2019 كوباء محلي ثم مالبت منظمة الصحة العالمية أن أعلنت حالة طوارئ عالمية في 20 شباط 2020 بسبب انتشار الإصابة بفيروس كورونا ثم تلاه إعلانها عن تحول المرض إلى جائحة عالمية في 11 آذار 2020. شهدت أسواق المال العالمية مع تلك الإعلانات المتتالية انخفاضات قياسية تجاوزت 30% و تعرضت لتعليق التداول في سوق نيويورك لأربع مرات بسبب عمليات بيع مكثفة أدت إلى تجاوز حدود الانخفاض المسموح بها (Chiah and Zhong, 2020).

أظهر عدد كبير من الدراسات أن استجابة الأسواق المالية للأزمات العالمية وحالات عدم الاستقرار لم تكن دوماً بالضرورة على شكل انخفاضات في قيم المؤشرات. فعلى سبيل المثال، أظهرت الدراسة التي تم تطبيقها على عدد كبير من الأسواق المالية العالمية (Ali, Alam, Rizvi, 2020; Lyócsa, Baumöhl, Výrost, Molnár, 2020) ارتفاع مستويات التقلب في تلك الأسواق بشكل كبير منذ تحول المرض إلى جائحة عالمية.

يعتبر سوق دمشق للأوراق المالية من الأسواق حديثة النشأة والذي تعرض لانخفاضات كبيرة في القيم السوقية للشركات المدرجة مع بداية الحرب على سورية عام 2011 والذي مالبت أن يتعافى من آثار الأزمة حتى جاءت جائحة كورونا لتتسبب في تخفيض أيام التداول. لذا ستستعرض هذه الدراسة أهم القرارات التي اتخذتها الحكومة خلال فترة الاغلاق والتي ساهمت في الحفاظ على الاتجاه الصعودي في مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

## 2. مشكلة الدراسة

عانى سوق دمشق للأوراق المالية كغيره من الأسواق المالية العالمية من تبعات انتشار جائحة كورونا لكن حداثة نشأة السوق وغياب التجربة الحكومية في التعامل اقتصادياً مع جوائح سابقة مماثلة جعل المستثمرين والشركات المدرجة على حد سواء مترقبين لما سنتركه الجائحة من أثر في سوق دمشق للأوراق المالية وكيف ستستجيب السوق المالية للقرارات الحكومية المتخذة لمواجهة آثار الجائحة على الاقتصاد السوري والشركات المدرجة. لذا ستوضح هذه الدراسة للمستثمرين كيف أثرت الجائحة في سوق دمشق للأوراق المالية ومدى نجاعة القرارات الحكومية في التصدي لآثار الجائحة.

## 3. أهمية الدراسة

لا يهتم المستثمر الرشيد بالعائد المتحقق من استثماراته في السوق المالية فحسب بل يسعى دوماً للمفاضلة بين الاستثمارات بالاعتماد على عنصرى العائد والمخاطرة. ويعتبر تقلب عوائد السوق والأوراق المالية المدرجة فيه مقياساً للمخاطرة الكلية المعتمد في الفكر التمويلي والاستثماري. ونظراً لما يترافق مع الأزمات المالية وانتشار الأوبئة من اضطرابات وحالات عدم تأكد تزداد معها تقلبات السوق المالية برزت أهمية تناول هذا الموضوع لاسيما مع تكرار هذه الأزمات والتحور الذي يصيب الأوبئة مما يعرض الأسواق المالية لخطر تكرارها ونفاقمها.

تساعد هذه الدراسة المستثمرين في التعرف على سلوك السوق المالية في أوقات الأزمات وبالتالي اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة وكذلك تمكن القائمين على السوق المالية و متخذي القرارات الاقتصادية من اتخاذ الإجراءات والقرارات الاقتصادية التي تحد من تأثير الأزمات المماثلة في السوق المالية والاقتصاد.

## 4. هدف الدراسة

بخلاف حال الكثير من الأسواق العالمية التي شهدت انخفاضات كبيرة نتيجة تفشي جائحة كورونا فإن سوق دمشق للأوراق المالية لم يشهد انخفاضات مماثلة بل على العكس استمر في اتجاهه الصعودي. لذا تسعى هذه الدراسة إلى استكشاف فيما إذا كانت سوق دمشق للأوراق المالية قد عانت من أية تقلبات سعرية كثيفة خلال فترة الاغلاق. كما أن

الحكومة قد اتخذت عدداً من القرارات للحد من التأثير السلبي للاغلاق في السوق المالي والاقتصاد لكن لم يتبين مدى نجاعة تلك القرارات وفيما إذا كانت قد أسهمت في التخفيف من الأثر السلبي للاغلاق في السوق المالي والاقتصاد. تهدف هذه الدراسة إلى قياس مستوى التقلبات السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية بالإضافة إلى معرفة فيما إذا كانت هذه التقلبات قد ازدادت خلال فترة الاغلاق بتأثير جائحة كورونا عبر استخدام نماذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين. كما ستستعرض أهم القرارات التي اتخذتها الحكومة خلال فترة الاغلاق والتي ربما قد أسهمت في الحفاظ على الاتجاه الصعودي في سوق دمشق للأوراق المالية.

#### 5. فرضية الدراسة

يمكن صياغة فرضية العدم لهذه الدراسة على النحو التالي:

فرضية العدم: لم يسهم الاغلاق بسبب جائحة كورونا في زيادة التقلب في سوق دمشق للأوراق المالية

#### 6. منهجية الدراسة

تعتمد هذه الدراسة المنهج الوصفي في حساب مؤشر تقلب لسوق دمشق للأوراق المالية ومن ثم استخدام نماذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين لدراسة تقلب السوق. كما ستعتمد الدراسة الأسلوب الاستقرائي الاستنباطي في تفسير وتوضيح تأثير القرارات الحكومية المتخذة في الحد من تقلب السوق.

#### 7. فترة الدراسة

تغطي الدراسة الفترة الممتدة من 3 تشرين الثاني 2019 إلى 24 كانون أول 2020 حيث تم تحديد فترة الاغلاق على أنها بدأت من 14 آذار 2020 إلى 26 أيار 2020 أي الفترة التي أعلنت فيها وزارة التربية إغلاق المدارس العامة والخاصة وحتى تاريخ رفع الاغلاق بحيث تشمل فترة الدراسة 251 يوم تداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

#### 8. الدراسات السابقة

تناول عدد كبير من الأبحاث تأثير جائحة كورونا في السوق المالية من جوانب متعددة. ففي حين بحث الكثير منها في تأثير الجائحة في أداء الأسواق المالية العالمية ممثلاً بقيم مؤشرها (Just and Echaust, 2020; Ashraf, 2020; Corbet, Hou, Hu, Oxley, and Xu, 2021; العربية (هارون، 2021; حمزة، امحمد، عيسى، 2020) وتناولت أبحاث أخرى تأثير الجائحة في أحجام التداولات (Chiah and Zhong, 2020; هارون 2021) و مستوى التقلب المرافق لانتشار الجائحة (Just and Echaust, 2020; Ali, 2020; Alam, Rizvi, 2020; Lyócsa, Baumöhl, Výrost, Molnár, 2020) فيما اهتمت دراسات أخرى في درجة انتشار التقلب بين الأسواق المالية الدولية وأسواق السلع والعملات الأجنبية والرقمية بفعل الجائحة (Corbet, 2021; Hou, Hu, Oxley, and Xu, 2021).

وفيما يلي تفصيل الدراسات السابقة:

#### 8.1 الدراسات العربية:

دراسة 1: غربي، حمزة وبن البار، امحمد ويدروني، عيسى (2021) دراسة قياسية لأثر جائحة كورونا على الأسواق المالية العربية - بورصة القاهرة نموذجاً - مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 9(4) 447-466. تناولت هذه الدراسة تأثير جائحة كورونا في أداء الأسواق المالية العربية بالاعتماد على بورصة القاهرة كنموذج. توصل الباحثان إلى أن سلسلة قيم مؤشر بورصة القاهرة EGX30 يتبع نموذج GARCH(1,1) فقد أظهرت حدوث انخفاضات في مؤشر سوق القاهرة EGX30 في نهاية الربع الأول من عام 2020 مع تحول وباء كورونا إلى جائحة.

كما بينت نتائج الدراسة أن الصدمة الحادة التي أصابت بورصة القاهرة في نهاية الربع الأول من عام 2020 نتيجة انتشار حالة الذعر والخوف لدى المستثمرين مع تحول الوباء إلى جائحة أدى إلى خسارة بورصة القاهرة نحو ملياري دولار أمريكي من قيمتها السوقية في جلسة تداول واحدة كما أدى إلى توقف التداول في بورصة القاهرة لعدة مرات. دراسة 2: طلحة، الوليد أحمد (2020) التداعيات الاقتصادية لفيروس كورونا المستجد على الدول العربية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، الامارات العربية المتحدة، 1-47.

أشارت هذه الدراسة إلى حدوث تراجع في عدد كبير من الأسواق المالية العربية في آذار وصلت إلى 21.7% في سوق دبي المالي و 14.9% في بورصة البحرين. وبين أن دولاً كالإمارات والسعودية قد قدمت حزمًا تحفيزية بلغت 76 مليار دولار و 6.4 مليار دولار على التوالي شملت دفع رواتب الموظفين المواطنين وإعفاء المحلات الصغيرة والشركات الصغيرة والمتوسطة من الرسوم الحكومية كما قدم البنك المركزي العراقي تسهيلات مصرفية للبنوك العراقية لمساعدتها في إعادة جدولة القروض المصرفية لاسيما الممنوحة للشركات الصغيرة والمتوسطة كما تبنت غالبية البنوك المركزية في دول الخليج العربي سياسات نقدية توسعية تتمثل بتخفيض أسعار الفائدة. كما وظفت المصارف المركزية العربية أدواتها النقدية حيث لجأ بعضها إلى برامج التيسير الكمي عبر توظيف عمليات السوق المفتوحة بشراء السندات الحكومية من المصارف التجارية والقطاع الخاص، بالإضافة إلى تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي القانوني بما يعزز من قدرتها على زيادة حجم التمويل المصرفي للقطاع الخاص.

دراسة 3: هارون، سهر (2021) أثر فيروس كورونا المستجد في تداولات سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث-سلسلة العلوم الاقتصادية، 43 (4) 45-80.

قارنت الباحثة في هذه الدراسة بين قيم وأحجام التداول في سوق دمشق للأوراق المالية قبل الإعلان عن حدوث إصابات في سورية وبعده بشكل إجمالي ولكل قطاع من القطاعات لتحديد القطاع الأكثر تأثراً. على النقيض من حالة معظم الأسواق المالية العربية وجدت هذه الدراسة أن سوق دمشق للأوراق المالية استمر في اتجاهه الصعودي رغم وصول بفيروس كورونا حيث سجل ارتفاعات في قيم مؤشر السوق في آذار من نفس الفترة. كما توصلت الباحثة إلى وجود فارق جوهري بين قيم التداول دون أحجام التداول قبل الإعلان عن وصول الفيروس إلى سورية وبعده الإعلان عن وصوله وكان قطاع التأمين الوحيد الذي تأثر سلباً لجهة قيم التداول الخاصة به والذي يمكن أن يعزى إلى مخاوف المستثمرين من تحمل شركات التأمين تكاليف إضافية ناجمة عن تغطية إصابات ووفيات ناجمة عن فيروس كورونا في حين اختلف الأثر من قطاع إلى آخر.

8.2 الدراسات الأجنبية:

دراسة 1: Corbet, S., Hou, Y. G., Hu, Y., Oxley, L., & Xu, D. (2021). Pandemic-related financial market volatility spillovers: Evidence from the Chinese COVID-19 epicentre. *International Review of Economics & Finance*, 71, 55-81.

(انتشار تقلب السوق المالية المرتبط بالجائحة: الدليل من بؤرة انتشار الجائحة الصيني)

تناولت هذه الدراسة تأثير الجائحة في أداء الأسواق المالية العالمية، حيث أظهرت أن السوق المالية الأمريكية والألمانية والصينية سجلت تراجعاً حاداً بسبب جائحة كورونا وفي حين أن تراجع السوق الأمريكية والألمانية سجلت في شهر آذار كانت التراجعات في السوق الصينية في كانون الثاني لتتعاوى في شباط ثم تعود لتتراجع في آذار. كما أظهرت ارتباطاً بين سوق الأسهم الصينية وأسعار عقود المستقبلات على الذهب والنفط وأسعار البيتكوين حيث سجلت كلها انخفاضات في شهر آذار 2020 على العكس من عقود المستقبلات على السلع (فول الصويا) الذي سجل

ارتفاعات مما يشير إلى أن المستثمرين (كما هم دوماً في أوقات الأزمات) يلجؤون إلى أسواق السلع كملاد آمن قصير الأجل.

**Ashraf, B. N. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or :2 دراسة  
fatalities?. Research in International Business and Finance, 54, 101249.**

(رد فعل أسواق الأسهم على جائحة كورونا: حالات الإصابة أم الوفيات؟)

اختبرت هذه الدراسة رد فعل الأسواق المالية على جائحة كورونا باستخدام بيانات يومية لحالات الإصابة والوفيات وعوائد أسواق الأسهم لأربع وستين دولة خلال الفترة الممتدة من 22 كانون ثاني 2020 حتى 17 نيسان 2020. وجدت هذه الدراسة أن أعداد الإصابات بمرض كورونا تأثير سلبي هام في الأسواق المالية لأربع وستين دولة بينما كان الأثر السلبي غير هام إحصائياً لأعداد الوفيات بنتيجة المرض. أي أن عوائد أسواق الأسهم قد تراجعت مع ازدياد عدد حالات الإصابة المؤكدة. كما أشارت الدراسة إلى أن أسواق الأسهم قد تأثرت أكثر بنمو عدد حالات الإصابة المؤكدة مقارنة بتأثرها بنمو أعداد الوفيات.

**Chiah, M., & Zhong, A. (2020). Trading from home: The impact of :3 دراسة  
COVID-19 on trading volume around the world. Finance Research Letters, 37,  
101784**

(التداول من المنزل: تأثير جائحة كورونا في قيم التداول حول العالم)

تناولت هذه الدراسة تأثير جائحة كورونا في أحجام التداولات في سبعة وثلاثين سوق أسهم حول العالم. أظهرت الدراسة حدوث ارتفاع كبير في أحجام التداول بسبب جائحة كورونا في الدول المعنية نتيجة انتشار حالة من عدم الاتفاق الجماعي (aggregate disagreement) وقد ظهر ذلك جلياً من التأثير الهام للتقلب ومؤشر عدم التأكد الاقتصادي في أحجام التداول. توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة بين الارتفاعات الحادة في أحجام التداول والتفاقة الوطنية والبيئة المؤسسية حيث أن المستثمرين يتداولون بأحجام أكبر في المجتمعات التي تتصف بمستويات أعلى من الثقة والفردية. كما توصلت الدراسة إلى أن أحجام التداول كانت أكبر في الدول الأغنى والتي يتمتع فيها المستثمرون بحماية أكبر وأنظمة حوكمة أفضل وفرص أكبر للمقاومة.

**Just, M., & Echaust, K.(2020). Stock market :4 دراسة**

**correlation and liquidity during the COVID-19 crisis: Evidence returns,volatility,  
from the Markov switching approach. Finance Research Letters, 37, 101775.**

(عوائد أسواق الأسهم، التقلب، الارتباط والسيولة خلال أزمة جائحة كورونا: الدليل من نموذج تحول ماركوف)

بحثت هذه الدراسة العلاقة بين عوائد مؤشر السوق الأمريكية (ستاندارد آد بورز 500) وثلاث مؤشرات سوقية أخرى: التقلب الضمني، الارتباط الضمني، و السيولة. كما تناولت العلاقة قصيرة الأجل بين عدد الحالات المثبتة لاصابات كورونا وعدد الوفيات في اثنتي عشرة دولة و تحركات السوق المالية. تم تطبيق نموذج تحول ماركوف من أجل تحديد نقاط التحول في العلاقة بين عوائد سوق الأسهم والمؤشرات السابقة. أظهرت هذه الدراسة وجود علاقة قوية بين عوائد سوق الأسهم وكل من مؤشري التقلب الضمني والارتباط الضمني لكن ليس مع السيولة. كما بينت الدراسة أن مؤشر تقلب السوق المالي الأمريكي ومؤشر عدم السيولة تضاعف أربع مرات في نفس الفترة التي سجل فيها السوق المالي الأمريكي انخفاضه الحاد في آذار 2020.

دراسة 5: Lyócsa, Š., Baumöhl, E., Výrost, T. and Molnár, P., (2020). Fear

of the coronavirus and the stock markets. Finance research letters, 36, 101735.

(الخوف من فيروس كورونا وأسواق الأسهم)

استخدمت هذه الدراسة أحجام البحث على محرك جوجول كمقياس لمستوى الذعر والخوف من الجائحة حيث تم الاعتماد على كلمات مفتاحية مرتبطة بسياسات التدخل غير الصديقلانية لمواجهة انتقال العدوى. توصلت هذه الدراسة إلى أن الخوف من الجائحة معبراً عنه بأحجام البحث الإضافي على جوجول، تمثل معلومات هامة ولحظية وتعد مصدراً هاماً يمكن الاعتماد عليه للتنبؤ بأسعار الإغلاق اليومية حول العالم. أشارت هذه الدراسة المطبقة على عشر أسواق مالية عالمية والتي تشكل تقريباً 80% من القيمة السوقية العالمية ارتفاع مستويات تقلب هذه الأسواق وأرجعوا هذا الارتفاع إلى حالة الذعر قصيرة الأجل التي انتابت المستثمرين بسبب انتشار الجائحة.

دراسة 6: Ali, M., Alam, N., & Rizvi, S. A. R. (2020). Coronavirus (COVID-19) An

epidemic or pandemic for financial markets. Journal of Behavioral and Experimental

Finance, 27, 100341.

(فيروس كورونا: جائحة أم وباء بالنسبة للأسواق المالية)

درست هذه المقالة ردود فعل الأسواق المالية عالمياً مع انتقال بؤرة الجائحة من الصين إلى أوروبا ثم أمريكا. استخدمت هذه الدراسة بيانات الأسعار والعائد لتسعة أسواق مالية عالمية وعدد من المؤشرات الجغرافية ووظفت نماذج الانحدار المعمم الأسّي مشروط التباين لدراسة تقلب هذه الأسواق. توصلت هذه الدراسة إلى أنه بينما استقرت الأسواق المالية في الصين عانت الأسواق المالية الأوروبية من انخفاضات حادة. أشارت هذه الدراسة أيضاً إلى ازدياد تقلبات الأسواق المالية مع ازدياد عدد الوفيات الناجمة عن فيروس كورونا في سبعة من الأسواق العشرة التي تمت دراستها. كما أثبتت الدراسة تحول عوائد الأصول الآمنة كالذهب إلى سلبية رغم أنها كانت أقل تقلباً.

مايميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هي أنها تختبر تأثير جائحة كورونا في تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والذي لم يدرس من قبل بسبب عدم وجود مؤشر محسوب لتقلب السوق حيث تبني هذه الدراسة مؤشر للتقلب في سوق دمشق للأوراق المالية بالاعتماد على مؤشر ستاندارد آند بورز. كما أن الدراسات السابقة المتعلقة بسوق دمشق للأوراق المالية اقتصرت على مقارنة وجود اختلافات جوهرية في قيم مؤشر السوق وقيم وأحجام التداول قبل وصول الجائحة وبعده. أضف إلى ذلك أن مناقشة الإجراءات الحكومية التي اتخذتها الحكومة السورية لمواجهة الجائحة اقتصرت في الدراسات السابقة على إجراءات الإغلاق و تعطيل المدارس وتجهيز المراكز الصحية ولم تتناول الإجراءات و القرارات المالية والاقتصادية ذات الأثر في السوق المالية.

9. الدراسة النظرية:

9.1 تأثير جائحة كورونا في الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية حلقة الوصل بين الاقتصاد الحقيقي والمالي ولطالما تعرضت الأسواق المالية إلى أزمات عديدة أصابتها بتراجعات وتقلبات حادة منها ذو منشأ سلعي كأزمة البترول عام 1973 عندما أوقفت الدول العربية تصدير البترول تضامناً مع سورية ومصر أبان حرب تشرين التحريرية ومنها ما كان مصدره انفجار فقاعات مالية كأزمة الاثنتين الأسود عام 1987 ومنها ما نتج عن أزمة العملات الآسيوية عام 1997 التي أصابت النور الآسيوية وانتشرت لتعم الأسواق المالية العالمية ثم تلا ذلك أزمة الرهن العقاري عام 2008 التي نتجت عن التوسع في منح القروض المصرفية لتمويل القطاع العقاري مترافقة مع استخدام غير مسبوق للمشتقات المالية وكان آخرها أزمة الديون السيادية الأوروبية

عام 2009 والتي أدت الى مخاوف عن عجز عدد من الدول الأوروبية عن سداد ديونها والمفاوضات التي تلت ذلك مع اليونان لجدولة ديونها. وعلى الرغم من تعرض العالم في مرات عديدة للعديد من الأوبئة كجئون البقر وسارس وانفلونزا الطيور ثم انفلونزا الخنازير إلا أن تأثير تلك الأوبئة في الأسواق المالية كان محدوداً لأنها لم تتصف بدرجة عالية من العدوى وبالتالي لم تتحول إلى جائحة لتعم العالم بأسره.

أما مع فيروس كورونا فقد كن الأمر مختلفاً. ففي بداية الأمر ظهر أن الأثر المالي الناجم عن فيروس كورونا يتركز في تعطل العمليات الإنتاجية وبالتالي التأثير في أسعار المواد الأولية و أسهم الشركات الصناعية. لكن مع مرور الوقت والعدوى السريعة من المرض قرر العديد من الدول فرض قيود على التنقل أو حتى إغلاق كامل لاحتواء انتشار الفيروس مما كان له تداعيات اقتصادية كبيرة على الشركات من جهة وعلى المستثمرين والتداول في الأسواق المالية من جهة أخرى.

تفاوت تأثير انتشار فيروس كورونا في القطاعات الاقتصادية المختلفة. ففي حين تعطلت العمليات الإنتاجية في كثير من القطاعات وبالتالي انخفض الإنتاج و الأرباح وبالتالي انعكس ذلك انخفاضاً في أسعار أسهم الشركات الصناعية، سجل القطاع الخدمي ممثلاً بشركات التأمين أرباحاً كبيرة لاسيما في جانب تأمين السيارات حيث انخفضت حوادث السير وبالتالي قلت التعويضات المدفوعة للمؤمنين بسبب الاغلاق والقيود المفروضة على التنقل. كما استفادت شركات التقنية العالية من تشغيل منصات الاجتماعات عن بعد كشركة Zoom وكذلك شركات الأدوية من تطوير اللقاحات كشركة pfizer و AstraZenica وفي المقابل تضرر قطاع السياحة والشركات المرتبطة به بسبب الاغلاق لاسيما شركات الطيران والملاهي وانخفضت أسعار أسهمها بشكل حاد.

وفي المقابل لوحظ تغير سلوك المستثمرين في الأسواق المالية حيث ازدادت أحجام التداول الناجمة عن أوامر مستثمرين أفراد. فعلى سبيل المثال، أكد Chiah and Zhong (2020) أن السوق المالية الأمريكية قد شهدت ارتفاعات في أحجام التداول التي نفذها مستثمرون أفراد فيما يسمى (Robinhood traders) والذين يمثلون مستثمرون صغار غير ذو خبرة مدفوعين بحب المغامرة وهذا جوهر فرضية بديل المقامرة ( Substitutes for gambling proposition) التي قدمها Kumar (2009) و Gao and Lin (2015) حيث يجد المقامرون في السوق المالية بديلاً عن نوادي المقامرة المغلقة بسبب كورونا وهذا سيؤدي إلى ازدياد حدة التقلبات في السوق المالية. حاولت فرضيات أخرى تفسير تغيرات أسعار الأسهم وارتفاع أحجام التداول خلال انتشار جائحة كورونا بالاعتماد على موقف المستثمر و اختلاف توقعات المستثمرين فيما يعرف ب ( Sentiment and Disagrrement hypotheses) التي قدمها Baker and Wurgler (2006) و Hong and Stein (2007) حيث تتوقع هذه الفرضيات أن العوائد سواءاً كانت مرتفعة أو منخفضة ستؤدي إلى ارتفاع أحجام التداول وبالتالي ستؤدي إلى ارتفاع درجة التقلب في السوق المالية.

## 9.2 الإجراءات والقرارات الحكومية لمواجهة جائحة كورونا

سعت الجهات الحكومية للتخفيف من تداعيات أزمة كورونا، ولفهم وتقييم تأثير الإجراءات والقرارات الحكومية على سوق دمشق للأوراق المالية ينبغي بداية الإشارة إلى أن أغلب الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية هي شركات مالية وتحديداً تنتمي إلى القطاع المصرفي ( 14 مصرف من أصل 27 شركة مدرجة ) يشكلون غالبية أحجام التداول في السوق فيما يوجد 6 شركات تأمين مدرجة.

تم اتخاذ مجموعة قرارات هامة للتخفيف من حدة الأزمة على البيانات المالية للمصارف أهمها:



- أصدر مجلس النقد والتسليف القرار رقم 25/م ن لعام 2020 بتاريخ 26-3-2020 والقاضي السماح للمصارف العاملة واستثناءً من أحكام القرار 4 /م.ن لعام 2019 "المتعلق بمعيار التقارير المالية الدولي رقم 9" وبعد دراسة التدفقات النقدية للعملاء المتأثرين من تداعيات انتشار فيروس كورونا ولمرة واحدة، تأجيل كافة الأقساط المستحقة على العملاء المذكورين لمدة 3 أشهر اعتباراً من تاريخ نفاذ القرار، دون اعتبار ذلك هيكلية أو جدولية مع طلب الحفاظ على تصنيف ائتماني داخلي والمرحلة التي تم تصنيف العملاء ضمنها والمخصصات المحتجزة بغض النظر عن تأجيل الأقساط، مع التزام المصارف بعدم فرض أية عمولات أو غرامات أو فوائد تأخير على هذا التأجيل، والسماح بتأخير سداد التمويلات لمدة 90 يوماً إضافية من دون أن يتأثر التصنيف الائتماني للعميل، الأمر الذي خفف من المخصصات الواجب اتخاذها في المصارف وساهم في التخفيض من مصاريف المصارف من جهة وخفف من الأثر السلبي للجائحة على العملاء المتأثرين بتداعيات انتشار الجائحة<sup>1</sup>.
- أصدر مصرف سورية المركزي التعميم رقم 16 / 2237 الذي يطلب فيه من المصارف الخاصة السورية بتاريخ 27-4-2020 عدم توزيع أي أرباح نقدية على المساهمين والهدف من القرار توجيه المصارف للاحتفاظ بسيولة كافية لمواجهة حالات الطوارئ<sup>2</sup>.
- القرار رقم 47 من مجلس مفوضي هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية بتاريخ 24-3-2020 بقصر التداول على يوم واحد هو يوم الاثنين من كل أسبوع ثم عاد إلى 5 أيام في 17-5-2020 حيث هدف هذا القرار إلى الحد من حدوث انخفاضات في قيم المؤشر نتيجة تفعيل الفقرة ب من المادة 35 من نظام تعليمات التداول. الجدير بالذكر أن الفترة من بداية العام 2020 إلى 24-3-2020 شهدت تعديل السعر المرجعي بالتخفيض لسهم شركة العقيلة للتأمين التكافلي<sup>3</sup> (22-1-2020) و بنك سورية والمهجر لعدة مرات في (3-2-2020، 9-2-2020، 3-3-2020، 9-3-2020، 15-3-2020) وبنك سورية الدولي الإسلامي (18-3-2020) وبنك عودة -سورية (18-3-2020). وبالتالي يعد قصر التداول على يوم واحد إجراء ذكي من مفوضية هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية للحد من الانخفاضات حيث لا يمكن تخفيض سعر السهم عبر تطبيق الفقرة ب من المادة 35 إلا بعد مرور 3 أسابيع نظراً لوجود يوم تداول واحد في الأسبوع.
- كما صدر المرسوم التشريعي رقم 12 بتاريخ 31-5-2020 والذي يقضي بتمديد جميع المهل القانونية الواردة في تشريعات الضرائب والرسوم النافذة ابتداءً من 22-3-2020 تاريخ بدء الإجراءات الاحترازية والوقائية المتخذة لمواجهة تداعيات انتشار فيروس كورونا<sup>4</sup>
- كما ساهمت القرارات التي أصدرها مصرف سورية المركزي بعد انتهاء فترة الإغلاق إلى التخفيف من تبعات الجائحة على نتائج أعمال المصارف ومنها:

<sup>1</sup>موقع مصرف سورية المركزي

<sup>2</sup>موقع مصرف سورية المركزي

<sup>3</sup>موقع سوق دمشق للأوراق المالية

<sup>4</sup>موقع رئاسة مجلس الوزراء السورية

- بتاريخ 15-6-2020 أصدر مصرف سورية المركزي قرار بإيقاف منح الإلتزام من أجل تخفيض المخاطر، والسماح بإعادة الجدولة لسنتين للتمويلات الحالية الدوارة (المتجددة) بهدف تخفيض الديون المتعثرة<sup>1</sup>
- بتاريخ 18-6-2020 رفع مصرف سورية المركزي سعر الدولار الرسمي من 700 إلى 1255 ، وبالتالي أدى ذلك إلى ارتفاع أرباح البنوك الناتجة عن إعادة تقييم رأس المال البنوي بشكل كبير نتيجة لإعادة تقييم الدولار المركزي وبالتالي ارتفاع أرباح البنوك في الربع الثاني بشكل كبير<sup>2</sup>.

وفيما يخص قطاع التأمين ينبغي الإشارة إلى أن غالبية شركات التأمين غير مدرجة في السوق المالي ( 6 شركات مدرجة و 8 غير مدرجة) وقد تأثر القطاع بانخفاض القوة الشرائية للمؤمنين بنتيجة الاغلاق الذي أثر في النشاط الاقتصادي مما دفع كثيراً منهم للاحجام عن تأمين سياراتهم ومعاملهم كما ساهم التضخم المرتفع الذي ترافق مع فترة الاغلاق في ارتفاع المصاريف الإدارية والعمومية لكثير من شركات التأمين ما جعلها عاجزة عن مقابلة تلك المصاريف من عملياتها التشغيلية حيث لجأت إلى إيراداتها غير التشغيلية لتغطيتها. ومع انخفاض حجم الاشتراكات التأمينية ترافقت تلك الفترة مع انخفاض المطالبات لاسيما الصحية مع خشية المواطنين من مراجعة العيادات والمشافي خوفاً من الإصابة بالعدوى. وينبغي الإشارة هنا إلى أن التأمين الصحي كان يغطي المصاريف الطبية قبل إثبات الإصابة بفيروس كورونا فيما لم تتحمل شركات التأمين إجراءات العلاج للمصابين بفيروس كورونا وهذا جعل شركات التأمين في منأى عن تحمل تبعات الجائحة وبالتالي لم يتأثر أداؤها المالي نتيجة الجائحة.

#### 10. بيانات ومنهجية الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على قيم الاغلاق اليومية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 3 تشرين الثاني 2019 إلى 24 كانون أول 2020 حيث تم تحديد فترة الاغلاق على أنها بدأت من 14 آذار 2020 إلى 26 أيار 2020 أي الفترة التي أعلنت فيها وزارة التربية إغلاق المدارس العامة والخاصة وحتى تاريخ رفع الاغلاق. تغطي فترة الدراسة 251 يوم تداول في سوق دمشق للأوراق المالية وحيث تم تجميع البيانات من موقع سوق دمشق للأوراق المالية الذي يقدم قيم الاغلاق اليومية لمؤشر السوق المثقل.

من أجل حساب العائد اليومي لمؤشر السوق تمهيداً لقياس تقلب المؤشر، استخدم الباحثان المعادلة رقم (1) لحساب معدل العائد اليومي وذلك بحساب اللوغاريتم الطبيعي لمؤشر السوق في اليوم المعني مقسوماً على مؤشر السوق لليوم الذي يسبقه:

$$R_i = \ln \left( \frac{I_i}{I_{i-1}} \right) \quad (1)$$

ونظراً لغياب مؤشر تقلب لسوق دمشق للأوراق المالية بسبب عدم تداول خيارات على مؤشر السوق فإن هذه الدراسة وفي سبيل قياس التقلبات السعرية سنقترح مؤشراً للتقلب مبني على أساس مؤشر ستاندارد آند بورز للتقلب. وقد تم قياس التقلبات السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية باستخدام طريقة ستاندارد آند بورز لحساب مؤشر التقلب المرجح البسيط (S&P simple-weighted volatility method) المعتمد على المتوسط المتحرك ل 60 يوم باستخدام المعادلة التالية:

<sup>1</sup>موقع مصرف سورية المركزي

<sup>2</sup>موقع مصرف سورية المركزي

$$Realized\ Volatility_t = \sqrt{\frac{252}{n} \times Variance_t} \quad (2)$$

حيث أن تباين عائد المؤشر يحسب وفق المعادلة التالية:

$$Variance_t = \frac{1}{N} \times \sum_{i=t-N+1}^t \ln\left(\frac{I_i}{I_{i-1}}\right)^2 \quad (3)$$

علمًا أن  $n$  هي عدد الأيام المستخدمة في حساب العائد وتساوي الواحد الصحيح هنا لأننا نحسب العائد اليومي بينما تمثل  $N$  عدد أيام التداول المستخدمة في حساب تباين العائد وهي 60 يوم.

يظهر الجدول رقم (1) التوصيف الاحصائي لبيانات الدراسة حيث يظهر أن قيمة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية تراوحت بين 5430.560 نقطة و 8082.650 نقطة بمتوسط حسابي 6814.812 نقطة بينما بلغ متوسط العائد على المؤشر خلال ذات الفترة 0.1361% أي أن السوق كان في حالة ارتفاع خلال فترة الدراسة وكان متوسط عدد الأسهم المتداولة 93909.57 سهم و بلغ متوسط تقلب عائد المؤشر 9.6183% أي أن السوق قد عانى خلال فترة الدراسة من تقلبات وصلت إلى 15.2183%.

**الجدول رقم (1): التوصيف الاحصائي لبيانات الدراسة للفترة 3 تشرين ثاني 2019 إلى 24 كانون أول 2020**

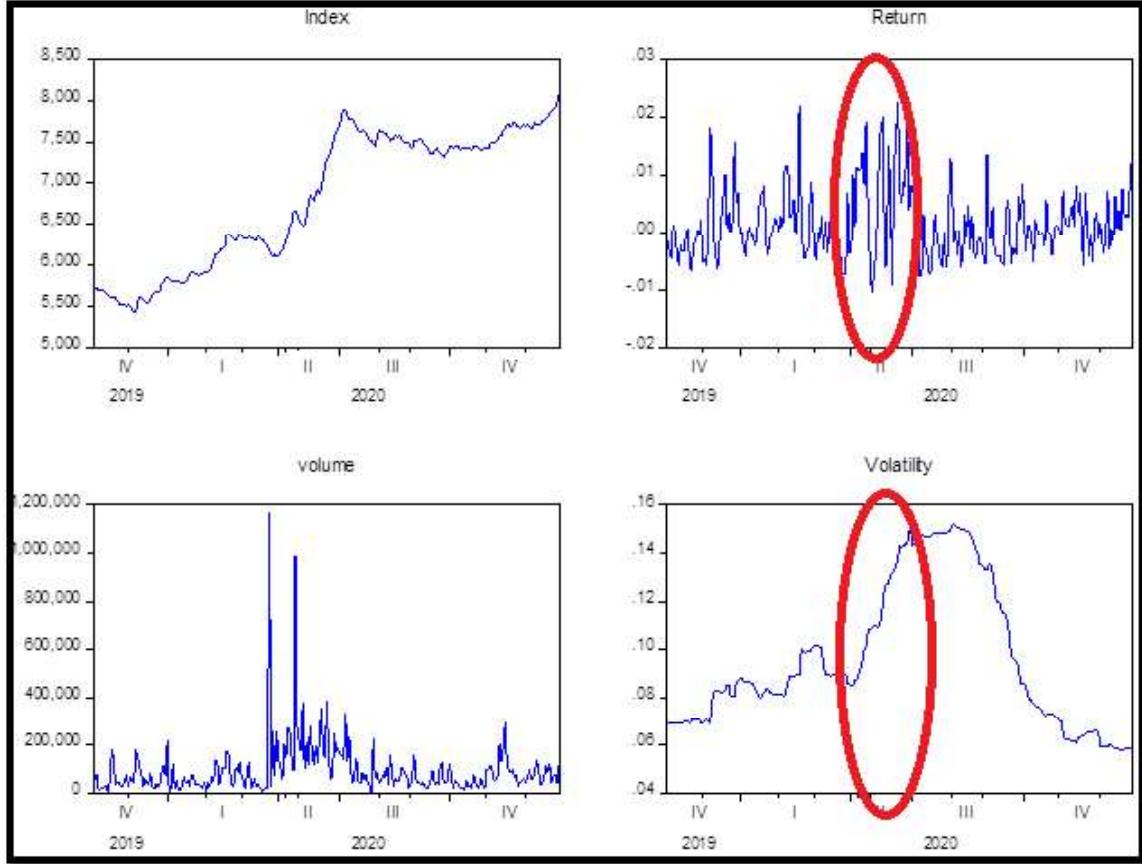
	(INDEX)المؤشر ( )	(RETURN)العائد ( )	(VOLUME)حجم التداول ( )	(VOLATILITY)التقلب ( )
الوسط الحسابي	6814.812	0.001361	93909.57	0.096183
الوسيط	7279.770	0.000151	62790.00	0.086756
أعلى قيمة	8082.650	0.022472	1165669.	0.152183
أقل قيمة	5430.560	-0.010549	1272.000	0.057605
الانحراف المعياري	823.8039	0.006192	113221.2	0.029701
الالتواء	-0.271014	1.018254	5.689382	0.659251
التقلطح	1.446442	3.957469	48.54082	2.072704

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية ومخرجات برنامج Eviews

يظهر من الشكل رقم (1) أن فترة الدراسة قد شهدت ارتفاعات عموماً في قيمة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وأن عوائد المؤشر اليومية شهدت تقلبات شديدة خلال فترة الاغلاق المرتبطة بانتشار فيروس كورونا تظهر بوضوح من خلال مؤشر التقلب المحسوب في الأسفل إلى يمين الشكل رقم (1) ويظهر أن أحجام التداول خلال ذات الفترة كانت أعلى من الفترات التي سبقت أو تلت فترة الاغلاق حيث تمت عمليات بيع لفترة محدودة أدت إلى حدوث انخفاض في السوق تلتها عمليات شراء مستمرة أدت إلى ارتفاع مؤشر السوق.

من أجل دراسة تأثير أزمة كورونا على تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية استخدم الباحثان عدد من نماذج التقلب بدءاً من نموذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين (GARCH) الذي يعالج مشكلة التقلب العنقودي (volatility clustering) ويفترض أن تباين البواقي (الأخطاء العشوائية) هي تابع للقيم السابقة للتباين و لمربع الأخطاء العشوائية حيث تم تقدير المعادلة رقم (4) بعد إضافة حدود الابطاء المناسبة للمعادلة الرئيسية و بعد أن أشرت الباحثان خضوع تباين الأخطاء العشوائية لنموذج (GARCH) مع إضافة متغير كوفيد-19 (Covid) الذي يدرس تأثير انتشار

فيروس كورونا على تقلب عوائد سوق دمشق للأوراق المالية ويأخذ القيمة 1 في الفترة من 14 آذار إلى 26 أيار 2020 وصفر فيما عدا ذلك. أي أننا سنقدر المعادلتين التاليتين (معادلة وسط ومعادلة تباين) معاً:



الشكل رقم (1): رسوم توضيحية لبيانات الدراسة للفترة 3 تشرين ثاني 2019 إلى 24 كانون أول 2020

$$R_t = C + \vartheta_1 R_{t-1} + e_t \quad (4)$$

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha \epsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 + \theta Covid \quad (5)$$

ونظراً لأن نموذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين (GARCH) يفترض أن الصدمات الموجبة والسالبة لها نفس التأثير في التقلب لكن في الحقيقة قد يكون تأثير الصدمات السالبة أكبر من تأثير الصدمات الموجبة، لذلك إقترح (Coporale and Zakirova, 2017) استخدام نموذج (TARCH) الذي يدخل تعديلاً في معادلة التباين لتصبح على الشكل التالي:

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha \epsilon_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 + \gamma \epsilon_{t-1}^2 I_{t-1} + \theta Covid \quad (6)$$

حيث أن  $I_{t-1}$  يساوي الواحد إذا كان الخطأ العشوائي لفترة الإبطاء الأولى أقل من الصفر ويساوي الصفر فيما سواه. ومن أجل التأكد من النتيجة السابقة وكأسلوب آخر لمعالجة التأثير غير المتماثل للصدمات الموجبة والسالبة، إقترح (Al-Jafari, 2012; Coporale and Zakirova, 2017) نموذج (EGARCH) الذي يدخل تعديلاً في معادلة التباين لتصبح على الشكل التالي:

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \alpha \frac{|\epsilon_{t-1}|}{\sigma_{t-1}} + \beta \ln(\sigma_{t-1}^2) + \gamma \frac{\epsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} + \theta Covid \quad (7)$$

حيث أن المعامل  $\gamma$  في المعادلة (7) يأخذ بعين الاعتبار حالة عدم التماثل في تأثير الصدمات فإذا تلا الصدمات

السالبة تقلبات أكثر فإن قيمة المعامل ستكون سالبة. وقد استخدم هذا الأسلوب في قياس التقلب في الأسواق المالية (Ali, Alam, Rizvi, 2020) على 10 أسواق مالية عالمية بالإضافة إلى أسواق البيتكوين والنفط والذهب. يوضح الجدول رقم (5) نتائج تقدير معادلات الانحدار من (4) إلى (7) حيث يظهر الجزء العلوي من الجدول نتائج تقدير المعادلة الرئيسية رقم (4) مع نماذج التباين المشروط المختلفة. حيث تؤكد قيمة الثابت في جميع النماذج وجود عائد موجب يتراوح بين 0.05% في نموذج (GARCH) إلى 0.087% في نموذج (EGARCH) أي أن العوائد كانت موجبة بالمتوسط. ويبين الجدول أيضاً أن معاملات الإبطاء لفترة واحدة كانت هامة إحصائياً في جميع النماذج ما يعني أن عوائد أي يوم تتأثر إيجاباً بعوائد اليوم السابق.

تشير جميع النماذج المقدرة في الجزء السفلي من الجدول رقم (2) إلى أن معامل  $\beta$  موجب وهام إحصائياً أي أن تباين الفترة السابقة يؤثر إيجاباً في تباين الفترة الحالية كما أن مجموع معاملي  $\alpha$  و  $\beta$  كان اقل من الواحد في جميع النماذج مما يعني أن الصدمات التي يتعرض لها التباين المشروط ليس لها أثر مستمر (persistent). إن معامل  $\gamma$  في نموذج EGARCH موجب وغير هام إحصائياً بينما هو سالب وغير هام إحصائياً في نموذج TARCH ما يعني أن الصدمات السالبة والموجبة كان لها نفس التأثير على التقلب (تباين الخطأ العشوائي) في سوق دمشق للأوراق المالية. إن معامل  $\theta$  الذي يقيس تأثير انتشار فيروس كورونا له معامل موجب وهام إحصائياً عند مستوى دلالة 5% لنموذجي EGARCH و TARCH بينما هو هام إحصائياً عند مستوى دلالة 10% في نموذج GARCH. يدل ذلك على أن انتشار فيروس كورونا قد ساهم في ازدياد التقلب في عوائد سوق دمشق للأوراق المالية ويقودنا بالتالي إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة.

تشير باقي القيم الاحصائية في الجزء السفلي من الجدول رقم (2) إلى أن معامل التحديد المعدل في النماذج الثلاثة متقارب بشكل كبير مع تفضيل بسيط لنموذج GARCH بمعامل تحديد 19.91% وكذلك يفضل معيار AIC نموذج EGRACH حيث كانت قيمته هي الأقل بين النماذج الثلاث (-7.6558) وهذا يؤكد النتيجة التي توصلنا لها بخصوص معامل  $\gamma$  في المقطع السابق من حيث تماثل تأثيرات الصدمات الموجبة والسالبة على التقلب. تشير قيم اختبار LL (Log-Likelihood) إلى رفض فرضية العدم التي تنص على أن معاملات المتغيرات المستقلة مجتمعة تساوي الصفر مما يعني ملائمة النماذج المختبرة من حيث عدد المتغيرات المستقلة. ان قيمة اختبار (Durbin-Watson) DW القريبة من 2 في جميع النماذج تشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي ويؤكد صحة تقدير الأخطاء العشوائية وبالتالي الأهمية الاحصائية للمعاملات المقدرة

الجدول رقم (2): نتائج تقدير نماذج التباين المشروط

Model	GARCH		TARCH		EGARCH	
معادلة الوسط						
Variable	Value	P-value	Value	P-value	Value	P-value
C	0.000510	0.1946	0.000506	0.1911	0.000873	0.0004
$R_{t-1}$	0.426849	0.0000	0.434017	0.0000	0.463689	0.0000
معادلة التباين						
$\omega$	1.24E-06	0.0015	1.32E-06	0.0004	-0.41261	0.0000
ARCH ( $\alpha$ )	8-0.0173	0.1890	4-0.0176	0.1743	6-0.1410	0.0000
GARCH ( $\beta$ )	0.959374	0.0000	0.964057	0.0000	0.950893	0.0000
$\gamma$			6-0.0220	0.3846	0.008544	0.5900
$\theta$	8.04E-06	0.0643	8.30E-06	0.0488	0.168045	0.0000
باقي المعالم الإحصائية						
Adj-R <sup>2</sup>	0.196498		0.196902		0.199132	
AIC	4-7.6493		7-7.6427		-7.65585	
SIC	-7.56482		7-7.5441		-7.55725	
LL	962.1672		962.3457		963.9815	
D.W	1.882229		1.896110		1.956576	

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات سوق دمشق للأوراق المالية ومخرجات

برنامج Eviews

### 11. الاستنتاجات

خلصت الدراسة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية قد تعرض لمستويات مرتفعة من التقلبات خلال فترة الإغلاق التي استمرت من 14 آذار 2020 إلى 26 أيار 2020 بما يتفق مع نتائج جميع الدراسات السابقة (Just and Echaust, 2020; Ali, Alam, Rizvi, 2020; Lyócsa, Baumöhl, Výrost, Molnár, 2020) وأن انتشار جائحة كورونا كان لها تأثير إيجابي وجوهري في مستويات التقلب حسب ما أظهرته نماذج الانحدار الذاتي المعمم مشروط التباين الثلاثة GARCH و TARCH و EGARCH والذي يتفق مع دراسة (Ali, Alam, Rizvi, 2020) الذي استخدم نموذج EGARCH لبيان أثر الجائحة في تقلب الأسواق المالية. إن استمرار الاتجاه الصعودي لسوق دمشق للأوراق المالية رغم تلك التقلبات الضخمة التي حدثت في السوق في فترة الإغلاق يشير إلى أن الإجراءات التي اتخذها مصرف سورية المركزي ومفوضية هيئة الأسواق والأوراق المالية وكذلك إدارة السوق قبل وخلال فترة الإغلاق والتي استمرت بعد العودة من الإغلاق قد نجحت في امتصاص تأثير جائحة كورونا على الأقل على قطاع المصارف الذي يسيطر على سوق دمشق للأوراق المالية كما أن ضعف الارتباط بين سوق دمشق للأوراق المالية وباقي الأسواق العالمية قد حال دون انتقال عدوى الانخفاضات إلى السوق المحلية.

## 12. التوصيات والمقترحات

توصي هذه الدراسة إدارة سوق دمشق للأوراق المالية بتطوير مؤشر لتقلب السوق يستخدم كنظام إنذار مبكر لاستشراف مستوى عدم التأكد الذي يسود السوق المالية ويساعد القائمين عليه في اتخاذ التدابير الوقائية. وفي حين كانت غالبية الإجراءات والقرارات المتخذة على شكل إعفاءات وتقديم مهل إضافية كون الجمهورية العربية السورية تعاني من ضيق الموارد المالية بفعل الحرب والحصار ربما ينبغي التفكير بإمكانية تقديم حزم تحفيزية موجهة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة كذلك التي قدمتها دول عربية أخرى أو ربما تحريك أسعار الفائدة الثابتة منذ وقت طويل.

إن عدم وجود شركات مساهمة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في قطاعات التجزئة والألبسة والمطاعم والفنادق والطيران ساهم أن تكون الآثار السلبية لجائحة كورونا محدودة على السوق، حيث أن هذه القطاعات هي التي تأثرت سلبا وبشكل كبير بجائحة كورونا. وفي المقابل إن غياب شركات مساهمة متخصصة بالكيمياء والأدوية والأغذية أيضا حرم سوق المال من الاستفادة من تحسن أسهم هذه الشركات عالميا نتيجة جائحة كورونا.

إن أحجام التداول في سوق دمشق للأوراق المالية مازالت قليلة وخاصة في حال تحويلها إلى معادل بالدولار. إذ أن انخفاض سعر صرف الليرة السورية لم يؤثر إيجابا على أسعار الأسهم ولم يستطع السوق تعديل أسعاره لتغطية انخفاض قيمة العملة سواء من حيث الأسعار أو حجم التداول. لذا توصي هذه الدراسة إدارة السوق بتشجيع كبار المستثمرين من صناديق تقاعد ونقابات إلى الاستثمار في السوق وإنشاء محافظ استثمارية لها بما يسهم في تحقيق التعافي الاقتصادي وتحسين التداول. وأخيرا توصي الدراسة إيجاد أدوات ادخار واستثمار قصيرة الأجل وطويلة الأجل بالليرة السورية بعائد عالي لكي تساهم بجذب فائض الأموال للدخار والاستثمار بالليرة السورية، حيث أن غياب مثل هذه الأدوات يساهم بهروب فائض الأموال إلى المضاربة بالعملات الأجنبية وشراء الذهب والعقارات، وتأثير ذلك سلبا على الاقتصاد السوري وسوق المال.

## 13. المراجع

### المراجع العربية

1. غربي، حمزة وبن البار، امحمد وبدروني، عيسى (2021) دراسة قياسية لأثر جائحة كورونا على الأسواق المالية العربية - بورصة القاهرة نموذجا - مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية ، 9(4) 447-466.
2. طلحة، الوليد أحمد (2020) التداعيات الاقتصادية لفيروس كورونا المستجد على الدول العربية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، الامارات العربية المتحدة، 1-47.
3. هارون، سهر (2021) أثر فيروس كورونا المستجد في تداولات سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث - سلسلة العلوم الاقتصادية، 43 (4) 45-80.

### المراجع الأجنبية

4. Ali, M., Alam, N., & Rizvi, S. A. R. (2020). Coronavirus (COVID-19)-An epidemic or pandemic for financial markets. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100341.
5. Al-Jafari, M. K. (2012). An empirical investigation of the day-of-the-week effect on stock returns and volatility: Evidence from Muscat Securities Market. *International Journal of Economics and Finance*, 4(7), 141-149.
6. Ashraf, B. N. (2020). Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities?.

- Research in International Business and Finance, 54, 101249.
7. Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. The journal of Finance, 61(4), 1645-1680.
  8. Caporale, G. M., & Zakirova, V. (2017). Calendar anomalies in the Russian stock market. Russian Journal of Economics, 3(1), 101-108.
  9. Chiah, M., & Zhong, A. (2020). Trading from home: The impact of COVID-19 on trading volume around the world. Finance Research Letters, 37, 101784
  10. Corbet, S., Hou, Y. G., Hu, Y., Oxley, L., & Xu, D. (2021). Pandemic-related financial market volatility spillovers: Evidence from the Chinese COVID-19 epicentre. International Review of Economics & Finance, 71, 55-81.
  11. Gao, X., & Lin, T. C. (2015). Do individual investors treat trading as a fun and exciting gambling activity? Evidence from repeated natural experiments. The Review of Financial Studies, 28(7), 2128-2166.
  12. Hong, H., & Stein, J. C. (2007). Disagreement and the stock market. Journal of Economic perspectives, 21(2), 109-128.
  13. Just, M., & Echaust, K. (2020). Stock market returns, volatility, correlation and liquidity during the COVID-19 crisis: Evidence from the Markov switching approach. Finance Research Letters, 37, 101775.
  14. Kumar, A., 2009. Who gambles in the stock market. J. Finance 64, 1889-1933.
  15. Lyócsa, Š., Baumöhl, E., Výrost, T. and Molnár, P., (2020). Fear of the coronavirus and the stock markets. Finance research letters, 36, 101735.
  16. Okorie, D. I., & Lin, B. (2021). Adaptive market hypothesis: The story of the stock markets and COVID-19 pandemic. The North American Journal of Economics and Finance, 57, 101397.
  17. Zhang, W. & Hamori, S. (2021), Crude oil market and stock markets during the COVID-19 pandemic: Evidence from the US, Japan, and Germany, International Review of Financial Analysis 74, 101702

#### المواقع الإلكترونية

1. موقع مصرف سورية المركزي: <http://www.cb.gov.sy/ar>
2. موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: <http://scfms.sy/>
3. موقع سوق دمشق للأوراق المالية: <http://dse.sy/>
4. موقع رئاسة مجلس الوزراء السوري: <http://www.pministry.gov.sy/>