الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

ماجستير أسواق مالية

أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية:
حالة دراسية عن بورصة فرانكفورت وإمكانية الاستفادة منها في سورية

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد:

فرح زيد الطفيلي

إشراف:

د. عبد الرزاق حساني

2021

الجمهورية العربية السورية

وزارة التعليم العالي

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

نوقشت رسالة **الماجستير** التي أعدتها الطالبة **فرح الطفيلي** والموسومة بعنوان:

أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية:

حالة دراسية عن بورصة فرانكفورت وإمكانية الاستفادة منها في سورية

وذلك من قبل السادة الأساتذة أعضاء لجنة الحكم والمناقشة والتي تم تشكيلها بموجب قرار مجلس البحث العلمي والدراسات العليا رقم (3079) تاريخ 2021/9/13 والتالية أسماؤهم:

اسم عضو اللجنة	الصفة	التوقيع
د. أكرم الحوراني (عضوا)	الأستاذ في قسم المصارف والتأمين- كلية الاقتصاد- جامعة دمشق	
د. عبد الرزاق حساني (عضوا مشرفا)	الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين- كلية الاقتصاد- جامعة دمشق	
د. ياسر المشعل (عضوا)	المدرس في قسم الاقتصاد- كلية الاقتصاد- جامعة دمشق	

وأجريت المناقشة يوم الثلاثاء 2021/10/5م كما تم إجراء التعديلات المطلوبة وأصبحت الرسالة صالحة لمنح درجة الماجستير في الأسواق المالية-قسم المصارف والتأمين.

إقــرار

أنا الطالبة فرح زيد الطفيلي

أصرّح بأن هذا البحث المقدم لنيل درجة الماجستير بعنوان: "أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية: حالة دراسية عن بورصة فرانكفورت وإمكانية الاستفادة منها في سورية" هو من إنجازي، ونتاج عملي وجهدي، ولم يسبق أن نُشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

دمشق 2021/8/2

فرح زيد الطفيلي

الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الآداب والعلوم الإنسانية

قسم اللغة العربية وآدابها

الأستاذ الدكتور عميد كلية ..الاقتصاد.....

تحية طيبة وبعد:

فقد قمت بالتدقيق اللغوي (لرسالة الماجستير – لأطروحة الدكتوراه) التي أعدّتها الطالبة فرح الطنيلي ....، وعنوانها:

"أثر سياسة البنك المركزي الأوربي على الأسواق المالية الأوربية خلال جائحة كورونا مع دراسة عن بورصة فرانكفورت وإمكانية الاستفادة منها في سورية"

بإشراف الدكتور ..عبد الرزاق حبني.....

يرجى أخذ العلم

دمشق / ٨ / ٢٠٢١

المدقق: د. يوسف الحاج أحمد

..أستاذ.... في قسم اللغة العربية- جامعة دمشق

رقم الهاتف: ٠٩٥٦٢٢٠٣٩٦.....

رئيسة قسم اللغة العربية وآدابها

أ.د. منيرة فاعور

جامعة دمشق - كلية الآداب

شكر وتقدير

الحمدلله والشكر لله سبحانه وتعالى الذي أعانني على إنجاز هذه الرسالة، ولولا توفيقه عز وجل لما تحقق من ذلك شيئاً. وبعد:

لابد لي من التوجه بجزيل الشكر وخالص الفضل للدكتور عبد الرزاق حساني لتفضله بالإشراف على هذا البحث حتى إتمامه، وعلى كل ما قدمه لي من نصائح وتوصيات، ومنحه الوقت والجهد والاهتمام في القراءة المتأنية لكل فصل من الرسالة.

كما أتوجه بفائق الاحترام والتقدير لأعضاء اللجنة الكرام الدكاترة الأفاضل (الدكتور أكرم حوراني والدكتور ياسر مشعل) لتفضلهم بالاطلاع على هذا العمل في سبيل تزويدي بملاحظاتهم وآرائهم القيمة التي من شأنها أن ترفع مستوى البحث، حيث سيكون لملاحظاتهم الأثر الكبير في إخراج هذا العمل بأفضل صورة ممكنة.

ووفاءً وتقديراً مني أتقدم للدكتور ياسر مشعل بجزيل الشكر أيضاً على مساعدتي في الجانب العملي من الدراسة، كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر والعرفان إلى جميع أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد، الذين مدوا لي يد العون. والشكر موصول لجامعة دمشق، هذه الجامعة التي احتضنتني طالبةً بالبكالوريوس وباحثةً بالماجستير.

إهداء

إلى أعز وأغلى معلم في مدرسة الحياة..

إلى الرجل العظيم الذي رباني على حب العلم ومكارم الأخلاق...

إلى من كان تعليمي من أولويات حياته...

إلى فخري وعزي وسندي في هذه الحياة...

أبي

إلى من ندرت نفسها لنا...

وأعطت فوق حدود العطاء حتى أصبح رد جميلها مستحيلاً...

إليكِ يامن كانت دعواتك عنوان دربي...

إليكِ يا حبيبتي...أهديكِ رسالتي هذه لتهديني الرضا والدعاء...

أمي

إلى أجمل هدية لي في هذه الدنيا...

إلى الذين وقفوا معي في مسيرتي التعليمية وشجعوني وساندوني...

إلى من كان لهم في أي نجاح أحققه الفضل الأكبر...

إلى أغلى وأجمل مافي الوجود...

أخي، أخواتي

إلى من تشاركنا ثمار العلم والمعرفة وأجمل اللحظات...

إلى من جمعني بهم الأمل وأهدتني الحياة صحبتهم وصداقتهم...

إلى الورود التي قطفتها من حدائق الحياة المختلفة...

إلى من أغنو حياتي بأجمل الذكريات...

صديقاتي

إلى كل من علمني حرفاً وأضاء لي بفكرة...

إلى كل من ترك أثراً في حياتي...

إلى كل من دعمني بدعاء أو حتى بكلمة...

إليكم جميعاً أهدي هذا العمل

ولكم مني جزيل الشكر والامتنان

فهرس المحتويات

الملخص 1
المقدمة 2
أهمية البحث 3
أهداف البحث 3
مشكلة البحث 3
فرضيات البحث 4
متغيرات البحث 4
حدود البحث 5
مصادر جمع البيانات 5
منهجية البحث 5
الدراسات السابقة 5
أولاً: الدراسات باللغة الإنكليزية 5
ثانياً: الدراسات باللغة العربية 8
ثالثاً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة 8
الفصل الأول :السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي 10
المبحث الأول: السياسة النقدية التقليدية 11
أولاً: نشأة البنك المركزي الأوروبي 12
ثانياً:أدوات السياسة النقدية التقليدية 14
المبحث الثاني: السياسة النقدية غير التقليدية 21
أولاً: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية 22

ثانياً: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية 23
ثالثاً: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية 24
1-سياسة معدلات الفائدة 24
1-1- معدلات الفائدة الصفرية 24
1-2-معدلات الفائدة السالبة 26
2-سياسة التيسير الكمي (برامج شراء الأصول) 27
رابعاً: استراتيجيات الخروج من السياسات النقدية غير التقليدية 32
المبحث الثالث: تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية 34
أولاً: سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة 34
ثانياً: سياسة التيسير الكمي 38
الفصل الثاني: الأسواق المالية الأوروبية 44
المبحث الأول: تعريف بالأسواق المالية الأوروبية 45
أولاً: السوق النقدية في منطقة اليورو 45
ثانياً: التطورات الرئيسية في سوق النقد بمنطقة اليورو بعد أزمة 2008 47
ثالثاً: سوق رأس المال في منطقة اليورو 50
رابعاً: التطورات الرئيسية في سوق رأس المال بمنطقة اليورو بعد أزمة 2008 52
خامساً: البنية التحتية للسوق المالية 54
سادساً: ترتيبات التداول وتشكيل الأسعار 59
1-ترتيبات التداول 59
2- آلية تشكيل الأسعار 60
3-فوائد عملية تشكيل الأسعار 61
سابعاً: الوساطة المالية 62
المبحث الثاني: بورصة فرانكفورت 66
أولاً: نشأة بورصة فرانكفورت (لمحة تاريخية) 66

ثانياً: مجلس البورصة 67
ثالثاً: مجلس الإدارة التنفيذية 68
رابعاً: مكتب المراقبة التجارية 68
خامساً: المؤشرات الرئيسية لبورصة فرانكفورت 69
الفصل الثالث: أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية 74
المبحث الأول: آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية غير التقليدية 75
1–قناة التوقعات 75
2–قناة رصيد المحفظة 76
المبحث الثاني: أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت 79
أولاً: اختبار العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية وأسعار الأسهم 79
ثانياً: اختبار العلاقة بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول وأسعار الأسهم 100
ثالثاً: نتائج القسم العملي 109
رابعا: مناقشة الفرضيات 113
المبحث الثالث: إمكانية الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي في سورية 115
أولاً: واقع السياسة النقدية في سورية 115
ثانياً: واقع السوق المالية في سورية 119
ثالثاً: كيف يمكن للاقتصاد السوري الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي 126
النتائـج 129
التوصيات 132
المـلاحــق 133
المراجع 152
Abstract 165

فهرس الجداول

الجدول رقم (1): سندات الدين قصيرة الأجل في منطقة اليورو..... 48

الجدول رقم (2): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)..... 83

الجدول رقم (3): نموذج ARIMA(1,0) للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12. 84

الجدول رقم (4): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IR من 2009/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)..... 85

الجدول رقم (5): نتائج اختبار التكامل المشترك بين EP وIR. 86

الجدول رقم (6): اختبار فترة الإبطاء المثلى..... 86

الجدول رقم (7): نموذج VAR بين المتغيرين EPوIR. 87

الجدول رقم (8): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي 89

الجدول رقم (9): اختبار تجانس تباين الخطأ 89

الجدول رقم (10): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IL من 2009/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)..... 90

الجدول رقم (11): نتائج اختبار التكامل المشترك بين EP وIL..... 91

الجدول رقم (12): اختبار فترة الإبطاء المثلى. 91

الجدول رقم (13): نموذج VAR بين المتغيرين EPوIL..... 92

الجدول رقم (14): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي..... 93

الجدول رقم (15): اختبار تجانس تباين الخطأ 94

الجدول رقم (16): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير ID من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) 95

الجدول رقم (17): نموذج ARDL بين EP وID. 95

الجدول رقم (18): نتائج اختبار الحدود بين EP وID..... 97

الجدول رقم (19): نتاج نموذج تصحيح الخطأ بين EP وID..... 97

الجدول رقم (20): اختبار Breusch-Pagan-Godfrey..... 98

الجدول رقم (21): اختبار ARCH. 98

الجدول رقم (22): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) 102

الجدول رقم (24): نموذج ARDL بين EP وAPP 104

الجدول رقم (25): نتائج اختبار الحدود بين EP وAPP 105

الجدول رقم (26): نتاج نموذج تصحيح الخطأ بين EP وAPP 106

الجدول رقم (27): اختبار Breusch-Pagan-Godfrey.....107

الجدول رقم (28): اختبار ARCH. 107

فهرس الأشكال

الشكل رقم (1): التغيرات في معدلات الفائدة الرئيسية لدى البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2009–2020. 34

الشكل رقم (2): التغيرات في معدل تغير ال GDP في منطقة اليورو خلال الفترة 2009–2020. 36

الشكل رقم (3): التغيرات في معدل التضخم HICP في منطقة اليورو خلال الفترة 2009–2014..... 37

الشكل رقم (4):التغيرات في قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية لبرنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP، والبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3. 38

الشكل رقم (5):التغيرات في قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية لبرنامج شراء قطاع الشركات CSPP، وبرنامج شراء القطاع العام PSPP. 38

الشكل رقم (6): التغيرات في معدل التضخم HICP في منطقة اليورو خلال الفترة 2015–2020..... 40

الشكل رقم (7): اختبار الوزيع الطبيعي للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12. 80

الشكل رقم (8): اختبار الارتباط الذاتي للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12. 81

الشكل رقم (9): الشكل البياني للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12. 82

الشكل رقم (10): تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج بين EP وID. 96

الشكل رقم(11): اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM..... 99

الشكل رقم(12): نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم..... 99

الشكل رقم (13):اختبار الوزيع الطبيعي للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12. 100

الشكل رقم (14): اختبار الارتباط الذاتي للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level. 101

الشكل رقم (16): تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج بين EP وAPP 105

الشكل رقم(17): اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM.....108

الشكل رقم(18): نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم.....108

الملخص

قام البنك المركزي الأوروبي باستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة، وبرامج شراء الأصول)؛ من أجل توفير المزيد من الحوافز لاقتصاد منطقة اليورو بعد أزمة 2008. سنتناول في هذه الرسالة تحليل أثر السياسات النقدية غير التقليدية على أداء الأسواق المالية الأوروبية، بالإضافة إلى البحث في إمكانية الاستفادة من هذه التجربة في سورية. وفي هذا الإطار سنقوم بدراسة العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية التي قام البنك بتخفيضها إلى مستويات صفرية وسالبة (معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشية وتسهيلات الودائع)، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. ودراسة العلاقة أيضاً بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وستتم دراسة هذه العلاقة عن طريق البرنامج الإحصائي Eviews 12، من خلال بناء النماذج المناسبة.

وتبين من خلال تحليل البيانات عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية وأسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. بينما تم استنتاج علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية ومعدل الفائدة على تسهيلات الودائع وصافي مشتريات الأوراق المالية وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وبينت نتائج الاختبار أن هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وأسعار الأسهم. ووجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع وأسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل. ووجود علاقة طردية بين صافي مشتريات الأوراق المالية وأسعار الأسهم في المدى القصير.

ويؤكد واقع السياسة النقدية في سورية على عدم تحقيق متطلبات تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية، ويؤكد واقع السوق المالية في سورية وجود عدة معوقات لتطور ونمو البورصة.

وفي الختام توصي الباحثة بتقوية الأنظمة المصرفية في منطقة اليورو، والتحكم في الائتمان المصرفي وتوجيهه بشكل فعّال. أما فيما يتعلق بمصرف سورية المركزي، فيجب عليه السعي للتحرر من تبعيته شبه المطلقة للحكومة. حيث تمكنه الاستقلالية من رسم السياسة النقدية وتنفيذها، وفقاً للحاجات الاقتصادية وليس رغبات الحكومة. وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية فمن الممكن التطوير المستمر للتشريعات التي تتعلق بها للتكيف مع المستجدات. بالإضافة إلى أنه يجب علينا أن نلحق بركب الحضارة فيما يخص وسائل الدفع الالكتروني التي باتت في الدول المتقدمة شيئاً لا يمكن الاستغناء عنه. وغيرها من التوصيات التي ترجو الباحثة أن يتم تطبيقها.

الكلمات المفتاحية: البنك المركزي الأوروبي، السياسة النقدية غير التقليدية، الأسواق المالية الأوروبية، بورصة فرانكفورت، أسعار الأسهم.

المقدمة:

تسبب الاضطراب المالي العالمي الذي انفجر أواخر عام 2007 والكساد اللاحق بالنشاط الاقتصادي في تحدٍ شديد لعمل الأسواق المالية حيث أثر في العلاقات بين المصارف من خلال زيادة مخاطر السيولة والائتمان. واعتمد البنك المركزي الأوروبي تدابير غير تقليدية من أجل توفير المزيد من الحوافز لاقتصاد منطقة اليورو بعد الأزمة المالية العالمية، وبهدف تحقيق الاستقرار في النظام المصرفي الأوروبي، وتسهيل حصول الأفراد على الائتمان. وهنا برزت الحاجة إلى تسليط الضوء على حقيقة الدور الذي تؤديه السياسات النقدية غير التقليدية بالتأثير في الأسواق المالية الأوروبية، حيث تتمثل مشكلة البحث في مدى تأثير السياسة النقدية غير التقليدية المتبعة من قبل البنك المركزي الأوروبي على أداء الأسواق المالية الأوروبية (وذلك بالتطبيق على بورصة فرانكفورت).

تكونت الدراسة من ثلاثة فصول حيث سيتم الحديث في الفصل الأول (السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي) عن نشأة البنك المركزي الأوروبي وأدوات السياسة النقدية التقليدية المتبعة من قبله، وعن السياسات النقدية غير التقليدية وتجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيقها. أما بالنسبة للفصل الثاني (الأسواق المالية الأوروبية) فسيتم الحديث فيه عن السوق النقدية وسوق رأس المال في منطقة اليورو والتطورات الرئيسية فيهما بعد أزمة 2008، وخدمات البنية التحتية للأسواق المالية وترتيبات التداول وتشكيل الأسعار والوسطاء الماليين في الأسواق المالية الأوروبية، وسيتم الحديث أيضاً عن بورصة فرانكفورت وأهم المؤشرات الرئيسية فيها. وبالنسبة للفصل الثالث (أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية) سيتم الحديث فيه عن آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية غير التقليدية حيث يُعتبر تتبع آلية نقل السياسة النقدية غير التقليدية نقطة انطلاق طبيعية لفهم كيف وإلى أي مدى تكون تدابير السياسة النقدية غير التقليدية فعّالة في التخفيف من الاضطرابات المالية، واستعادة تدفق الائتمان في الأسواق المالية. والقناتان الرئيسيتان اللتان تم اقتراحهما فيما يتعلق بآلية النقل هما قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة، حيث توضح قناة التوقعات وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم، أما قناة رصيد المحفظة فتوضح علاقة طردية بين زيادة العرض النقدي الناتج عن سياسة التيسير الكمي وبين أسعار الأسهم. وسيتضمن المبحث الثاني منه الدراسة الإحصائية حيث ستتم دراسة العلاقة بين معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وتسهيلات الإقراض الهامشية، وتسهيلات الودائع (سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة) وصافي مشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول (سياسة التيسير الكمي)، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. أما المبحث الثالث فسيتضمن واقع السياسة النقدية وواقع السوق المالية في سورية، وأهم المعوقات التي تواجه كل منهما، وكيف يمكن للاقتصاد السوري الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي.

أهمية البحث:

وتبرزمن خلال النقاط الآتية:

1. أنه يسلط الضوء على أهمية السياسة النقدية غير التقليدية وأثرها في مختلف المتغيرات الاقتصادية.
2. يرصد هذا البحث البنية التنظيمية للأسواق المالية الأوروبية وأثر السياسات النقدية غير التقليدية فيها.
3. البحث في إمكانية الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي في سورية.

أهداف البحث:

1. الوقوف على مدى حساسية أداء الأسواق المالية للإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية.
2. التوصل إلى تفسير يوضح طبيعة العلاقة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية و معدلات الفائدة السالبة) وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.
3. التعرف إلى بورصة فرانكفورت، حيث تعد هذه البورصة أحد أكبر المراكز التجارية للأوراق المالية في العالم، فهي أكبر البورصات الألمانية السبعة، حيث تبلغ حصتها في المبيعات بينهم حوالي 90%.
4. استخلاص أهم النتائج والتوصيات من تجربة البنك المركزي الأوروبي والبحث عن كيفية الاستفادة من هذه التجربة في سورية.

مشكلة البحث:

تمتد آثار السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية المختلفة، وقد يكون لها نتائج إيجابية أو سلبية، لذلك يجب أن يتمتع صانعو السياسة النقدية بالخبرة والكفاءة والقدرة على اتخاذ القرارات بالكم والوقت المناسبين؛ ومن هنا تتضح أهمية الفهم الكامل للقنوات التي ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية الأساسية.

وتعد أسعار الأسهم من بين أكثر أسعار الأصول التي يتم مراقبتها عن كثب في الاقتصاد، وتُعدُّ عادةً شديدة الحساسية للظروف الاقتصادية. وفي سياق آلية الانتقال النقدي من خلال الأسواق المالية، تؤثر إجراءات السياسة النقدية في أسعار الأسهم، حيث تؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في نقل قرارات السياسة النقدية. ومن هنا تبرز أهمية الحاجة إلى فهم أفضل لدور أسعار الأسهم في آلية الانتقال النقدي، وينبغي للسياسة النقدية أن

تأخذ أسعار الأسهم في الاعتبار حيث إن التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم قد يكون لها تأثير مزعزع للاستقرار في الاقتصاد.

ويعد البنك المركزي الأوروبي واحداً من أهم البنوك المركزية في العالم، والذي اعتمد على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بشكل أساسي عند إدارته للسياسة النقدية، والتي تمثلت مهمتها الأساسية (بعد أزمة 2008) في تحفيز الاقتصاد والتخلص من الانكماش والركود الناجم عن تلك الأزمة التي امتدت لتشمل كل مناحي الاقتصاد ومن بينها الأسواق المالية؛ وفي هذا الإطار تبرز مشكلة البحث في مدى تأثير السياسة النقدية غير التقليدية المتبعة من قبل البنك المركزي الأوروبي على أداء الأسواق المالية الأوروبية (وذلك بالتطبيق على بورصة فرانكفورت).

فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسية: لا تُعدُّ أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أداة نقدية فاعلة بالتأثير في الأسواق المالية الأوروبية. ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية أربع فرضيات فرعية:

الفرضية الفرعية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

الفرضية الفرعية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي مشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

متغيرات البحث:

1. المتغير التابع: أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.
2. المتغيرات المستقلة: معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشية وتسهيلات الودائع (بالنسبة إلى سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة)، صافي مشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول (بالنسبة إلى سياسة التيسير الكمي).

حدود البحث:

1. الحدود الزمانية: بيانات شهرية بين عامي 2009-2020.
2. الحدود المكانية: الأسواق المالية الأوروبية وتحديداً بورصة فرانكفورت.

مصادر جمع البيانات:

تعتمد الدراسة على مصادر عديدة متمثلة بالكتب والدوريات والتقارير والأبحاث والرسائل العلمية العربية والإنكليزية، والمواقع الالكترونية التي لها صلة بموضوع الدراسة.

أما بالنسبة للبيانات التي سيتم إجراء التحليل الإحصائي عليها فسوف يتم جمعها والحصول عليها من خلال:

الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي (https://www.ecb.europa.eu)، إضافة إلى الموقع الرسمي لبورصة فرانكفورت (https://www.boerse-frankfurt.de/en).

منهجية البحث:

تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لدى إعداد هذه الدراسة فالمنهج الوصفي (والذي يقوم على جمع المعلومات وعرضها وتفسيرها) يتيح لنا الوقوف على الجانب النظري من خلال الاستعانة بالكتب والنشرات والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة بشكل مباشر أو غير مباشر.

في حين يعتمد المنهج التحليلي على الأساليب الإحصائية القياسية لتحليل اتجاه العلاقة بين متغيرات البحث، وبناء النماذج المناسبة. حيث تم جمع البيانات وفقاً لبرنامج Excel وتمت معالجة هذه البيانات واختبار الفرضيات وفقاً للبرنامج الإحصائي Eviews الإصدار 12.

الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات باللغة الإنكليزية:

1. Nuno Cassola, Claudio Morana. (2004). **Monetary policy and the stock market in the euro area**. Research, Journal of Policy Modeling, North-Holland.

(السياسة النقدية وسوق الأسهم في منطقة اليورو)

حيث كان الهدف من الورقة البحثية هو تعميق الإدراك بدور سوق الأوراق المالية في آلية الانتقال النقدي في منطقة اليورو، وتقييم ما إذا كانت السياسة النقدية الموجهة نحو استقرار الأسعار على المدى المتوسط تتفق مع تطورات سوق الأسهم في منطقة اليورو، وذلك بالاعتماد على تحليل التكامل المشترك، وكان من أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحث أن أسعار الأسهم وبشكل أعم أسعار الأصول تؤدي دوراً مهماً في آلية الانتقال النقدي في منطقة اليورو، والصدمات الإنتاجية المستمرة تمثل القوة الدافعة لسوق الأوراق المالية على المدى الطويل، ويمكن أن تسهم السياسة النقدية التي تركز على الحفاظ على استقرار الأسعار على المدى الطويل في استقرار سوق الأسهم.

2. Christos Ioannidis, Alexandros Kontonikas. (2006). **The Impact of Monetary Policy on Stock Prices**. Research, Department of Economics, University of Glasgow, Glasgow, UK.

(أثر السياسة النقدية على أسعار الأسهم)

هدفت الدراسة إلى بيان أثر السياسة النقدية على عوائد الأسهم في ثلاثة عشر دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1972–2002، وذلك بالاعتماد على نموذج القيمة الحالية أو التدفقات النقدية المخصومة، وقد توصلت الدراسة إلى أن السياسة النقدية قد أثرت وبصورة جوهرية على عوائد الأسهم، مما دعم نظرية انتقال أثر السياسة النقدية عبر أسواق الأسهم. كما أشار تحليل الحساسية إلى أن أربعة دول من أصل الثلاثين دولة المتضمنة في العينة قد أظهرت علاقة قوية بين إجراءات السياسة النقدية وتحديدا معدلات الفائدة التي تستخدمها وبين العوائد على الأسهم وهي بريطانيا، فرنسا، كندا وإيطاليا. في حين لم تبد العوائد على الأسهم في كل من اليابان وإسبانيا وفنلندا أي ارتباط بالتغيرات التي طرأت على أسعار الفائدة قصيرة الأمد، كما أن اتباع سياسة نقدية انكماشية سيخفض من معدل التضخم مما يعدل أسعار الأسهم.

3. Kragiopoulos, Periklis. (2013, February). **Unconventional Monetary Policy An Application to the Eurozone**. Master Thesis, University of Macedonia, Thessaloniki, Greece.

(السياسة النقدية غير التقليدية المطبقة في منطقة اليورو)

تناولت الأطروحة الأسس النظرية للسياسة النقدية غير التقليدية، والتحديات التي تواجهها البنوك المركزية عندما يتوجب عليها استخدام تدابير السياسة النقدية غير التقليدية. تم إلقاء نظرة عامة على تدابير السياسة النقدية غير

التقليدية التي اتخذتها البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم، مع التركيز على تجربتي البنك المركزي الأوروبي والاحتياطي الفيدرالي. تم استخدام نموذج التوازن الديناميكي العشوائي من أجل تقييم فعالية السياسة النقدية غير التقليدية في التخفيف من الاضطرابات المالية، وكذلك تأثيرها في تطور متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية الذي يتم بواسطة قناتين هما قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة. تم تقدير نموذج Var باستخدام مجموعة من بيانات شهرية تمتد من شهر 1 عام 1999 إلى شهر 4 عام 2011. وقد توصل الباحث إلى عدة نتائج منها أن تدابير السياسة النقدية غير التقليدية التي استخدمتها البنوك المركزية قدمت دعماً مؤقتاً للاقتصادات المتعثرة في بلدانهم خلال الأزمة المالية، وتدخّل البنك المركزي الأوروبي قد نجح في دعم اقتصاد منطقة اليورو والتخلص من مخاطر الانكماش، لكن بعض التدابير الذي تم اعتمادها مثل سياسة التيسير الكمي يمكن أن تؤدي إلى تأثيرات تضخمية.

4. Derya Yılmaz, Emin Ertürk, Filiz Eryılmaz. (2017). **The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical Approach.** Research, International Journal of Trade, Economics and Finance, No.2, Turkey.

(السياسة النقدية غير التقليدية: الإطار النظري)

استجابت البنوك المركزية للأزمة المالية العالمية عن طريق تغيير سعر الفائدة (السياسة النقدية التقليدية) في البداية، لكن ذلك لم يكن كافياً لإنعاش الاقتصاد؛ الأمر الذي دفع البنوك المركزية الكبرى (بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الأوروبي و بنك اليابان) إلى استخدام السياسات النقدية غير التقليدية، وذلك من أجل تخفيف ضغوط الأسواق المالية و إنعاش الاقتصاد، ويتم ذلك عن طريق قناتين هما قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة. وقامت هذه الدراسة باستكشاف الخلفية النظرية لهذه السياسات وتقييم فعاليتها، (عن طريق مقارنة سلوك البنوك المركزية الرئيسية)، وتم تقييم أداء هذه السياسات من خلال النظر في البيانات من القطاعات المالية والحقيقية للاقتصاد، وقياس تقلب سوق الأوراق المالية (عن طريق استخدام مؤشرات التقلب منها Euro CBOE Stoxx50, Nikkei 225,) والنظر فيما إذا كانت هذه السياسات قادرة على تقليل الضغوط المالية باستخدام مؤشر الخوف المالي (VIX)، والذي يعني ارتفاعه ارتفاع الخوف وعدم اليقين في أسواق الأسهم. وقد توصل الباحث إلى عدة استنتاجات منها أنه ببداية عام 2010، بدأت الاقتصادات في الانتعاش لكن الزلزال في اليابان وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو أعاقت الانتعاش وشهدت هذه الاقتصادات معدلات نمو سلبية، بدأ الاقتصاد الياباني في التعافي بسرعة أكبر مع البرنامج الاقتصادي الجديد المعروف باسم (Abenomics)، لكن في منطقة اليورو ظل التعافي بطيئاً، حتى الاقتصاد الألماني كان راكداً خلال عام 2013، أما في الولايات المتحدة فقد سجل نمو الناتج المحلي الإجمالي قيماً إيجابية بين عامي 2012 و2013.

ثانياً: الدراسات باللغة العربية:

- سناء الريس. (2018). **مدى فعالية سعر الفائدة في التأثير على الناتج المحلي الإجمالي: تجربة المصرف المركزي الأوروبي وإمكانية الاستفادة منها في سورية**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر تغير معدل الفائدة على معدل النمو الاقتصادي في منطقة اليورو، لمعرفة ما إذا كان لهذا المعدل تأثير في معدلات النمو الاقتصادي من جهة وما إذا كان من الممكن اعتبارها أداة للتخفيف من وطأة الأزمات من جهة ثانية، وهدفت أيضاً إلى تسليط الضوء على كيفية تعاطي البنك المركزي الأوروبي مع المشكلات الاقتصادية التي مرت بها منطقة اليورو، لاسيما بعد أزمة عام 2008، وقد تم تحليل البيانات الخاصة بالفترة من 2003 إلى 2016، وذلك بالاعتماد على اختبار انجل جرانجر ونموذج تصحيح الخطأ ECM، وقد توصلت الباحثة إلى استنتاجات عديدة منها أن الآثار السلبية المترتبة عن الأزمة المالية العالمية قد أدت إلى تبني أغلب البنوك المركزية في الاقتصادات المتقدمة الرئيسية في العالم (الأمريكي، الأوروبي، الياباني) لسياسات نقدية غير تقليدية واسعة النطاق لتوفير الحوافز لتنشيط الطلب؛ بحيث تنطوي هذه السياسات على اعتماد سياسات الفائدة الصفرية والسالبة وبرامج شراء الأصول، وذلك بغاية تحفيز النشاط الاقتصادي فبمجرد أن يصبح من غير الممكن خفض أسعار الفائدة الاسمية إلى أقل من الصفر ، تضطر البنوك إلى اعتماد أدوات أخرى لتحديد موقف السياسة النقدية . وبذلك فإن اعتماد السياسات غير التقليدية أمر مفيد فقط في الظروف الاستثنائية، ولا يوجد أي مبرر لاستخدامها خلال الأوقات العادية نظرا لما تنطوي عليه من آثار سلبية على الاقتصاد في حال استمرار الاعتماد عليها.

ثالثاً: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تقوم هذه الدراسة بدراسة تجربة البنك المركزي الأوروبي (كواحد من أهم البنوك المركزية في العالم) والذي اعتمد سياسات نقدية غير تقليدية بعد أزمة 2008، وأثر هذه التجربة على سوق الأوراق المالية؛ حيث تهدف إلى معرفة طبيعة العلاقة بين أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (سياسة التيسير الكمي ومعدلات الفائدة الصفرية و معدلات الفائدة السالبة) وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وفي هذا الإطار سيتم دراسة العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية التي قام البنك بتخفيضها إلى مستويات صفرية وسالبة (معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشية وتسهيلات الودائع)، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. ودراسة العلاقة أيضاً بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وستتم دراسة هذه العلاقة عن طريق البرنامج الإحصائي Eviews 12، من خلال بناء

النماذج المناسبة. كما ستحاول الباحثة أيضاً استخلاص بعض الدروس فيما يخص الاقتصاد السوري. (على خلاف رسالة سناء الريس التي قامت بدراسة أثر تجربة البنك المركزي الأوروبي على معدل النمو الاقتصادي).

الفصل الأول
السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي

يمكن تعريف السياسة النقدية على أنها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية في سبيل التحكم بالعرض النقدي، وذلك بغية التأثير في النشاط الاقتصادي؛ حيث يمكن للحكومة وللسلطة النقدية أن تستخدم هذه السياسة من بين العديد من السياسات والوسائل لتحقيق الأهداف الاقتصادية الرئيسية[1].

تهدف السياسة النقدية في منطقة اليورو إلى الحفاظ على استقرار الأسعار وعلى معدل التضخم ضمن حدود 2% في المدى المتوسط، وهذا بدوره يساعد على دعم السياسات الاقتصادية العامة للاتحاد الأوروبي، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق العمالة الكاملة والنمو الاقتصادي. وأهم قرار للبنك المركزي الأوروبي يتعلق عادة بأسعار الفائدة الأساسية؛ حيث إن أي تغيير يطرأ على هذه الأسعار يؤثر بدوره في أسعار الفائدة المصرفية وفي معدلات العوائد.

سيعرض هذا الفصل السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي بقسميها التقليدية وغير التقليدية، ولكن سيتم التركيز على السياسة غير التقليدية (السائدة حالياً)، وذلك من خلال ثلاثة مباحث، يتضمن الأول السياسة النقدية التقليدية، والثاني السياسة النقدية غير التقليدية، أما الثالث فيتناول تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية.

[1] حساني. (2002). ص73.

المبحث الأول

السياسة النقدية التقليدية

يُعد البنك المركزي الأوروبي European Central Bank (ECB) واحداً من أهم البنوك المركزية في العالم، فهو المؤسسة المسؤولة عن السياسة النقدية في منطقة اليورو[1]، وبذلك أُطلق على البنك المركزي الأوروبي" بنك البنوك المركزية في منطقة اليورو"؛ حيث يشرف هذا البنك على أداء البنوك المركزية في الدول الأعضاء، وذلك باعتباره مؤسسة " فوق قومية (super national) " .

أُنشئ في العام 1998 ومقره الرئيسي مدينة فرانكفورت في ألمانيا، ولعل الهدف الأساسي للبنك المركزي الأوروبي هو الحفاظ على استقرار الأسعار في منطقة اليورو إضافة إلى كونه المسؤول عن إصدار الأوراق النقدية لليورو[2].

فكيف نشأ هذا البنك؟ وما هي الأدوات النقدية التي يستخدمها لتحقيق أهدافه؟

---

[1] نظام اليورو عبارة عن البنك المركزي الأوروبي رئيساً والبنوك المحلية المركزية للدول الأعضاء كمشاركين، يعملون معا كفريق واحد من أجل وضع السياسة النقدية لدول اليورو، وتضم في عضويتها دول الاتحاد الاوروبي التي استبدلت عملتها المحلية بالعملة الرسمية للاتحاد الأوروبي (اليورو) وهي:
النمسا– بلجيكا– قبرص– استونيا– فنلندا– فرنسا– ألمانيا– اليونان– أيرلندا– إيطاليا– لاتفيا– ليتوانيا– لوكسمبورغ– مالطا– هولندا– البرتغال– سلوفاكيا–سلوفينيا– إسبانيا. مع العلم أن دول الاتحاد الاوروبي التي لم تستبدل عملتها المحلية بالعملة الرسمية للاتحاد الأوروبي (اليورو) هي: بلغاريا– كرواتيا– جمهورية التشيك– الدنمارك– هنغاريا– بولندا– رومانيا– السويد– المملكة المتحدة.
ومن الجدير بالذكر ان هناك دول خارج الاتحاد الاوروبي تستخدم اليورو مثل (اندورا _موناكو_ سان مارينو_ الفاتيكان_ كوسوفو_ مونتينيجرو).

[2] الريّس. (2018). ص89.

أولاً: نشأة البنك المركزي الأوروبي[1]:

تشمل المعالم البارزة في تاريخ منطقة اليورو إدخال العملة الموحدة الجديدة واعتمادها التدريجي من قبل 19 بلداً، وإنشاء مؤسسة الاتحاد الأوروبي التي تحكم اليورو متمثلة بالبنك المركزي الأوروبي ECB. لقد كانت الخطوة الأولى نحو إنشاء هذا البنك هي القرار الذي تم اتخاذه في عام 1988 لبناء اتحاد اقتصادي ونقدي (يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال، والأشخاص، والبضائع) إضافة إلى تأسيس سلطة نقدية مشتركة وسياسة نقدية موحدة في بلدان منطقة اليورو، وتكرس ذلك على ضوء اتفاقية ماستريخت في 7شباط عام 1992[2].

لقد حددت **اتفاقية ماستريخت** الإطار المؤسسي للاتحاد الأوروبي[3]، الذي يتولى الإشراف على إنجاز عملية الوحدة النقدية وإصدار اليورو. وقد حددت الاتفاقية مهام نظام الاتحاد النقدي فيما يلي:

1. رسم وتنفيذ السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي.
2. الإشراف على الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي، وتحديد كيفية إدارة هذه الاحتياطات و توظيفها.
3. وضع الضوابط التي تحافظ على الاستقرار المالي والنقدي في دول الاتحاد الأوروبي.
4. إصدار أوراق البنكنوت وسك الوحدات المعدنية لليورو.
5. وضع وتنفيذ معايير الرقابة على المؤسسات الائتمانية في الاتحاد الأوروبي.

---

[1] للمزيد من التفصيل حول مراحل نشأة البنك المركزي الأوروبي انظر:
الريّس. (2018). ص 90:93. وكذلك:

Office for Official Publications of the European Communities. (1992, February).

History, European Central Bank Website:

https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.en.html

[2] ففي حزيران 1988 أكد المجلس الأوروبي European Council هدف الإنجاز التدريجي للاتحاد الاقتصادي والنقدي، وقد كلفت لجنة برئاسة جاك ديلورس Jacques Delors (رئيس المفوضية الأوروبية آنذاك) بدراسة واقتراح مراحل ملموسة تؤدي إلى هذا الاتحاد، وتألفت اللجنة من حكام المصارف المركزية الوطنية للجماعة الأوروبية في ذلك الوقت. وعقد مؤتمر حكومي دولي بشأن الاتحاد النقدي الأوروبي في عام 1991بالتوازي مع المؤتمر الحكومي الدولي المعني بالاتحاد السياسي، وأسفرت المفاوضات عن معاهدة بشأن الاتحاد الأوروبي تم الاتفاق عليها في كانون الأول 1991 ووقعت في ماستريخت في 7شباط عام 1992، غير أنه بسبب التأخير في عملية التصديق، فإن المعاهدة لم يبدأ سريانها حتى 1 تشرين الثاني1993.

[3] يعتبر البنك المركزي الأوروبي مستقل أكثر بكثير من أي بنك مركزي آخر في العالم، لأنه اذا أردنا تغيير هذه الاستقلالية لا نستطيع إلا من خلال مراجعة معاهدة ماستريخت ، وهي عملية صعبة، بسبب ضرورة اتفاق جميع الأطراف البارزة في المعاهدة. ولمزيد من التفاصيل عن استقلالية البنك المركزي الأوروبي انظر:

Mishkin. (2004). P.351.

وطبقا للمادة 109من اتفاقية ماستريخت، نجد أن هناك أربعة معايير أساسية يتطلب تحقيقها للانضمام إلى الاتحاد الاقتصادي و النقدي هي:

أ_معيار استقرار الأسعار" معدل التضخم": حيث يتطلب من الدولة المؤهلة للانضمام إلى الوحدة النقدية أن تحقق استقراراً في الأسعار، بحيث لا يتجاوز معدل التضخم فيها 1,5 نقطة مئوية عن متوسط معدلات التضخم في أفضل ثلاثة اقتصاديات في دول الاتحاد، وذلك في السنة السابقة لفترة الاختبار[1].

ب_ معيار سعر الصرف: يجب أن تتحرك القيمة الخارجية لعملة الدولة في الحدود المسموح بها، حيث يتطلب استقرار سعرها في نطاق معين من السماح بتقلباته ضمن هوامش محدودة دون انحرافات إضافية[2]، وذلك لمدة سنتين قبل الاختبار. والمهم أن نشير هنا إلى أن الاتفاقية تهدف من هذا المعيار إلى إظهار القدرة الفعلية لدول الاتحاد النقدي الأوروبي على الإحجام عن استخدام أسعار الصرف كأداة للتأثير في الظروف الاقتصادية الخارجية.

ت_معيار عجز الموازنة: ويتمثل في ألّا تزيد نسبة العجز السنوي بالميزانية العامة للدولة المؤهلة عن 3% من إجمالي ناتجها المحلي.

ث_معيار الدين الحكومي المستحق: حيث نصت الاتفاقية على ألّا تتعدى إجمالي الديون الحكومية المستحقة للدول المنضمة للاتحاد النقدي عن 60%من إجمالي ناتجها المحلي، إلا إذا كانت هذه النسبة تتجه نحو الانخفاض و تقترب من القيمة المعيارية بسرعة مرضية.

وقد تم إنشاء مؤسسة النقد الأوروبية European Monetary Institute (EMI) في الأول من كانون الثاني عام 1994، وكان من مهامها: تعزيز التعاون بين البنوك المركزية، وتنسيق السياسة النقدية، وإجراء التحضيرات اللازمة لإنشاء النظام الأوروبي للبنوك المركزية من أجل وضع سياسة نقدية موحدة و إنشاء عملة

---

[1] يتم قياس تضخم أسعار المستهلك من خلال المؤشر المنسق لأسعار المستهلك (The Harmonised Index of comsumer prices) HICP، حيث يقيس التغير بمرور الوقت في أسعار السلع الاستهلاكية والخدمات التي تم الحصول عليها أو استخدامها أو دفعها من قبل الأُسر في منطقة اليورو. ويشير مصطلح (منسق) إلى حقيقة أن جميع دول الاتحاد الأوروبي تتبع نفس المنهجية في قياسه، وهذا يضمن إمكانية مقارنة البيانات الخاصة بدولة واحدة ببيانات دولة أُخرى. ولمزيد من التفصيل انظر:

Measuring inflation HICP, Macroeconomic and sectoral statistics, Statistics, ECB Website: https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html

[2] مع بداية اتفاقية ماستريخت عام 1991 كان النطاق الطبيعي لتقلبات سعر الصرف في حدود 2.25% (6% في حالة اسبانيا والمملكة المتحدة)، أما بعد أن تبنى نطاق التقلبات الواسع منذ 1995 فقد أصبح هذا النطاق في حدود 15%. ولمزيد من التفصيل انظر:

Haldane. (1991, February).

موحدة[1]. وتم تدشين البنك المركزي الأوروبي في 1حزيران 1998 [2]. وتقرر في العام1999 إطلاق العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" و إحلالها محل الإيكو ECU[3] (العملة الأوروبية الموحدة السابقة لليورو)[4].

ثانياً:أدوات السياسة النقدية التقليدية:

يعتمد البنك المركزي الأوروبي في ظل الظروف العادية على مجموعة من الأدوات لتنفيذ سياسته النقدية، تشمل عمليات السوق المفتوحة، ومتطلبات الاحتياطي، والتسهيلات الدائمة.

1- عمليات السوق المفتوحة:

تتمثل بقيام البنك المركزي بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية (السندات و الأذون الحكومية عادةً) في السوق المالية، وتُستخدم العمليات المذكورة لإدارة حالة السيولة في السوق والتعبير عن موقف السياسة النقدية.

ويمكن تقسيم عمليات السوق المفتوحة في نظام اليورو إلى أربع فئات رئيسية هي عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل، وعمليات المواءمة أو الصقل أو إعادة الضبط، والعمليات الهيكلية؛ حيث يتم استخدام عمليات إعادة التمويل الرئيسية وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل لتوفير السيولة فقط، في حين أن العمليات الهيكلية وعمليات المواءمة يمكن استخدامهما لتوفير السيولة أو لامتصاص السيولة.

---

[1] في 2أيار عام 1998 : قرر المجلس الأوروبي (والذي يتكون من رؤساء الدول أو الحكومات) بالإجماع أن 11 دولة عضو قد استوفت الشروط اللازمة (المتمثلة باستقرار الأسعار، سعر الصرف، عجز الموازنة، الدين الحكومي المستحق) للمشاركة في الاتحاد النقدي الأوروبي واعتماد العملة الموحدة في 1كانون الثاني 1991.

[2] حيث أنجزت المؤسسة EMI مهامها، وبالتالي وفقا للمادة 123 من معاهدة ماستريخت، تمت تصفية المؤسسة حيث اختتمت جميع الأعمال التحضيرية التي نسبت إليها في الوقت المناسب. وبدأت المرحلة الأخيرة من الاتحاد النقدي الأوروبي في الأول من كانون الثاني عام 1999، والمتمثلة في تثبيت أسعار صرف عملات الدول الأعضاء ال 11التي شاركت في الاتحاد النقدي، وباعتماد سياسة نقدية واحدة تحت مسؤولية البنك المركزي الأوروبي.

[3] الإيكو هي عبارة عن وحدة نقدية تسهّل التبادل بين دول المجموعة الأوروبية، وتتكون من تسع عملات وطنية. ويمكن القول أن نظام وحدة النقد الأوروبية ECU أصبح قيد التطبيق في منتصف 1979، حيث وفقاً لهذا النظام يتحدد لكل عملة من العملات الداخلة في الاتحاد النقدي سعرين، أحدهما مركزي يحدد علاقة كل عملة بوحدة النقد الأوروبية (كما يسمح لأسعار العملات بالتذبذب في حدود +2.5% باستثناء الليرة الإيطالية +6%)، أما السعر الثاني فهو السعر المحوري الذي يحدد العلاقة بين كل عملة والعملات الأُخرى الداخلة في الاتحاد النقدي. أما بالنسبة لنسب العملات المشاركة في الإيكو عام 1979 فقد كانت 3.3% للمارك الألماني و19.8% للفرنك الفرنسي و13.3% للجنيه الإسترليني و9.5% لليرة الإيطالي و10.5% للجليد الهولندي و9.7% للفرنك البلجيكي و3% لفرنك ليكسمبورغ و3.1% للكرونة الدنماركية و1.1% للجنيه الإيرلندي. وتُحسب قيمة السلة بضرب الوزن المعطى لكل عملة في معدل الصرف المتعلق بها بالنسبة للإيكو. ولمزيد من التفصيل حول الإيكو انظر:
ابراهيم، محمد فاضل. (2010-2011). ص 32-35.
الزوبير. (2001-2002). ص 29-30.

[4] وفي عام 2001: زاد عدد الدول الأعضاء المشاركة إلى 12دولة عندما دخلت اليونان الاتحاد النقدي الأوروبي، ثم ازداد عدد الدول ليبلغ 19دولة في عام 2015 وهكذا أصبح البنك المركزي الأوروبي جزء من النظام الأوروبي.

وتختلف فيما بينها من حيث الهدف والانتظام والإجراءات[1]على نحو ماسيتم عرضه أدناه:

1-1- عمليات إعادة التمويل الرئيسية (Main refinancing operations(MROs:

هي عبارة عن عمليات عكسية منتظمة لتوفير السيولة للمصارف مع استحقاق أسبوع واحد، تنفذها البنوك المركزية الوطنية على أساس المناقصات القياسية ووفقاً لجدول زمني محدد مسبقاً.

تؤدي عمليات إعادة التمويل الرئيسية دوراً محورياً في تحقيق أهداف عمليات السوق المفتوح، وعادةً ما توفر الجزء الأكبر من عمليات إعادة التمويل للقطاع المصرفي[2]. وتدفع المصارف مقابل حصولها على السيولة معدل فائدة يسمى معدل فائدة إعادة التمويل الرئيسية Refinancing Interest Rate[3]، وعادةً ما يتم توفير الجزء الأكبر من التمويل للنظام المصرفي من خلال هذا المعدل؛ حيث يمكن لأي مصرف عند الحاجة إلى السيولة الاقتراض مباشرة من البنك المركزي، ففي كل أسبوع (تقريباً) تلجأ المصارف في منطقة اليورو إلى مكتب البنك المركزي للاقتراض بسعر إعادة التمويل المعلن؛ حيث يقوم المصرف المقترض ببيع الأصول المالية. وبعد أسبوع واحد، يسدد المصرف القرض مع الفائدة للبنك المركزي ويسترد أصوله المالية وهذه العمليات تسمى عمليات إعادة التمويل بسعر ثابت. ومنذ حزيران عام 2000 أجريت عمليات إعادة التمويل الرئيسية للنظام الأوروبي كمناقصات سعرية بمعدل متغير مع حد أدنى لمعدل العطاءات، وهنا (في حال المعدل المتغير): فإن معدل فائدة إعادة التمويل الرئيسية يشكل الحد الأدنى لمعدل العطاء الذي يتم قبوله في مناقصات عمليات إعادة التمويل. فبالنسبة لكل مناقصة: يعلن المركزي الأوروبي الحد الأدنى لسعر الفائدة الذي يجيز للأطراف المقابلة تقديم عروضهم عندما يرغبون في الاقتراض من البنك المركزي الأوروبي. هذا ويتم أولاً تلبية أعلى المناقصات حتى يتم استنفاذ المبلغ الإجمالي المخصص[4]، وأدنى سعر عطاء تم قبوله يسمى المعدل الهامشي[5].

---

[1] لمزيد من التفاصيل انظر:
الريّس. (2018). ص 105. وكذلك:
Pattipeilohy, Tabbae, Frost, de Haan. (2013, May). PP.9:11.
Roomeldi. (2011, November). PP.22:27.

[2] نقلا عن الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي:
https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.en.html

[3] هو عبارة عن سعرالفائدة الذي تدفعه المصارف مقابل حصولها على الائتمان من البنك المركزي لمدة أسبوع واحد.

[4] الريس. (2018). ص 102-105-106.

[5] استمر الاعتماد على المناقصات بمعدل فائدة متغير لعدة سنوات لاحقة، و لكن بعد أزمة 2008تم العودة إلى اعتماد المناقصات بسعر فائدة ثابت.

1-2- عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل(Longer-term refinancing operations (LTROs:

هي عبارة عن عمليات عكسية لتوفير السيولة، تهدف الى إعادة تمويل أطول أجلاً للقطاع المصرفي، عادةً ما تجري هذه العمليات بشكل شهري واستحقاق لمدة ثلاثة أشهر، يتم إجراؤها على أساس المناقصات القياسية وفقاً لجدول زمني محدد مسبقاً، وعادة ما تجري وفقاً للمعدل المتغير[1].

1-3- عمليات المواءمة Fine-tuning operations:

تتم هذه العمليات من قبل نظام اليورو[2] بشكل غير منتظم عندما تكون هناك حاجة لامتصاص فائض السيولة أو تعويض النقص فيها، ففي حين يتم استخدام كل من عمليات إعادة التمويل الرئيسية MROs وبدرجة أقل عمليات إعادة التمويل طويلة الأجلLTROs بغرض توفير السيولة للقطاع المصرفي، فإن عمليات المواءمة تستخدم لغرض مختلف؛ حيث تستخدم لإدارة حالة السيولة في السوق[3]. وتُنفذ هذه العمليات بشكل أساسي كمعاملات عكسية، ولكنها قد تتخذ شكل عقود مبادلة العملات الأجنبية Swap أو تجميع ودائع محددة الأجل[4]. كما يتم تنفيذها عادةً من خلال مناقصات سريعة، حيث تستغرق هذه المناقصات ساعة واحدة من إعلانها حتى إبلاغ النتائج. ويمكن لعدد محدود من الأطراف المشاركة فيها[5].

---

[1] نقلا عن الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي:
https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.en.html

[2] نظام اليورو عبارة عن البنك المركزي الأوروبي رئيساً والبنوك المركزية للدول الأعضاء التي استبدلت عملتها المحلية بالعملة الرسمية للاتحاد الأوروبي (اليورو) كمشاركين.

[3] الريس. (2018). ص 106.

[4] يقصد بعقود **تبادل العملات الأجنبية (المقايضة)** قيام نظام اليورو بشراء أو بيع اليورو مقابل عملة أجنبية أخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما ، وفي الوقت نفسه (يبيعه أو يشتريه) في معاملة مستقبلية في تاريخ إعادة شراء محدد وبموجب سعر المبادلة الآجل الذي يتم تحديده ويوافق نظام اليورو والأطراف المقابلة على نقاط التبادل في الصفقة.

وعلى سبيل المثال اذا كان لدينا مصرفين أحدهما لديه فائض من اليورو و ويجب أن يسدد التزامات استحقت له بالجنيه الاسترليني، في حين أن مصرف آخر لديه فائض من الجنيه الاسترليني وعليه التزامات استحقت باليورو ← في هذه الحالة: من مصلحة كلا المصرفين الدخول في عقد مقايضة للعملتين اليورو والجنيه الاسترليني بموجب سعر مبادلة آجل وفي هذه الحالة يحقق عقد المبادلة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف. وكذلك الأمر إن كان العقد بين بنك مركزي ومصرف.

(قاسم، العلي. (2017). ص 285.)

أما **الودائع محددة الأجل** فهي عندما يقوم النظام الأوروبي بدعوة الأطراف المقابلة إلى إيداع ودائع محددة الأجل لدى البنوك المركزية الوطنية، حيث أن جمع الودائع لأجل هو عملية امتصاص للسيولة و تكون الودائع المقبولة من الأطراف المقابلة لفترة محددة.

[5] ECB. (2006). P.88.

1-4- العمليات الهيكلية Structural operations :

يقوم نظام اليورو بإجراء العمليات الهيكلية للتأثير في بنية السيولة في إطار اقتصاديات منطقة اليورو؛ حيث يتم التحكم بمقدار السيولة في الأجل الطويل من خلال المعاملات المباشرة أو من خلال إصدار شهادات الدين. يتم تنفيذها بطريقة لا مركزية من قبل البنوك المركزية الوطنية. تتم المعاملات المباشرة فيها عندما يقوم نظام اليورو بشراء أو بيع الأصول بشكل مباشر في السوق، وفي هذه الحالة يتم نقل الملكية الكاملة من البائع إلى المشتري، ويمكن إصدار شهادات الدين للبنك المركزي الأوروبي من أجل امتصاص فائض السيولة من السوق، وهي تشكل التزاماً من التزامات المركزي الأوروبي اتجاه صاحب الشهادة[1].

2- متطلبات الاحتياطي:

يفرض البنك المركزي الأوروبي على جميع مؤسسات الائتمان في منطقة اليورو الاحتفاظ بمبالغ معينة في حساباتها الجارية لدى بنوكها المركزية الوطنية، وتسمى هذه المبالغ (الحدود الدنيا للاحتياطيات).

ويوجد بعض القرارات للبنك المركزي الأوروبي فيما يتعلق بالاحتياطي:

أ) تخضع الفروع الموجودة في منطقة اليورو، والعائدة لمؤسسات ائتمانية (مصارف) منشأة خارج منطقة اليورو لمتطلبات الحد الأدنى للاحتياطي في نظام اليورو.

ب) ولا تخضع فروع المؤسسات الائتمانية لمنطقة اليورو، والتي تقع خارج منطقة اليورو لمتطلبات الحد الأدنى للاحتياطي في نظام اليورو[2].

يتمثل الغرض من نظام الحد الأدنى للاحتياطيات بالسعي لتحقيق هدف استقرار أسعار الفائدة قصيرة الأجل من جهة، وإدارة السيولة في القطاع المصرفي من جهة ثانية[3]. حتى كانون الثاني لعام 2012، كان يجب على المصارف الاحتفاظ بنسبة 2٪ كحد أدنى من بعض الالتزامات، ولا سيما ودائع العملاء (الاحتفاظ يكون في بنكها المركزي الوطني)؛ ومنذ ذلك الحين، تم تخفيض هذه النسبة إلى 1 ٪، وبقيت مستمرة حتى الآن.

---

[1] تم الاستفادة من:

الريس. (2018). ص 107. وكذلك:

ECB. (2015, April). P.17.

[2] Minimum reserves, Instruments, Monetary Policy, ECB Website:

https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html

[3] متطلبات الاحتياطي هي أداة سياسة نقدية قياسية في البنوك المركزية. ومع ذلك ، فإن بعض البنوك المركزية لا تملكها على الإطلاق ، على سبيل المثال أستراليا وكندا والسويد.

وفي نهاية الفترة يقوم البنك المركزي بدفع فوائد للمصارف (على الحد الأدنى من حيازة الاحتياطي لديها) تعادل سعر إعادة التمويل الرئيسي (MRO)[1].

3- التسهيلات الدائمة[2]:

تهدف إلى توفير أو استيعاب السيولة (لليلة واحدة)، وهناك نوعان من التسهيلات ((تسهيلات الودائع وتسهيلات الإقراض الهامشية)).

ففي حالة نقص السيولة: يمكن للمصارف الحصول على السيولة لليلة واحدة من البنوك المركزية الوطنية عن طريق تسهيل الإقراض الهامشي، وذلك مقابل ضمانات و بمعدل فائدة محدد مسبقاً (يزيد قليلا عن معدل إعادة التمويل الرئيسي). يُحسب كنسبة فائدة بسيطة / 360 يوماً (بناءً على اتفاقية الحساب اليومية)، وتبلغ قيمته اعتباراً من 18 أيلول عام 2019 ب 0.25%، ويتم دفعه مع سداد الائتمان.

ويمكن تسوية المعاملات في تسهيلات الإقراض الهامشية من خلال نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية TARGET2[3]، حيث لا يسمح بالوصول إلى هذه التسهيلات إلا في الأيام التي تكون فيها TARGET2 قيد التشغيل، وإذا لم يكن البنك المركزي الوطني أو أحد فروعه مفتوحاً لغرض إجراء عمليات السياسة النقدية بسبب أيام العطل الرسمية، يجب على البنك المركزي الوطني إبلاغ أطرافه المقابلة مسبقاً بالترتيبات الواجب اتخاذها للوصول إلى تسهيل الإقراض الهامشي في تلك العطلة. ويمكن منح الوصول إلى تسهيل الإقراض الهامشي إما بناءً على طلب محدد من الطرف المقابل[4] وإما يكون المنح تلقائياً[5].

---

[1] ECB. (2016, August).

[2] ECB. (2015, April). PP.22:24.

[3] TARGET2 هو نظام التسوية الإجمالية الفورية Real Time Gross Settlement (RTGS) الذي يمتلكه ويديره نظام اليورو، يقوم بتسوية المدفوعات المتعلقة بعمليات السياسة النقدية في منطقة اليورو، وكذلك المعاملات المصرفية من مصرف إلى آخر والمعاملات التجارية. حيث يمكن للبنوك المركزية والمصارف التجارية تقديم طلبات الدفع باليورو إلى TARGET2، وتتم معالجتها وتسويتها بأموال البنك المركزي (أي الأموال المحتجزة في حساب لدى أحد البنوك المركزية). وهذا يجعل TARGET2 حجر الأساس للتكامل المالي في الاتحاد الأوروبي، حيث أنها تتيح التدفق الحر للأموال عبر الحدود، وتدعم تنفيذ السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي. ولمزيد من التفاصيل حول TARGET2 انظر صفحة 55.

[4] يجوز للطرف المقابل إرسال طلب إلى البنك المركزي الوطني الخاص به للوصول إلى تسهيل الإقراض الهامشي، شريطة أن يتم استلام الطلب من قبل البنك المركزي الوطني في 15 دقيقة على الأكثر بعد وقت إغلاق TARGET2 ويجب عليه معالجة الطلب في نفس اليوم.

[5] في نهاية كل يوم عمل يتم تلقائيا اعتبار الرصيد السلبي في حساب تسوية الطرف المقابل مع البنك المركزي الوطني (وبعد الانتهاء من إجراءات الرقابة في نهاية اليوم) كطلب للجوء إلى تسهيل الإقراض الهامشي.

ويمكن للمصارف التي لديها فوائض في السيولة أن تقوم بإيداع أموال غير محدودة لليلة واحدة في بنوكها المركزية الوطنية من خلال تسهيلات الودائع، وذلك مقابل حصولها على معدل فائدة (أقل من معدل إعادة التمويل الرئيسي). يتم حسابه على أنه سعر فائدة بسيط / 360 يوماً (بناءً على اتفاقية الحساب اليومية)، وتبلغ قيمته اعتباراً من 18 أيلول عام 2019 ب 0.50- %، ويجب دفع الفائدة على الودائع عند استحقاق الوديعة، أما في حالات أسعار الفائدة السلبية، يترتب على تطبيق سعر الفائدة على تسهيلات الإيداع التزام المصرف المودع بدفع الفوائد إلى البنك المركزي.

ويمكن تسوية المعاملات في تسهيلات الودائع من خلال TARGET2، حيث لا يتم منح الوصول إلى هذه التسهيلات إلا في الأيام التي تعمل فيها TARGET2. ولمنح الوصول إلى تسهيلات الودائع يجب على الطرف المقابل إرسال طلب إلى البنك المركزي الوطني، شريطة أن يتم تلقي الطلب من قبل البنك المركزي الوطني في 15 دقيقة على الأكثر بعد وقت إغلاق TARGET2، ويجب عليه معالجة الطلب في نفس اليوم[1].

وفي ختام هذا المبحث يمكن للباحثة القول أن البنك المركزي الأوروبي (European Central (ECB Bank يُعد واحداً من أهم البنوك المركزية في العالم، فهو المؤسسة المسؤولة عن السياسة النقدية في منطقة اليورو. وتعد الخطوة الأولى نحو إنشاء هذا البنك هي القرار الذي تم اتخاذه في عام 1988 لبناء اتحاد اقتصادي ونقدي (يضمن حرية انتقال رؤوس الأموال، والأشخاص، والبضائع) إضافة إلى تأسيس سلطة نقدية مشتركة وسياسة نقدية موحدة في بلدان منطقة اليورو، وتكرس ذلك على ضوء اتفاقية ماستريخت في 7شباط عام 1992. ولقد حددت هذه الاتفاقية الإطار المؤسسي للاتحاد الأوروبي، الذي يتولى الإشراف على إنجاز عملية الوحدة النقدية وإصدار اليورو. وتم تدشين البنك المركزي الأوروبي في 1حزيران 1998، وتقرر في العام 1999إطلاق العملة الأوروبية الموحدة "اليورو" و إحلالها محل الإيكو ECU (العملة الأوروبية الموحدة السابقة لليورو). أما بالنسبة لأدوات السياسة النقدية التقليدية المتبعة من قبل البنك فهي:

1-عمليات السوق المفتوحة التي تتمثل بقيام البنك المركزي بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية (السندات و الأذون الحكومية عادةً) في السوق المالية، وتُستخدم لإدارة حالة السيولة في السوق والتعبير عن موقف السياسة النقدية. وتقسم هذه العمليات في نظام اليورو إلى أربع فئات رئيسية هي عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل، وعمليات المواءمة أو الصقل أو إعادة الضبط، والعمليات الهيكلية؛ حيث يتم استخدام عمليات إعادة التمويل الرئيسية وعمليات إعادة التمويل طويلة الأجل لتوفير السيولة فقط، في حين أن

[1] ECB. (2015, April). PP.22:24.

العمليات الهيكلية وعمليات المواءمة يمكن استخدامهما لتوفير السيولة أو لامتصاص السيولة. وتختلف فيما بينها من حيث الهدف والانتظام والإجراءات.

2-متطلبات الاحتياطي: حيث يفرض البنك المركزي الأوروبي على جميع مؤسسات الائتمان في منطقة اليورو الاحتفاظ بمبالغ معينة في حساباتها الجارية لدى بنوكها المركزية الوطنية، وتسمى هذه المبالغ (الحدود الدنيا للاحتياطيات).

3-التسهيلات الدائمة التي تهدف إلى توفير أو استيعاب السيولة (لليلة واحدة)، وهناك نوعان من التسهيلات ((تسهيلات الودائع وتسهيلات الإقراض الهامشية)). ففي حالة نقص السيولة: يمكن للمصارف الحصول على السيولة لليلة واحدة من البنوك المركزية الوطنية عن طريق تسهيل الإقراض الهامشي، ويمكن للمصارف التي لديها فوائض في السيولة أن تقوم بإيداع أموال غير محدودة لليلة واحدة في بنوكها المركزية الوطنية من خلال تسهيلات الودائع.

المبحث الثاني

السياسة النقدية غير التقليدية

عادة ما يلجأ واضعو السياسات الاقتصادية والحكومات إلى تبني سياسات وتدابير خاصة في الظروف غير الطبيعية والحالات الطارئة والأزمات. وفي هذا الإطار أيضاً قد تكون أدوات السياسة النقدية التقليدية غير كافية لتحقيق أهدافها؛ وفي الغالب يرجع ذلك إلى حقيقة أنه في بعض الصدمات الاقتصادية القوية للغاية يجب خفض سعر الفائدة الاسمي على سبيل المثال إلى مستوى منخفض جداً، ويطلق على هذه العملية السياسة النقدية غير التقليدية. والاضطراب المالي العالمي الذي انفجر أواخر عام 2007 والكساد الحاد اللاحق في النشاط الاقتصادي أثارا ردود أفعال لا مثيل لها من قبل البنوك المركزية الرئيسية في العالم (كالبنك الفيدرالي الأميركي، وبنك اليابان، والمركزي الأوروبي)، حيث تبنت إجراءات غير تقليدية والتي كان من أهم ملامحها أن البنك المركزي يستخدم ميزانيته بشكل فعال ليؤثر بشكل مباشر في الأوضاع الاقتصادية وفي الأسعار، بدون الاعتماد المباشر على التعديل في سعر الفائدة قصير الاجل وهو ما بات يُعرف الآن بسياسات الميزانية. وذلك من خلال إحداث تغيرات كبيرة في هيكل ميزانية البنك المركزي وحجمها، ففي جانب الأصول هنالك مجموعة جديدة من القروض والمحافظ المحتفظ بها تحت برامج ائتمانية متنوعة، بالإضافة للاحتفاظ بالأوراق المالية الحكومية وسندات الرهن العقاري بحجوم وقيم كبيرة، أما في جانب الخصوم فإن الاحتياطات الإضافية للمصارف تزداد بشكل كبير نتيجة إمداد المركزي لها بالسيولة[1]. وقد قام البنك المركزي الأوروبي باستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية من أجل توفير المزيد من الحوافز لاقتصاد منطقة اليورو بعد الأزمة المالية العالمية، وبهدف تحقيق الاستقرار في النظام المصرفي الأوروبي[2].

[1] تم الاعتماد على:
عبيد (2013). ص47. وكذلك:
Pereira. (2016, July). P.14.
Nakashima, Shibamoto, Takahashi. (2019, April).

[2] Jamaldeen. (2015, October). P.24.

أولاً: مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية:

تُستخدم السياسة النقدية غير التقليدية في الأوضاع الطارئة وخلال الأزمات، التي تنعكس بدورها على أولوية الأهداف وعلى الأدوات المُستخدمة لتحقيق تلك الأهداف مثل حماية القطاع المالي و وحماية الاقتصاد الحقيقي من تداعيات الأزمة المالية. ومن هنا يمكن النظر إلى مفهوم السياسة النقدية غير التقليدية كما يلي:

_من منظور الأهداف: هي مجموعة من الوسائل والإجراءات غير المعتادة في السياسة النقدية التقليدية، تستخدمها السلطة النقدية للتأثير في النشاط الاقتصادي (لتحقيق أهداف اقتصادية محددة)، خلال فترة زمنية معينة.

_ومن منظور الأدوات المستخدمة: هي سياسة نقدية تستخدم في زمن الأزمات، يتم من خلالها تنفيذ دعم ائتماني معزز، وتسهيلات ائتمانية وتيسيرات كمية، وتدخّل في سوق الصرف وفي أسواق الأوراق المالية، وتوفير السيولة بالعملات المحلية والأجنبية[1].

ويمكن أن تُعرف أيضاً بأنها السياسات التي تستهدف مباشرة تكلفة التمويل الخارجي (غير الذاتي)[2]، ومدى توفره للبنوك وللقطاع العائلي وللشركات غير المالية. ويمكن أن تكون مصادر التمويل متاحة على شكل سيولة يزودها البنك المركزي، أو على شكل قروض، أو على شكل سندات مالية ثابتة الدخل، أو على شكل زيادة حقوق الملكية. وبما أن تكلفة التمويل الخارجي عادة تكون بعلاوة فرق سعر الفائدة قصيرة الأجل بين البنوك؛ فإن الإجراءات غير التقليدية تبدو كمحاولة لتقليل الفروق بين تكلفة الأشكال المختلفة للتمويل الخارجي، وبهذه الطريقة تؤثر في أسعار الأصول وفي تدفق الأموال في الاقتصاد[3].

ويمكن للباحثة تلخيص تعاريف السياسات النقدية غير التقليدية بأنها مجموعة من الإجراءات والتدابير، التي يستخدمها البنك المركزي في الأوضاع الطارئة والأزمات (التي يصبح خلالها استخدام أدوات السياسة النقدية التقليدية محدود الفعالية)؛ وذلك من أجل التأثير في النشاط الاقتصادي، وتوفير المزيد من الحوافز للاقتصاد. وقد اتبعتها بعض الدول المتقدمة وفي مقدمتها اليابان والاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة بعد الأزمة المالية العالمية. وتؤدي هذه السياسات إلى تغيرات كبيرة في هيكل ميزانية البنك المركزي وحجمها. كما تقوم بمحاولة لتقليل الفروق بين تكلفة الأشكال المختلفة للتمويل الخارجي، وبهذه الطريقة تؤثر في أسعار الأصول وفي تدفق الأموال في الاقتصاد.

---

[1] علي. (2013). ص 59-60.

[2] المقصود هنا التمويل من خارج المنشأة سواء كانت مصرفاً أم شركة أم غيرها، وهو بعكس التمويل الذاتي.

[3] عبيد. (2013). ص47.

ثانياً: شروط تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية:

نظراً للظروف الاقتصادية غير الاعتيادية (حالة الأزمات) التي تُنفذ فيها السياسات النقدية غير التقليدية، يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط لتنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية؛ وذلك من أجل ضمان نجاح هذه السياسة في تحقيق أهدافها، ويمكن للباحثة تصنيف هذه الشروط بين شروط عامة وشروط خاصة بمنطقة اليورو كما يلي[1]:

1- تتضمن الشروط العامة:

1-1- استقلالية البنك المركزي : ويقصد به عدم خضوعه للسلطات السياسية، سواءً في تحديد الأهداف أو اختيار الأدوات النقدية لتحقيق أهدافه النقدية، بالإضافة إلى استقلال المسؤولين في البنك المركزي بشكل قانوني وعدم فصلهم إلا بعد فترة زمنية محددة[2].

1-2- توفر سوق مالية ونقدية عميقة ومرنة: بحيث تكون قادرة على نقل اجراءات السياسة النقدية إلى حيز التطبيق، كما تمنح البنك المركزي القدرة على الاستجابة للصدمات المفاجئة بسرعة.

1-3- فعالية السياسة النقدية: ويقصد بها هنا، وجود علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية ونتائجها على مختلف المتغيرات الاقتصادية المستهدفة. ويمكن تحديدها من خلال:

أ) وجود كادر اقتصادي كفء في البنك المركزي قادر على دارسة الحركة التاريخية للأسعار بدقة، وجمع البيانات، وتحليلها بكفاءة، ووضع النماذج الرياضية المناسبة لها.

ب) قدرة المركزي على التنبؤ بالاعتماد على تلك النماذج الرياضية، ومراعاة تأثير العوامل الخارجية بموضوعية.

ت) سوق مصرفية متطورة: فعند استخدام البنك المركزي لهذه السياسات، من المفترض أن قوى السوق (المصارف) تقوم بنقل آثار هذه الاجراءات إلى السوق من خلال التعامل فيما بينها، فإذا خفّض البنك المركزي سعر الخصم فإن سعر الفائدة للإقراض بين المصارف سينخفض والعكس صحيح.

2- وتتضمن الشروط الخاصة بمنطقة اليورو:

2-1- مطالبة المؤسسات على مستوى الاتحاد الأوروبي وكذلك الحكومات بالعمل على تعزيز الإدارة الاقتصادية، بما في ذلك المراقبة الدقيقة للاقتصادات الوطنية لكل دولة.

---

[1] تم الاستفادة عند تحديد الشروط من الأبحاث الآتية:
مسلّم. (2015). ص 38_33.
الريس. (2018). ص 175. وكذلك:
Trichet. (2013, January). PP. 237:238.

[2] استقلالية البنك المركزي لا تعني عدم خضوعه للمساءلة أو المراقبة، فهو ملزم بالإفصاح عن أهدافه وأدواته والنتائج التي تم الوصول إليها، ما يضعه تحت المراقبة والمساءلة عن نجاحه أو فشله وعن الأسباب المؤدية لذلك. ولمزيد من الاطلاع على موضوع الاستقلالية انظر: الخوري. (2015). ص28.

2-2- يجب أن تكون إجراءات وأدوات السياسة غير التقليدية متناسبة قدر الإمكان مع درجة الاضطراب التي يعاني منها السوق، والتي تسهم هذه السياسات في مواجهته.

2-3- يجب أن تكون التدابير مصحوبة برسائل قوية إلى المصارف التجارية، لمعالجة قضاياها الخاصة بإعادة التمويل. ويجب أن تكون الرسائل واضحة وسريعة قدر الإمكان.

ثالثاً: أدوات السياسة النقدية غير التقليدية:

تنوعت الأدوات غير التقليدية المستخدمة منذ اندلاع الأزمة وحتى الآن؛ فقد شملت سياسة معدلات الفائدة الصفرية والتي تُعتبر وسيلة لتحفيز النمو الاقتصادي، من خلال إبقاء معدلات الفائدة قريبة جداً من الصفر. وسياسة معدلات الفائدة السالبة التي يتم من خلالها تحديد قيمة سالبة لأسعار الفائدة الاسمية المستهدفة، بحيث تصل إلى مستويات أقل من الصفر في المائة. وأخيراً سياسة التيسير الكمي التي تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة كمية الأموال المتاحة في الاقتصاد. وفيما يلي شرح تفصيلي عن كل أداة من هذه الأدوات:

1-سياسة معدلات الفائدة: وسنتناول من خلالها معدلات الفائدة الصفرية والسالبة.

1-1- معدلات الفائدة الصفرية:

يميل كل من الأفراد والشركات خلال فترات الانكماش إلى الادخار بدلاً من الإنفاق والاستثمار؛ مما يؤدي إلى حدوث تراجع في الطلب الكلي، وبالتالي هبوط الأسعار وتباطؤ أو انكماش الإنتاج الحقيقي وارتفاع معدل البطالة، وعادة ما تُستخدم سياسة نقدية توسعية للتعامل مع مثل هذا الركود الاقتصادي. فخلال الأزمة المالية ومع زيادة حدة الركود، وجدت البنوك المركزية نفسها مضطرة في ظل الضغوط الانكماشية القوية إلى الاستمرار في خفض معدل الفائدة، ليصبح في بعض الأحيان قريباً من الصفر أو من الممكن أن يصل إلى الصفر فعلا، كمحاولة منها لتحفيز الطلب وإنعاش الاقتصاد. وهو ما اتبعته بعض الدول المتقدمة وفي مقدتها اليابان والاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة. ولقد تم تعريف سياسة معدل الفائدة الصفرية بأنها وسيلة لتحفيز النمو الاقتصادي، من خلال إبقاء معدلات الفائدة قريبة أو قريبة جداً من الصفر[1].

كما يمكن تعريفها بأنها أداة غير تقليدية ترتكز من خلال الإلتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، و يهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات

[1] الريس. (2018). ص 39.

المستقبلية لمعدل الفائدة عند مستوى منخفض، مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية للبنك المركزي[1].

ولكن لا بّد من الإشارة إلى أن اتباع هذه السياسة سيجعل البنك المركزي غير قادر على أن يخفّض معدلات الفائدة أكثر، أي أنه يفقد إحدى أدواته الرئيسية في تحفيز الاقتراض، حيث يرى العديد من الاقتصاديين أنه وعند هذه النقطة تصبح السياسة النقدية غير فعالة. كما يعتقد آخرون أن هذه السياسة لا تكفي لوحدها، بل إن زيادة الإنفاق الحكومي (كأحد أدوات السياسة المالية) يعد ضرورياً في سبيل التحفيز. وقد تكون هذه السياسة **جيدة؛** حيث تحفّز الاستثمار في الأعمال التجارية، وتمكن المستهلكين من الحصول على تمويل أفضل للسلع باهظة الثمن مثل السيارات والقوارب والمنازل، كما تقوم بخلق المزيد من الطلب على السلع والخدمات؛ مما يزيد أرباح الشركات ويخلق الحاجة الى تعيين المزيد من الموظفين، وبالتالي المساهمة في تخفيض البطالة. وقد تكون **سيئة؛** من خلال قيامها بتزويد المصارف ذات الأداء السيء باحتياطيات بتكلفة منخفضة، بحيث تمكنهم من تجنب الإفلاس والاستمرار بالسياسات الخاطئة، التي كان يتوجب التخلي عنها، كما أنها تحرم المدخرين من الفائدة التي ينبغي أن يكسبوها من حسابات التوفير، ومن ناحية أُخرى فإن هذه السياسة من الممكن أن تسبب التضخم، حيث تشجع الحكومة على الاقتراض والإنفاق والتوسع[2].

وقد قام البنك المركزي الأوروبي بعدة تخفيضات تدريجية ومتتالية في معدلات الفائدة منذ اندلاع الأزمة المالية العالمية في عام 2008 و استمر الوضع على حاله في ظل أزمة الديون السيادية الأوروبية[3].

ومن المعروف أن بعض البنوك المركزية تقوم بإتباع سياسة استهداف التضخم؛ حيث يتم ضبط وتعديل معدلات الفائدة لتحقيق المستوى المستهدف. يضاف إلى ذلك، أن وجود هوامش واسعة في معدلات الفائدة بين الدول، يجعل اقتصاديات الدول ذات الفائدة المرتفعة عرضة لتدفقات رؤوس الأموال الساخنة التي ينتج عنها مشكلات مالية كثيرة في معظم الأحيان. وتتبع البنوك المركزية سياسة معدلات الفائدة الصفرية في حالة الأزمات من أجل تسهيل حصول الأفراد على الائتمان، لأن العلاقة بين معدلات الفائدة على الائتمان والكمية المطلوبة منه ترتبط بعلاقة عكسية، حيث إن ارتفاع معدل الفائدة على الإقراض سوف يقلل من الطلب على القروض

---

[1] سمايلي ، بوطورة. (2015). ص 316.

[2] الريس. (2018). ص 40.

[3] تعتبر أزمة منطقة اليورو من أهم مظاهر الأزمة العالمية الأخيرة، نتجت عن تغير ظروف الاقتصاد العالمي وأهم مؤشرات أدائه الكلية، والتي سمحت بتأثر بعض الاقتصاديات الأوروبية الهشة بشكل كبير، وتأثر الأداء الكلي لمنطقة اليورو بالتبعية، حيث يعاني الاقتصاد الأوروبي منذ سنة 2009 صعوبات كبيرة، تمثلت أساساً في ارتفاع قيم الديون السيادية لعدد من الدول، بالإضافة إلى وصول العديد من مؤشرات اقتصادياتها الكلية إلى أرقام حرجة، مثل: معدلات البطالة، معدلات التضخم، أسعار الصرف،....الخ. ولذلك تعتبر أزمة الديون السيادية التي تعيشها منطقة اليورو أكبر اختبار لمدى صمود العملة الأوروبية أمام التقلبات الاقتصادية الداخلية والخارجية، وتمثل امتحاناً مهماً لمدى سلامة النموذج الأوروبي في التعاون الاقتصادي.
(فاطمة، بلورغي. (2016). ص 131.)

والعكس صحيح، وعليه فإن منحنى الطلب على الائتمان يتخذ شكل منحنى الطلب العادي حيث ينحدر من أعلى لأسفل وإلى جهة اليمين[1].

ولتحفيز الطلب الكلي؛ يمكن للبنك المركزي أن يقوم بتخفيض سعر الفائدة الاسمي أو محاولة تخفيض فروق أسعار الفائدة أو محاولة رفع توقعات التضخم، كل هذه التدابير سوف تقلل من سعر الفائدة الحقيقي مما ينبغي أن يتم تحفيز الاستهلاك، وبالتالي زيادة الطلب والإنتاج. وعلاوة عللى ذلك، يمكن للبنك المركزي استخدام سعر الصرف لتحفيز الاقتصاد، وكل هذه التدابير تهدف إلى نفس الشيء مما يجعل السياسة النقدية أكثر توسعية[2].

1-2-معدلات الفائدة السالبة:

من المعروف كون معدل الفائدة موجباً، ولكن في الآونة الأخيرة قامت العديد من البنوك المركزية في البلدان المتقدمة بتبني سياسة معدلات الفائدة السلبية؛ وذلك بهدف معالجة الانكماش و الركود الناجم عن أزمة 2008. فسياسة معدلات الفائدة السلبية هي أداة أخرى غير تقليدية يتم من خلالها تحديد قيمة سالبة لأسعار الفائدة الاسمية المستهدفة، بحيث تصل إلى مستويات أقل من الصفر في المائة. هذه المعدلات السلبية تعني أن البنوك المركزية سوف تتقاضى فائدة على الودائع (الاحتياطات الفائضة للمصارف لديها) بدلاً من دفع الفائدة عليها، مما يعني أن المصارف المودعة مطالبة بالدفع لقاء إيداع الاحتياطيات لدى المركزي، وذلك بهدف تشجيع المصارف على إقراض المال بدلا من دفع رسوم لإبقائها في البنوك؛ أي أن المركزي يهدف في هذه الحالة إلى تغريم المصارف على الاحتياطات غير المستخدمة في عمليات الإقراض، لإجبارها على إقراضها، وبالتالي العمل على إخراج السيولة من المصارف لرفع مستويات الطلب الكلي والإنفاق. ولم تقتصر معدلات الفائدة السالبة على الودائع فحسب؛ بل امتد تطبيق تلك السياسة فيما بعد إلى الأسواق المالية، لتطال عوائد السندات الحكومية (لآجال محددة) في بعض البلدان – سويسرا وألمانيا وفرنسا واليابان– كما اتسعت تلك المعدلات أكثر في بعض الاقتصادات لتطال سندات الشركات مثل نستله (ولكن لفترة قصيرة)[3].

ويستهدف البنك المركزي الأوروبي التأثير على التضخم من خلال تحديد معدلات الفائدة، فإذا كان يعمل على الحد من التضخم المرتفع وضبطه، فإنه يزيد بشكل عام من معدلات الفائدة؛ مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الاقتراض. وبالعكس إذا أراد أن يقوم بتحفيز الاقتصاد، فيخفض من معدلات الفائدة. ولدى البنك المركزي

---

[1] علي. (2013). ص 67.

[2] سعر الفائدة الحقيقي هو الفرق بين سعر الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع. حتى إذا لم يكن سعر الفائدة الاسمي سالباً، فقد يكون سعر الفائدة الحقيقي سالباً؛ وذلك إذا كان سعر الفائدة الاسمي منخفضاً وتوقعات التضخم مرتفعة بما فيه الكفاية.
ولمزيد من التفاصيل حول سعر الفائدة الاسمي والحقيقي أنظر:

SöderStröm, WeStermark. (2009). PP. 5:6.

[3] الريس. (2018). ص 49.

الأوروبي ثلاثة معدلات فائدة رئيسية يمكن أن يعمل عليها وهي معدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية، عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وتسهيلات الودائع[1].

وقد عرف البنك المركزي الأوروبي ECB هذه السياسة على أنها بمثابة ضريبة، تُفرض على احتياطات المصارف التجارية الفائضة والمودعة لدى البنك المركزي[2].

وأخيراً يمكن القول أن المُعدّلات السلبية للفائدة تؤثر في الشركات من خلال التأثير في تكوين أصولها والتزاماتها؛ وذلك عند زيادة تكلفة الاحتفاظ بالودائع ستجد الشركات التي تحتفظ بمقادير كبيرة منها أنه من الأفضل توظيفها واستثمارها، أي أن المعدلات السلبية ستشكل للشركات والمصارف حوافز لتتحمل المزيد من المخاطر عن طريق الاستثمار[3].

2-سياسة التيسير الكمي (برامج شراء الأصول):

يمكن تعريف سياسة التيسير الكمي بأنها سياسة نقدية غير تقليدية تستخدمها البنوك المركزية لتنشيط الاقتصاد القومي عندما تصبح السياسة النقدية التقليدية غير فعالة، حيث يشتري البنك المركزي الأصول المالية لزيادة العرض النقدي في الاقتصاد. أي هي ممارسة يقوم بها البنك المركزي عند محاولته للحد من تأثير الركود الاقتصادي على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، عن طريق إصدار مزيد من النقود[4].

يقوم البنك المركزي من خلال هذه السياسة بشراء السندات الحكومية أو غيرها من الأوراق المالية من السوق؛ بهدف تخفيض أسعار الفائدة وزيادة العرض النقدي، وبمعنى آخر تركز هذه السياسة على زيادة البنوك المركزية لحجم ميزانياتها العمومية بغية زيادة حجم الائتمان المتاح للمقترضين، حيث تقوم بإصدار نقود جديدة وتستخدمها لشراء الأصول من المصارف، بحيث تقوم هذه الأخيرة بإقراض ما تجنيه من أموال نتيجة بيع أصولها، مما يشجع المستهلكين والشركات على الاقتراض والإنفاق، وزيادة الإنفاق من الناحية النظرية تؤدي إلى زيادة الاستهلاك، مما يعني زيادة الطلب على السلع والخدمات من جهة، ويؤدي إلى خلق فرص عمل من جهة أخرى، مما يعني بالمحصلة تنشيط الاقتصاد[5].

---

[1] ECB. (2014, June).

[2] الريس. (2018). ص 50.

[3] ECB. (2019, June). PP. 20:21.

[4] صاري. (2013). ص 64.

[5] الريس. (2018). ص 43-44.

ويتألف برنامج شراء الأصول (APP[1]) من أربعة برامج رئيسية تتمثل في[2]:

2-1- البرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة (CBPP3).

2-2- برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP)

2-3- برنامج شراء أصول القطاع العام (PSPP)

2-4- برنامج شراء أصول قطاع الشركات (CSPP).

وكل البرامج المذكورة تهدف إلى تعزيز آلية تأثير السياسة النقدية، وتسهيل تقديم الائتمان إلى اقتصاد منطقة اليورو، والمساهمة في إعادة معدلات التضخم إلى مستويات أقل (ولكن قريبة من 2% على المدى المتوسط[3])، وذلك بما يتفق مع الهدف الرئيسي للبنك المركزي الأوروبي وهو الحفاظ على استقرار الأسعار[4].

---

[1] **APP**: Asset purchase programmes.

[2] **CBPP3**: third covered bond purchase programme.

ABSPP: asset-backed securities purchase programme.

PSPP: public sector purchase programme.

CSPP: corporate sector purchase programme.

أُنشئ البرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة (CBPP3) من خلال القرار رقم 40 لعام 2014، والذي تم اعتماده في 15 تشرين الأول عام 2014. ثم أُنشئ برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP) من خلال القرار رقم 45 لعام 2014، والذي تم اعتماده في 19 تشرين الثاني عام 2014. وجاء بعده برنامج شراء أصول القطاع العام (PSPP) الذي أُنشئ من خلال القرار رقم 10 لعام 2015، والذي تم اعتماده في 4 آذار عام 2015. وفي 10 آذار عام 2016: قرر مجلس الحكام في البنك المركزي الأوروبي توسيع نطاق برامج شراء الأصول المذكورة أعلاه لتشمل مشتريات السندات المقومة باليورو من الدرجة الاستثمارية الصادرة عن الشركات غير المصرفية. وبدأ ببرنامج شراء أصول قطاع الشركات (CSPP) كجزء من سياسته النقدية وسعيه لتحقيق هدف استقرار الأسعار. ولمزيد من التفصيل انظر:

ECB. (2016, June).

[3] هناك العديد من الأسباب لاختيار رقم 2% كتضخم مستهدف:

الأول :اذا ارتفع سعر سلعة معينة في سلة المستهلك المستخدمة لحساب المستوى العام للأسعار (مثلا منشأة قامت بتحسين منتج لديها فأصبح ذات مواصفات أفضل فقامت برفع سعره) سيؤدي ذلك الى ارتفاع مؤشر المستوى العام للأسعار، فإذا كان حساب التضخم لا يراعي بالكامل حقيقة أن تغير السعر يرجع إلى تحسن المنتج، فسوف ينتج عن ذلك قراءة أعلى للتضخم مما هو عليه الحال. الثاني: يوفر معدل التضخم 2٪هامش أمان مقابل مخاطر الانكماش المحتملة. الثالث :عندما يحدد البنك المركزي الأوروبي هدف استقرار الأسعار سيؤدي ذلك الى ترك مجال للاختلافات في معدلات التضخم فيما بين بلدان منطقة اليورو؛ لذلك يهدف البنك المركزي الأوروبي لنسبة تضخم قريبة من 2%، وبهذاعندما تسعى جميع بلدان منطقة اليورو لهذه النسبة من التضخم من المفترض أن تقل هذه الاختلافات مع مرور الوقت.

ولمزيد من التفاصيل انظر:

ECB. (2017, May).

[4] البنك المركزي الأوروبي مفوض للعمل وفقاً لمبدأ اقتصاد السوق المفتوح مع المنافسة الحرة، وتفضيل تخصيص الموارد بكفاءة، وذلك لتحقيق هدفه المتمثل في الحفاظ على استقرار الأسعار. ولمزيد من التفصيل:

ECB. (2017, April).

2-1- البرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة:

بدايةً سنقوم بتعريف السندات المغطاة أو ما تسمى السندات المضمونة Covered bonds: هي أدوات دين صادرة عن البنوك ومضمونة من قبل مجموعات محددة من الأصول (وعادةً ما تكون الرهون عقارية)، ويُشار إليها باسم مجمع التغطية أو أصول التغطية. ويمكن لحاملي السندات اللجوء المباشر إلى مجمع التغطية كدائنين مفضّلين، بينما يظلّون مؤهلين للحصول على مطالبة ضد الجهة المصدرة كدائنين عاديين لأي مبالغ متبقية لم تتم تسويتها بالكامل بعد تصفية مجمع التغطية[1].

يُعد CBPP3 جزءاً من برنامج شراء الأصول الموسّع APP. يشتري نظام اليورو السندات المغطاة المقومة باليورو[2] في كل من الأسواق الأولية والثانوية، ودون تحديد حد أقصى أو حد أدنى لاستحقاقها. ويُعد هذا البرنامج مقياساً مناسباً للتخفيف من المخاطر المتعلقة بتوقعات تطورات الأسعار لأنه يزيد من تسهيل الظروف المالية والنقدية، وبالتالي يؤدي إلى دعم الاستهلاك والإنفاق الاستثماري في منطقة اليورو، والمساهمة في نهاية المطاف في عودة معدلات التضخم إلى مستويات قريبة من 2% في المدى المتوسط[3].

وعلى الرغم من أن إقراض سندات CBPP3 ليس إلزامياً، فإن البنك المركزي الأوروبي والعديد من البنوك المركزية الوطنية الأُخرى جعلوها متاحة للإقراض، على عكس أصول البرامج PSPP و CSPP، فقد قرر مجلس الحكام جعل إقراضها إلزامياً[4].

---

[1] Covered bonds, 2015, Consultations, Banking and finance, European Commission website:
https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/index_en.htm

[2] يمثل سوق السندات المغطاة في منطقة اليورو قناة تمويل مهمة للغاية لمختلف المؤسسات المالية وفي مقدمتها البنوك. ولمزيد من التفصيل حول السندات المغطاة انظر:

ECB. (2009, December).

[3] تم الاعتماد على المراجع التالية (بتصرف):

ECB. (2017, January).

ECB. (2016).

[4] Third covered bond purchase programme (CBPP3) – Q&A, Asset purchase programmes, Instruments, Monetary Policy, ECB Website:
https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/cbpp3-qa.en.html

2-2- برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول:

قرر مجلس الحكام في 4 أيلول عام 2014، أنه يجب البدء في برنامج جديد لشراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABSPP). وفي 2 تشرين الأول عام 2014 أعلن مجلس الحكام عن تفاصيل البرنامج[1].

يعد ABSPP جزءاً من برنامج شراء الأصول الموسّع APP. ويهدف إلى زيادة تعزيز آلية تأثير السياسة النقدية، وتسهيل توفير الائتمان لاقتصاد منطقة اليورو، وتحفيز إصدار أوراق مالية جديدة، والمساهمة في إعادة معدلات التضخم إلى مستويات أقل ولكن قريبة من 2% على المدى المتوسط؛ وذلك بما يتناسب مع الهدف الأساسي للبنك المركزي الأوروبي في الحفاظ على استقرار الأسعار[2].

في إطار هذا البرنامج: يشتري نظام اليورو أوراق مالية مدعومة بالأصول Asset-backed securities (ABSs) بسيطة وشفافة لمدة عامين على الأقل في الأسواق الأولية والثانوية، (حيث يمكن ل ABSPP شراء ABSs في السوق الثانوية بعد فترة قصيرة من إصدارها). وتتم إضافة ABS إلى قائمة الأصول المؤهلة كضمان على موقع البنك المركزي الأوروبي بعد إجراء تقييم لها لاعتبارها ضمان إضافي لإطار عمل الضمانات الخاص بنظام اليورو، ويتم ذلك من خلال تقديم صاحب الضمان بطلب للبنك المركزي الوطني المعني مرفقاً بالوثائق المطلوبة للتقييم، (وهذه الآلية تتم عند الشراء في السوق الأولية والثانوية)[3].

2-3- برنامج شراء أصول القطاع العام:

يتكون برنامج شراء أصول القطاع العام (PSPP) من شراء السندات الصادرة عن الحكومات المركزية والمؤسسات الأوروبية في منطقة اليورو؛ حيث قرر مجلس الحكام في 3 كانون الأول لعام 2015 تمديد البرنامج ليشمل سندات الحكومة الإقليمية والمحلية. ويتمتع البنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية الوطنية في منطقة اليورو بالمرونة في الاختيار بين مشتريات الأوراق المالية الحكومية المركزيّة والإقليميّة والمحليّة. تتم عملية شراء هذه السندات في الأسواق الثانوية، ويجب أن يتراوح استحقاقها من سنة كحد أدنى إلى 30 عاماً كحد أقصى من وقت الشراء[4].

---

[1] ECB. (2015, September).

[2] ECB. (2017, July).

[3] ECB. (2015).

[4] Outright transaction, Monetary Policy, Tasks, Deutsche Bundesbank Euro system Website; https://www.bundesbank.de/en/tasks/monetary-policy/outright-transactions/public-sector-purchase-programme-pspp--831140

وينص قرار البنك المركزي الأوروبي (2015/10) بشأن برنامج شراء أصول القطاع العام في السوق الثانوية، على أن نظام اليورو يجعل الأوراق المالية المشتراة بموجب PSPP متاحة للإقراض. وعلى سبيل الشفافية: ينشر نظام اليورو على أساس أسبوعي القيمة الدفترية الإجمالية للأوراق المالية المحتفظ بها بموجب PSPP في التعليق على بيانه المالي الأسبوعي على موقع البنك المركزي الأوروبي. وكما هو الحال في برنامج CBPP3، يُعد هذا البرنامج مقياساً مناسباً للتخفيف من المخاطر المتعلقة بتوقعات تطورات الأسعار لأنه يزيد من تسهيل الظروف المالية والنقدية؛ وبالتالي يؤدي إلى دعم الاستهلاك والإنفاق الاستثماري في منطقة اليورو، والمساهمة في نهاية المطاف في عودة معدلات التضخم إلى مستويات أقل ولكن قريبة من 2% في المدى المتوسط. وحجم الشراء الضخم منه يسهم في تحقيق هدف السياسة النقدية المتمثل في حث الوسطاء الماليين على زيادة توفير السيولة والائتمان لاقتصاد منطقة اليورو[1].

2-4- برنامج شراء أصول قطاع الشركات:

يعد هذا البرنامج جزءاً من برامج شراء الأصول الخاصة بنظام اليورو APP[2]. وتم تقديمه بهدف تقوية وتعزيز انتقال مشتريات أصول نظام اليورو إلى تمويل الاقتصاد الحقيقي[3].

يتكون برنامج CSPP من مشتريات نظام اليورو لسندات مقومة باليورو، من الدرجة الاستثمارية المصدرة من الشركات غير المصرفية (أي Non-Bank Corporation (NFC) وشركات التأمين) التي تأسست في منطقة اليورو[4].

ويساعد برنامج CSPP الشركات في جميع أنحاء منطقة اليورو على الوصول إلى الائتمان بشكل أفضل، وتعزيز الاستثمار، وخلق فرص عمل؛ وبالتالي دعم النمو الاقتصادي العام، حيث يشتري نظام اليورو الأوراق المالية الصادرة عن الشركات غير المصرفية في كل من السوق الأولية والثانوية، ولكي تكون هذه الأوراق مؤهلة للشراء: يجب أن تكون مؤهلة لاعتبارها ضمان لعمليات إعادة التمويل الرئيسية في البنك المركزي الأوروبي، ويجب أن يتراوح استحقاقها من ستة أشهر كحد أدنى إلى 30 عاماً كحد أقصى من وقت الشراء[5].

---

[1] ECB. (2015, May).

[2] **APP**: Asset purchase programmes.

[3] ECB. (2017, April).

[4] ECB. (2019, April).

[5] ECB. (2018, March).

رابعاً: استراتيجيات الخروج من السياسات النقدية غير التقليدية:

هي الأعمال التي يقوم بها البنك المركزي من أجل إيقاف تنفيذ الإجراءات غير التقليدية، والعودة الى إدارة سعر الفائدة قصير الاجل كأداة رئيسية للسياسة النقدية.

ينعكس التوسع الكبير بميزانية البنك المركزي في نمو احتياطات المصارف؛ مما يعزز المخاوف من أن السيولة الزائدة يمكن أن تتحول بسرعة الى نمو ائتماني سريع ويؤدي ذلك إلى التضخم. لذلك من الضروري أن تضع البنوك المركزية خططاً تحقق خروجاً سلِساً في الوقت المناسب من إجراءات السياسات النقدية غير التقليدية لمنع التضخم.

وتثير قضية الخروج العديد من القضايا النظرية أهمها[1]:

_هل يوفر حجم مجموع أصول البنك المركزي قبل الأزمة دليلاً لحجمها المناسب من أجل تحقيق الخروج، وإذا كان الأمر كذلك، ما مدى السرعة التي يمكن أن تتقلص بها الميزانية العمومية دون الإخلال في التوازن بين الحفاظ على الانتعاش الاقتصادي والحد من ضغوط التضخم؟

_هل يمكن للبنوك المركزية التحكم في أسعار الفائدة، على الرغم من أن ميزانياتها تظل أكبر بكثير مما كانت عليه قبل الأزمة؟

_كيفية حماية البنوك المركزية من الخسائر؟

وإذا تصاعدت المخاوف من التضخم، فقد تبدأ البنوك المركزية في رفع سعر الفائدة حتى لوكانت ميزانياتها العمومية أكبر بكثير من مستويات ما قبل الأزمة. ومن الجدير بالذكر أن إدارة الاحتياطيات الزائدة والسماح للبنوك المركزية بالتحكم في معدلات السياسة سيكون أمراً بالغ الأهمية لإضفاء الطابع الرسمي على استراتيجيات الخروج.

بالإضافة إلى التخلص من السيولة من خلال تقليص ميزانية البنك المركزي، ويمكن أيضاً للبنوك المركزية قبول الودائع لأجل من المصارف التجارية أو إصدار سندات لخفض الاحتياطيات الزائدة، ويمكن أيضاً أن تُكلَّف المصارف بالاحتفاظ باحتياطيات قانونية أكبر للتخلص من بعض السيولة (من المحتمل أن يكون من الضروري رفع هذا المطلب بشكل كبير للغاية من أجل إحداث تغيير كبير)[2].

[1] Klyuev, Imus, Srinivasan. (2009, November). P.30.

[2] Klyuev, Imus, Srinivasan. (2009, November). PP.30:32.

وفي ختام هذا المبحث يمكن للباحثة القول أن الاضطراب المالي العالمي الذي انفجر أواخر عام 2007 والكساد الحاد اللاحق في النشاط الاقتصادي أثارا ردود أفعال لا مثيل لها من قبل البنوك المركزية الرئيسية في العالم (كالبنك الفيدرالي الأميركي، وبنك اليابان، والمركزي الأوروبي)، حيث تبنت إجراءات غير تقليدية. والتي تعرف بأنها مجموعة من الإجراءات والتدابير، التي يستخدمها البنك المركزي في الأوضاع الطارئة والأزمات (التي يصبح خلالها استخدام أدوات السياسة النقدية التقليدية محدود الفعالية)؛ وذلك من أجل التأثير في النشاط الاقتصادي، وتوفير المزيد من الحوافز للاقتصاد. ويوجد عدة شروط يجب توفرها لتنفيذ هذه السياسات منها استقلالية البنك المركزي، وتوفر سوق مالية ونقدية عميقة ومرنة تكون قادرة على نقل اجراءات السياسة النقدية إلى حيز التطبيق، ووجود علاقة مستقرة بين أدوات السياسة النقدية ونتائجها على مختلف المتغيرات الاقتصادية المستهدفة، وغيرها من الشروط. أما أدواتها فتنقسم إلى:

1-سياسة معدلات الفائدة الصفرية التي ترتكز من خلال الإلتزام الصريح أو الضمني للبنك المركزي للحفاظ على معدل الفائدة الرئيسي القريب من الصفر لفترة معينة، و يهدف هذا الإجراء إلى ترسيخ التوقعات المستقبلية لمعدل الفائدة عند مستوى منخفض، مما يؤدي بالضرورة إلى انخفاض معدل الفائدة وارتفاع توقعات التضخم التي تولدها السياسة النقدية التوسعية للبنك المركزي.

2-سياسة معدلات الفائدة السالبة التي عرفها البنك المركزي الأوروبي بأنها بمثابة ضريبة، تُفرض على احتياطات المصارف التجارية الفائضة والمودعة لدى البنك المركزي.

3-سياسة التيسير الكمي (برامج شراء الأصول) التي تكونت من أربعة برامج في نظام اليورو هي: البرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة، برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بالأصول، برنامج شراء أصول القطاع العام، وبرنامج شراء أصول قطاع الشركات. ومن الضروري أن تضع البنوك المركزية خططاً تحقق خروجاً سلِساً في الوقت المناسب من إجراءات السياسات النقدية غير التقليدية لمنع التضخم.

المبحث الثالث

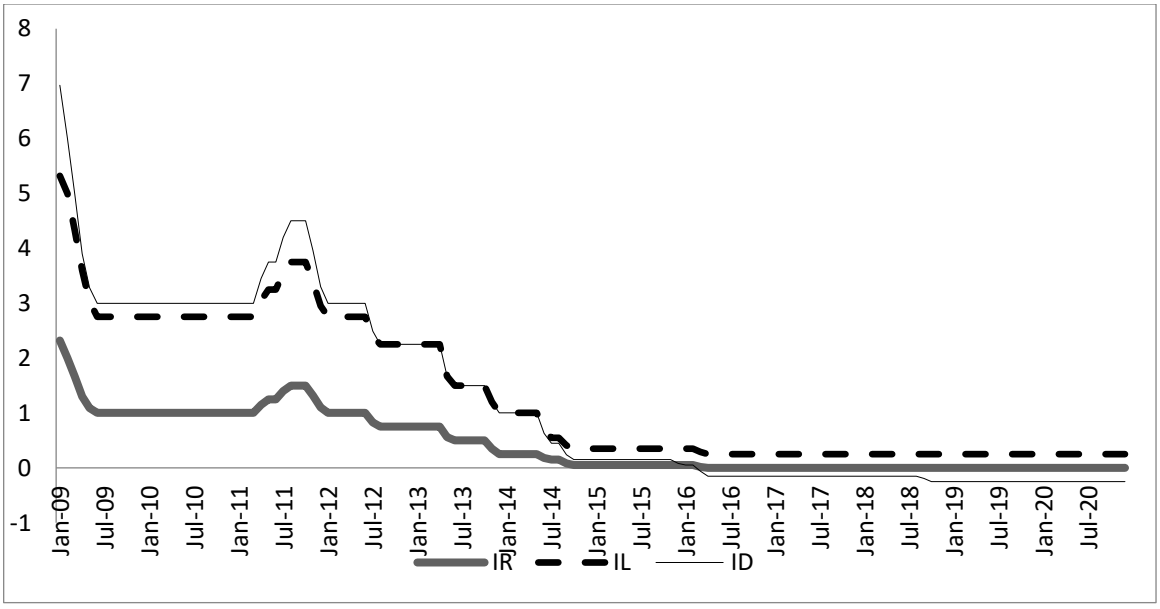
تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية

تمتد أثار السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية المختلفة، وقد يكوف لها نتائج إيجابية أو سلبية، لذلك يجب أن يتمتع صانعو السياسة النقدية بالخبرة والكفاءة والقدرة على اتخاذ القرارات بالكم والوقت المناسبين. ورغم الاتفاق على أهمية السياسة النقدية بالتأثير في النشاط االقتصادي إلا أن الخلاف مايزال قائماً حول تفاصيل عملها من حيث طبيعة وحجم وأمد تأثيرها في المتغيرات المستهدفة؛ وذلك بسبب اختلاف السمات الهيكلية والمؤسسية للاقتصاد من دولة إلى أُخرى.

وبناءً على ذلك سنعرض في هذا المبحث تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وأثر هذه الأدوات على عدة متغيرات اقتصادية.

أولاً: سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة:

الشكل رقم (1): التغيرات في معدلات الفائدة الرئيسية لدى البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2009-2020.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (1).

اعتماداً على التحليل البياني في الشكل رقم (1)، يمكننا القول إن البنك المركزي الأوروبي قام بتخفيض معدلات الفائدة الرئيسية لديه كما يلي[1]:

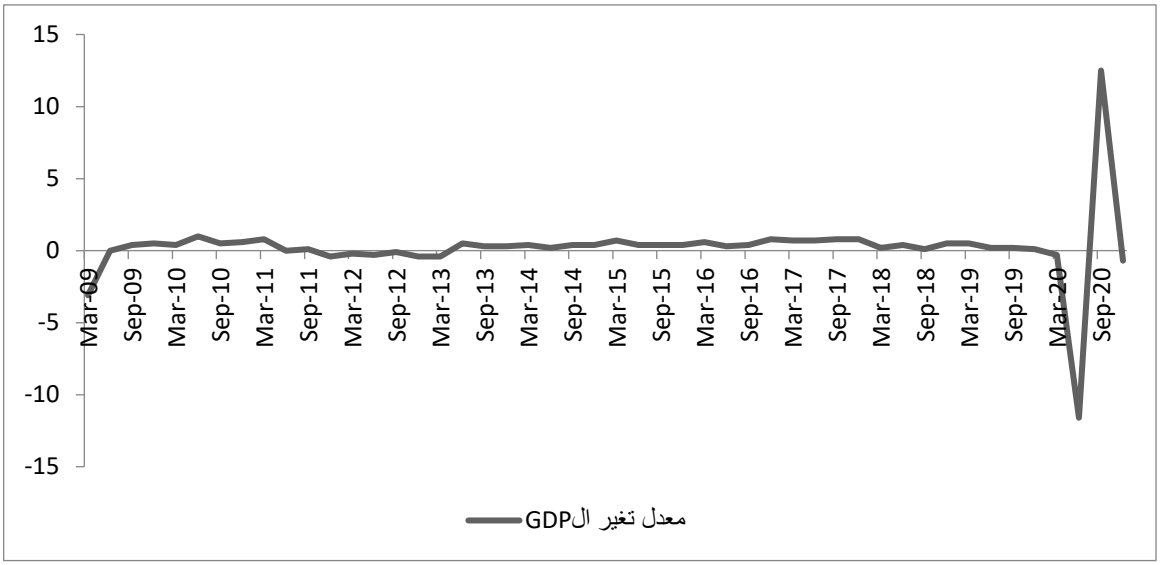
أ- بالنسبة لمعدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية IR، فقد تم تخفيضه على نحو مستمر وتدريجي من 2.32% في شهر كانون الثاني عام 2009 ليصل إلى 1% في منتصف العام نفسه. وبقي ثابتاً حتى شهر آذار عام 2011، ثم شهد ارتفاعاً ملحوظاً خلال عام 2011 حيث وصل إلى 1.5% في شهر 10. ومن ثم انخفض خلال عام 2012 و2013 و2014، واستمر بالانخفاض حتى وصل إلى مستويات قريبة من الصفر في نهاية عام 2014 حيث سجل في شهر كانون الأول منه 0.05%. وبقي هذا المعدل ثابتاً حتى شهر شباط عام 2016، ثم انخفض حتى وصل إلى الصفر في شهر نيسان من العام نفسه، وبقي المعدل الصفري حتى عام 2020.

ب- معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية IL، تم تخفيضه على نحو مستمر وتدريجي من 3% في شهر كانون الثاني عام 2009 ليصل إلى 1.75% في منتصف العام نفسه. وبقي ثابتاً حتى شهر آذار عام 2011، ثم شهد ارتفاعاً ملحوظاً خلال عام 2011 حيث وصل إلى 2.25% في شهر 10. ومن ثم انخفض خلال عام 2012 و2013 و2014، واستمر بالانخفاض حتى وصل إلى مستويات قريبة من الصفر في نهاية عام 2014 حيث سجل في شهر كانون الأول منه 0.3%. وبقي هذا المعدل ثابتاً حتى شهر شباط عام 2016، ثم انخفض إلى 0.25% في شهر نيسان من العام نفسه، وبقي ثابتاً عند هذا المعدل حتى عام 2020.

ت- معدل الفائدة على تسهيلات الودائع ID، تم تخفيضه على نحو مستمر وتدريجي من 1.65% في شهر كانون الثاني عام 2009 ليصل إلى 0.25% في منتصف العام نفسه. وبقي ثابتاً حتى شهر آذار عام 2011، ثم شهد ارتفاعاً ملحوظاً خلال عام 2011 حيث وصل إلى 0.75% في شهر 10. ومن ثم انخفض حتى وصل إلى الصفر في شهر آب من عام 2012، وبقي المعدل صفري حتى شهر أيار لعام 2014. وبعد ذلك قام البنك المركزي الأوروبي في خطوة غير عادية بخفضه إلى ما دون الصفر؛ كمحاولة منه لتشجيع المصارف على إقراض أموالها للشركات والمستهلكين بأسعار فائدة منخفضة بدلاً من الاحتفاظ بها لديه، ففي حزيران 2014 أصبح يجب على المصارف في منطقة اليورو دفع عمولة بمقدار 0.06% (6 نقاط أساس) على احتياطاتها الفائضة في حسابات البنك المركزي، وبقي المعدل سالباً خلال هذا العام حيث سجل في نهايته -0.2%. وبقي هذا المعدل ثابتاً حتى شهر تشرين الثاني عام 2015، ثم عاد للانخفاض بشكل تدريجي ليصل إلى -0.4% في شهر نيسان عام 2016، وبقي ثابتاً عند هذا المعدل حتى شهر آب من عام 2019، لينخفض إلى -0.5% خلال عام 2020.

[1] يستخدم البنك المركزي الأوروبي ثلاثة معدلات رئيسية للفائدة تتمثل في معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية IR، وعلى تسهيلات الإقراض الهامشية IL، وعلى تسهيلات الودائع ID، كما هي مبينة في الملاحق: جدول رقم 1.

الشكل رقم (2): التغيرات في معدل تغير ال GDP في منطقة اليورو خلال الفترة 2009-2020.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (3).

اعتماداً على التحليل البياني في الشكل رقم (2)، يمكننا القول إن تخفيض معدلات الفائدة انعكس على معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي GDP؛ فقد تحوّل خلال عام 2009 من مستوى سالب "انكماش" (-3.1%)[1] في الربع الأول إلى الصفر في الربع الثاني، ومستويات موجبة في الربع الثالث والرابع؛ وهذا من الممكن أن يشير إلى سلامة الإجراءات المتبعة بشكل مبدئي على الأقل. ثم تقلبت بعدها معدلات التغير فيه ضمن مستويات موجبة مابين ارتفاع وانخفاض طفيف (وذلك بالتزامن مع تثبيت البنك المركزي الأوروبي لمعدلات الفائدة لديه) حتى الربع الأول من عام 2011. أما في الربع الثاني من نفس العام فقد وصل معدل التغير إلى الصفر، ثم انكمش الناتج خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث من عام 2011 وحتى الربع الأول من عام 2013 [2]، وبعدها عاد معدل التغير إلى مستوياته الموجبة في الربع الثاني من عام 2013، استمر فيها حتى نهاية عام 2019 (وذلك بالتزامن مع تخفيض معدلات الفائدة، ووصول معدل الفائدة على تسهيلات الودائع إلى مستويات صفرية ثم إلى مستويات سالبة، وتطبيق سياسة التيسير الكمي) حيث بقي المعدل ضمن مستويات موجبة مع تذبذب بسيط فيه بين الارتفاع والانخفاض فكانت أقل قيمة له 0.1%، أما أعلاها 0.8%. أما عام 2020، ومع احتواء جائحة كورونا COVID-19 فقد انخفض معدل التغير ووصل إلى مستوى سالب

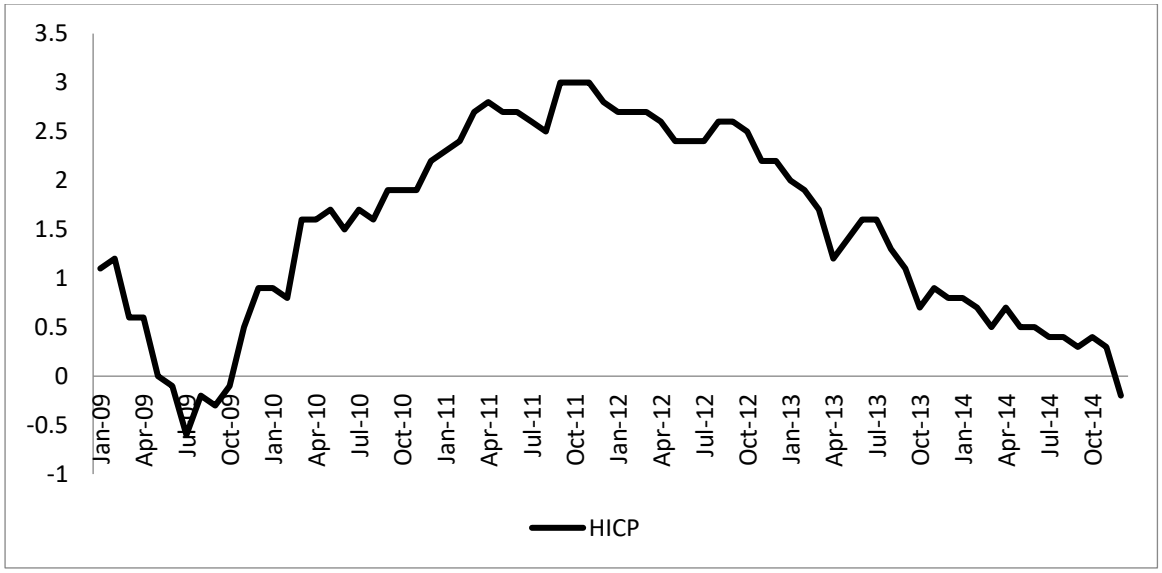
[1] يعود سبب المعدل السالب إلى سوء الأوضاع الاقتصادية المترافقة مع الأزمة المالية آنذاك (ارتفاع البطالة، انخفاض الاستثمار، وغير ذلك).

[2] وذلك بالتزامن مع أزمة الديون السيادية التي واجهتها منطقة اليورو، وتداعيات خطط التقشف المالي، والعجز في الحساب الجاري. وللمزيد من التفصيل انظر:

Kang, C.Shambaugh. (2013, July).

"انكماش"، حيث سجل-3.7% في الربع الأول و-11.7% في الربع الثاني، أما في الربع الثالث فقد ساهمت الأخبار الإيجابية عن اللقاحات بالإضافة إلى رد الفعل القوي والمنسق للسياسة النقدية في رفع المعدل إلى مستوى موجب حيث سجل 12.5%، ثم انكمش الناتج في الربع الرابع ووصل معدل التغير فيه إلى -0.7%.

الشكل رقم (3): التغيرات في معدل التضخم HICP في منطقة اليورو خلال الفترة 2009-2014.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (4).

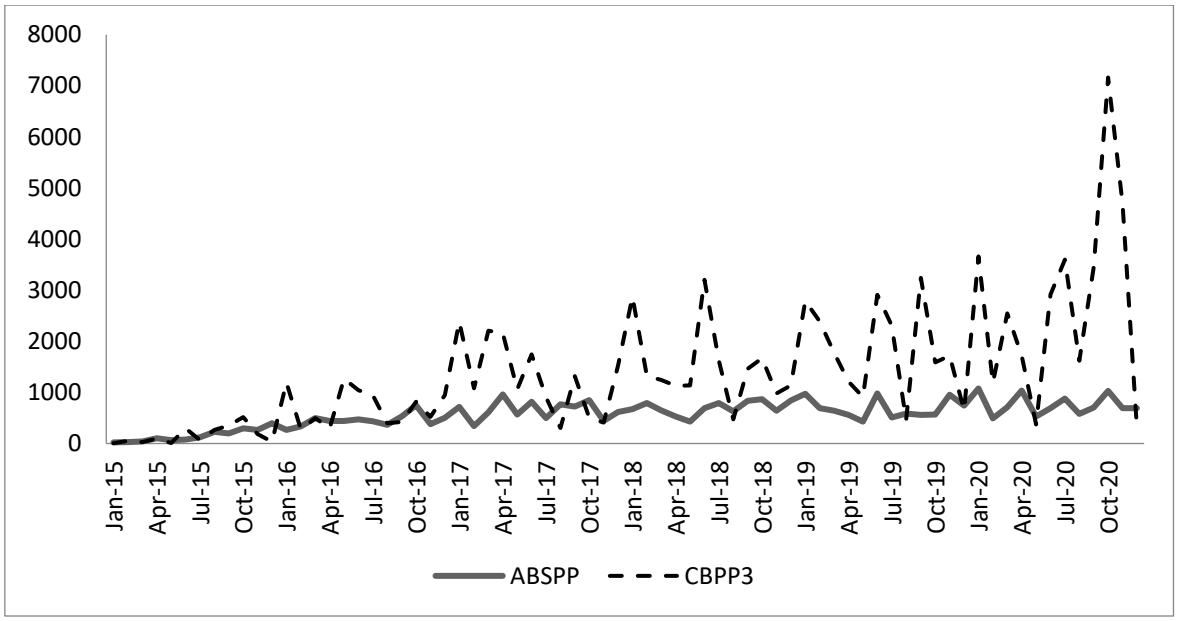
واعتماداً على التحليل البياني في الشكل رقم (3)، يمكننا القول إن تخفيض معدلات الفائدة انعكس أيضاً على معدل التضخم (HICP)؛ فقد ارتفع ووصل إلى المعدل المستهدف ولكن لفترة قصيرة فقط (حتى نهاية عام 2011). ومع بداية عام 2012، عاد معدل التضخم للانخفاض؛ وذلك بسبب الانخفاض الكبير في أسعار الغذاء العالمية[1]، الذي كان نتيجة النمو الكبير في الإنتاج الزراعي، وهذا الانخفاض أدى لانخفاض في مستويات التضخم مما أثار مخاوف البنك المركزي الأوروبي من استمرار الانكماش. وهذه المخاوف دفعته إلى البدء رسمياً ببرنامج التيسير الكمي في نهاية عام 2014، وذلك من خلال توفير الائتمان وتعزيز الاستثمار وخلق فرص العمل؛ وبالتالي دعم النمو الاقتصادي الشامل، والذي يعتبر شرطاً أساسياً للعودة إلى التضخم واستقراره عند مستويات قريبة من 2%.

[1] لمزيد من التفاصيل حول أسعار الغذاء العالمية انظر:

QNB Group. (2014, August).

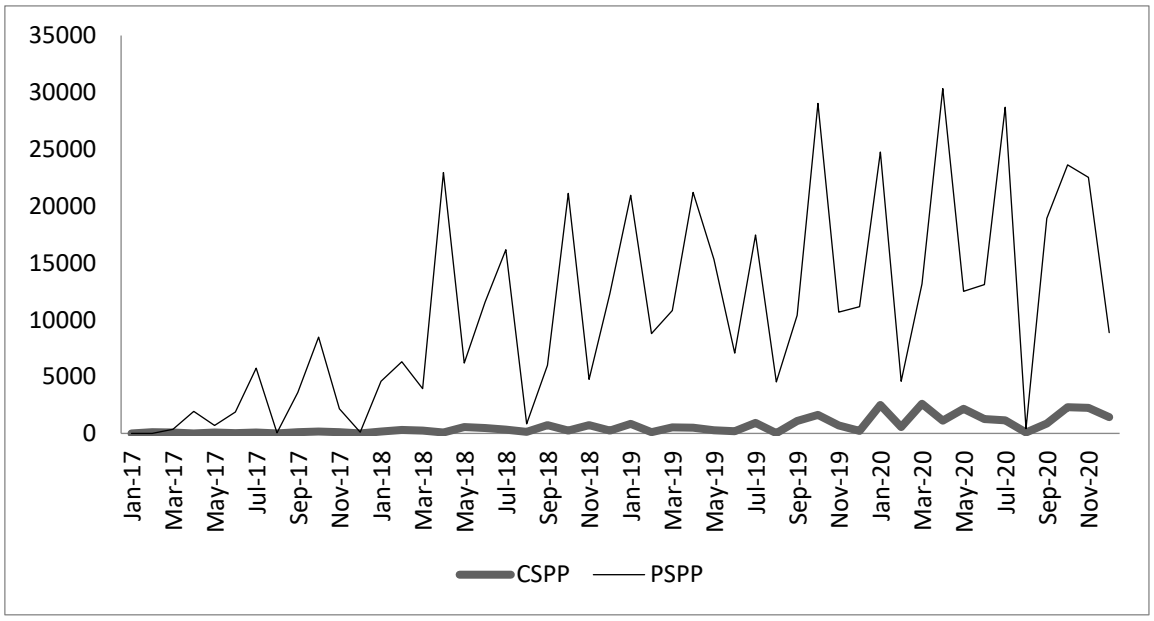
ثانياً: سياسة التيسير الكمي:

الشكل رقم (4):التغيرات في قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية لبرنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP، والبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (2).

الشكل رقم (5):التغيرات في قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية لبرنامج شراء قطاع الشركات CSPP، وبرنامج شراء القطاع العام PSPP.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (2).

ستحاول الباحثة فيما يلي تحليل الشكل رقم (4) والشكل رقم (5) بالاستناد إلى ما تم التطرق إليه سابقاً (ضمن الإطار النظري للبحث) من جهة؛ ومن خلال تحليل البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (2) من جهة ثانية:

بدأ البنك المركزي الأوروبي التطبيق الرسمي لسياسة التيسير الكمي (برامج شراء الأصول) في تشرين الثاني لعام 2014، كوسيلة لحقن السيولة في البنوك الأوروبية. وبلغت قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية حينها 12 مليون يورو، توزعت بين 2 مليون يورو لبرنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP، و10 مليون يورو للبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3.

أما برنامج شراء قطاع الشركات CSPP، وبرنامج شراء القطاع العام PSPP، فلم يبدأ البنك المركزي الأوروبي بهما حتى عام 2017.

تقلبت قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية لبرنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP بين الزيادة والنقصان خلال عام 2015 و2016، حيث لم يكن لها مسار محدد. وبلغت أعلى قيمة لها في شهر تشرين الأول لعام 2016 بمقدار 748 مليون يورو، أما أدنى قيمة لها فكانت في شهر كانون الثاني لعام 2015 بمقدار 22 مليون يورو. وكذلك الأمر بالنسبة للبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3، فقد تقلبت قيمة صافي مشتريات أوراقه المالية بين الزيادة والنقصان خلال هذين العامين. وسجل أعلى قيمة خلال شهر أيار لعام 2016 بمقدار 1 مليار و 270 مليون يورو، أما أدنى قيمة فكانت في شهر أيار لعام 2015 بمقدار 11 مليون يورو. وتطبيق البنك المركزي الأوروبي لهذين البرنامجين؛ أدى لارتفاع ملحوظ في مجموع الأصول لميزانيته[1]، حيث ارتفع من 2.20 تريليون يورو في ميزانية عام 2014 إلى 2.78 تريليون يورو في ميزانية عام 2015، وصولاً إلى 3.66 تريليون يورو في ميزانية عام 2016. ومع بداية عام 2017: بدأ تطبيق كلاً من برنامج شراء قطاع الشركات CSPP ، وبرنامج شراء القطاع العام PSPP كبرامج إضافية مع برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP والبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3.

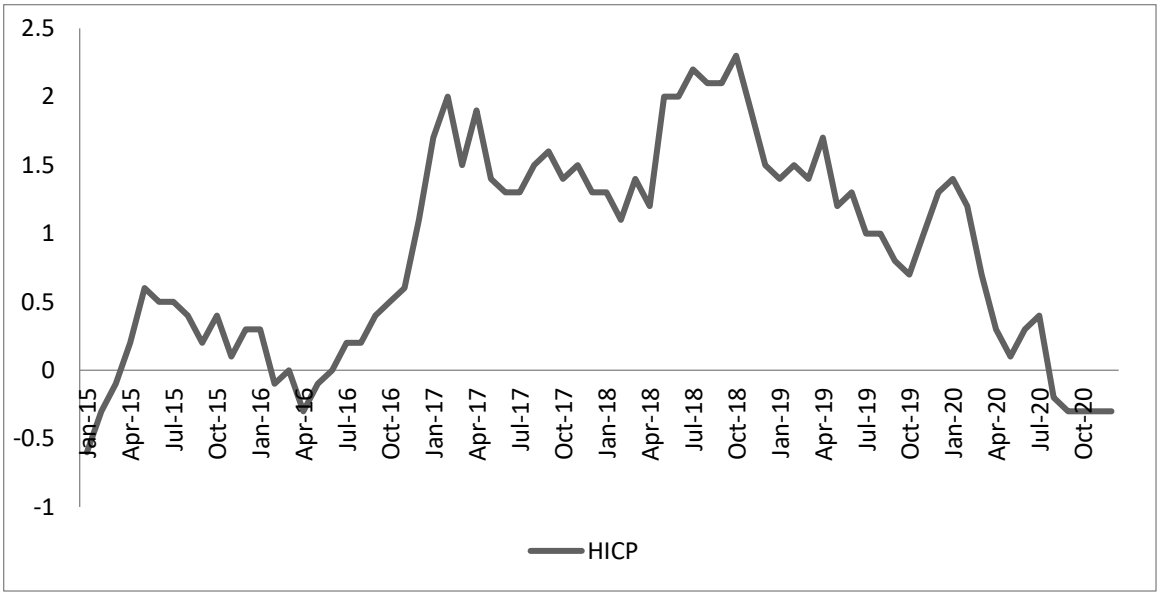
وبشكل عام كانت قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية في البرامج الأربعة تتراوح بين الزيادة والنقصان في الأعوام 2017 و2018 و2019 و2020. فبالنسبة لبرنامج شراء قطاع الشركات CSPP: بلغت أعلى قيمة له في شهر تشرين الأول لعام 2020 بمقدار 2 مليار و294 مليون يورو، أما أدنى قيمة له فكانت في شهر كانون الثاني وشهر نيسان لعام 2017 بمقدار 8 مليون يورو. مع الأخذ بالعلم أنه خلال الأشهر آب وكانون الثاني من عام 2017، لم يكن هناك تطبيق لهذا البرنامج أي بلغت قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية فيه الصفر. وبلغت أعلى قيمة لبرنامج شراء القطاع العام PSPP في شهر نيسان لعام 2020 بمقدار 30 مليار

[1] تم الحصول على البيانات من موقع البنك المركزي الأوروبي على الرابط التالي:
https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html

و333 مليون يورو، وأدنى قيمة له كانت في شهر آب لعام 2017 بمقدار 49 مليون يورو. ولم يكن هناك تطبيق للبرنامج في الأشهر كانون الثاني وشباط من عام 2017، حيث بدأ تطبيقه خلال شهر آذار من العام نفسه. أما بالنسبة لبرنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP: فقد بلغت أعلى قيمة له في شهر كانون الثاني لعام 2020 بمقدار 1 مليار و77 مليون يورو، وأدنى قيمة له كانت في شهر شباط لعام 2017 بمقدار 341 مليون يورو. وكانت أعلى قيمة للبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3 في شهر تشرين الثاني لعام 2020 بمقدار 4 مليار و703 مليون يورو، وأدنى قيمة له كانت في شهر كانون الأول لعام 2020 بمقدار 302 مليون يورو.

وقد عادت هذه السياسة بنتائج إيجابية؛ حيث أدى تطبيق برامج شراء الأصول الأربعة خلال هذه السنوات إلى ارتفاع في مجموع الأصول لميزانية البنك المركزي الأوروبي، حيث سجّل 4.46 ترليون يورو في ميزانية عام 2017، وارتفع إلى 4.70 ترليون يورو في ميزانية عام 2018، ثم انخفض قليلاً إلى 4.67 ترليون يورو في ميزانية عام 2019 [1]، ليعود للارتفاع خلال عام 2020 ويسجل 6.97 ترليون يورو.

الشكل رقم (6): التغيرات في معدل التضخم HICP في منطقة اليورو خلال الفترة 2015-2020.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في الملاحق، جدول رقم (4).

واعتماداً على التحليل البياني في الشكل رقم (6)، يمكننا القول أن لسياسة التيسير الكمي تأثير على معدل التضخم، فقد ارتفع بشكل عام خلال السنوات 2015 و2016 دون أن يحقق الوصول إلى المعدل المستهدف

[1] قام البنك المركزي الأوروبي باستثمار المدفوعات الرئيسية من الأوراق المالية المستحقة المحتفظ بها في محافظ APP الخاصة به بالفترة بين كانون الأول عام 2018 وكانون الأول عام 2019؛ لذلك تباطأ نمو الميزانية العمومية للبنك في عام 2019. ولمزيد من التفصيل انظر:
ECB. (2021). P.6.

حيث سجّل نهاية عام 2016 معدل 1.1%[1]. أما عام 2017، فقد حقق البنك المركزي الأوروبي المعدل المستهدف 2% خلال شهر شباط منه، وحققه أيضاً خلال شهر أيار وحزيران عام 2018، وتجاوز المعدل المستهدف خلال عدة أشهر من عام 2018، ثم انخفض بشكل عام حيث سجل معدل 1.3% نهاية عام 2019. أما بالنسبة لعام 2020 فقد ارتفع خلال شهر كانون الثاني منه إلى 1.4%[2]، وعاد للانخفاض بعده حتى وصل إلى معدلات سلبية[3].

وإذا أردنا التحدث عن قيمة صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول ككل، فقد كانت تتراوح بين الزيادة والنقصان، ولكن مسارها الإجمالي من أواخر عام 2014 إلى أواخر عام 2020 كان الارتفاع؛ حيث بدأت شهر تشرين الثاني لعام 2014 بقيمة 12 مليون يورو، وأنهت عام 2020 بقيمة 11 مليار و294 مليون يورو. أما أعلى قيمة لها فسُجلت في شهر تموز لعام 2020 بمقدار 34 مليار و323 مليون يورو، وأدنى قيمة في شهر كانون الأول لعام 2014 بمقدار 4 مليون يورو فقط.

وفي النتيجة يمكن للباحثة القول، أن السياسات النقدية غير التقليدية التي استخدمها البنك المركزي الأوروبي بعد أزمة 2008، عادت بنتائج إيجابية _إلى حد ما_ على اقتصاد منطقة اليورو. فتطبيق البنك لسياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة عن طريق تخفيضه لمعدلات الفائدة الرئيسية لديه (والتي تشمل معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية IR، وعلى تسهيلات الإقراض الهامشية IL، وعلى تسهيلات الودائع ID) أدى إلى تحوّل معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2009 من مستوى سالب "انكماش" إلى مستويات موجبة حتى الربع الأول من عام 2011. أما في الربع الثاني من العام نفسه فقد وصل معدل التغير إلى الصفر، ثم انكمش الناتج خلال الفترة الممتدة من الربع الثالث من عام 2011 وحتى الربع الأول من عام 2013؛ وذلك بالتزامن مع أزمة الديون السيادية التي واجهتها منطقة اليورو، وتداعيات خطط التقشف المالي، وبعدها عاد معدل التغير إلى مستوياته الموجبة حتى نهاية عام 2019. أما عام 2020، ومع احتواء جائحة كورونا COVID-19 فقد انخفض معدل التغير ووصل إلى مستوى سالب "انكماش" في الربعين الأول والثاني

---

[1] يعزي بعض المحللين هذا الارتفاع إلى الارتفاع في أسعار وقود التدفئة ووقود النقل والخضراوات. وللمزيد من البيانات حول ذلك انظر:
Eurostat Press Office. (2017, January).

[2] يعزي بعض المحللين هذا الارتفاع إلى الارتفاع في أسعار المواد الغذائية والتبغ والكحول. وللمزيد من البيانات حول ذلك انظر:
Eurostat Press Office. (2020, February).

[3] يعزي بعض المحللين هذا الانخفاض (وخاصة الانخفاض الذي حصل في شهر نيسان حيث انخفض المعدل من 0.7% إلى 0.3%) إلى احتواء جائحة كورونا COVID-19 في جميع البلدان. وقد ساهمت القطاعات الأكثر تضرراً من الأزمة مثل النقل والفنادق في هذا الانخفاض بشكل كبير. وللمزيد من التفصيل حول ذلك انظر:
Eurostat Press Office. (2020, May).
ECB. (2021, April).

منه ، أما في الربع الثالث فقد ساهمت الأخبار الإيجابية عن اللقاحات بالإضافة إلى رد الفعل القوي والمنسق للسياسة النقدية في رفع المعدل إلى مستوى موجب، ليعود للانكماش في الربع الرابع.

وبالنسبة لمعدل التضخم، فقد ساهم تخفيض معدلات الفائدة إلى رفعه ووصوله إلى المعدل المستهدف 2% حتى نهاية عام 2011، ثم انخفض مع بداية عام 2012 بسبب الانخفاض الكبير في أسعار الغذاء العالمية، والذي كان نتيجة النمو الكبير في الإنتاج الزراعي؛ وهذا الانخفاض دفع البنك المركزي الأوروبي بالبدء رسمياً ببرامج شراء الأصول (سياسة التيسير الكمي) في نهاية عام 2014، حيث بدأ ببرنامجين هما: برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP، والبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3. أما برنامج شراء قطاع الشركات CSPP، وبرنامج شراء القطاع العام PSPP، فلم يبدأ البنك المركزي الأوروبي بهما حتى عام 2017.

وتطبيق البنك لهذه البرامج أدى لوصول معدل التضخم للمعدل المستهدف خلال شهر شباط من عام 2017، وشهر أيار وحزيران من عام 2018، وتجاوزه للمعدل المستهدف خلال عدة أشهر من عام 2018. ليعود للانخفاض بعده، ويعزي بعض المحللين هذا الانخفاض (وخاصة الانخفاض الذي حصل في شهر نيسان من عام 2020) إلى احتواء جائحة كورونا COVID-19 في جميع البلدان.

أما بالنسبة لمجموع الأصول في ميزانية البنك، فقد ارتفع بشكل ملحوظ بعد تطبيق سياسة التيسير الكمي واستمر ارتفاعه من عام 2014 حتى عام 2020 (مع انخفاض قليل عام 2019، حيث قام البنك المركزي الأوروبي باستثمار المدفوعات الرئيسية من الأوراق المالية المستحقة المحتفظ بها في محافظ APP الخاصة به بالفترة بين كانون الأول عام 2018 وكانون الأول عام 2019؛ لذلك تباطأ نمو الميزانية العمومية للبنك في عام 2019).

تناول الفصل الأول من هذه الرسالة بعنوان السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي ثلاثة مباحث:

تم الحديث في المبحث الأول (السياسة النقدية التقليدية) عن نشأة البنك المركزي الأوروبي، وأدوات السياسة النقدية التقليدية المتبعة من قبله، والتي تمثلت في عمليات السوق المفتوحة ومتطلبات الاحتياطي والتسهيلات الدائمة.

أما المبحث الثاني (السياسة النقدية غير التقليدية) فتم الحديث فيه عن تعريف السياسات النقدية غير التقليدية، وشروط تنفيذها، وأدواتها التي تنقسم إلى سياسة معدلات الفائدة الصفرية، سياسة معدلات الفائدة السالبة، وسياسة التيسير الكمي، واستراتيجيات الخروج من هذه السياسات.

وتضمن المبحث الثالث تجربة البنك المركزي الأوروبي في تطبيق أدوات السياسة النقدية غير التقليدية، وأثر هذه الأدوات على عدة متغيرات اقتصادية.

الفصل الثاني

الأسواق المالية الأوروبية

تُعتبر الأسواق المالية تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون، لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة، وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات، وتسهم السوق في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها، بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، وتؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي[1].

كما يمكن تعريفها بأنها أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها، على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أوبالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع[2].

ويمكن للباحثة القول بأن الأسواق المالية عبارة عن المكان الذي يجمع بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها، من أجل تلبية إحداهما لاحتياجات الآخر، أو أي ترتيبات وإجراءات توفر ذلك (كالتداول الالكتروني)؛ وذلك بغرض تسيير عمليات التداول، كما أنها تضم منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات أُخرى كالمشتقات. تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها في السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دوراً مهماً جداً في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري.

سنعرض في هذا الفصل الأسواق المالية الأوروبية بشكل عام، وآلية التداول فيها، من خلال المبحث الأول، وسيتم التركيز على بورصة فرانكفورت في المبحث الثاني.

---

[1] كنعان. (2009). ص 23.

[2] بوكساني. (2006). ص43.

المبحث الأول

تعريف بالأسواق المالية الأوروبية

تُعد الأسواق المالية الأوروبية كبقية الأسواق المالية مكان التقاء نموذجي للمستثمرين، حيث تجمع بين طلب المشترين وعرض البائعين، وتحدد الأسعار بناءً على مطابقة الطلب مع العرض المتاح، وإحدى الوظائف المهمة لها كبورصة هي عملية جمع المعلومات ونشرها، والتي تضمن إعلام المشاركين في السوق بشكل كافٍ عن أسعار الأصول التي يتم تداولها، بحيث يمكنهم اتخاذ قرارات تجارية صحيحة[1].

سيبدأ المبحث بالتعريف بالسوق النقدية في منطقة اليورو، وأبرز التطورات في هذا السوق بعد أزمة 2008، وسوق رأس المال في منطقة اليورو، وأبرز التطورات فيها بعد أزمة 2008، والبنية التحتية للأسواق المالية، ثم سننتقل للحديث عن تداول الأسهم وتحديد الأسعار وفوائد عملية تكوين الأسعار في البورصة، وسنختم المبحث بالحديث عن الوسطاء الماليين.

أولاً: السوق النقدية في منطقة اليورو(Money Market In The Euro Area):[2]

تم دعم الإنشاء السريع لسوق النقد في منطقة اليورو من خلال التطورات في البنية الأساسية لأنظمة الدفع وإنشاء الخدمات المستهدفة TARGET[3] ونظام التسوية الإجمالية الفورية Real Time Gross Settlement (RTGS).

يقوم وكلاء متخصصون بإبلاغ البنك المركزي الأوروبي أو البنك المركزي الوطني بالبيانات الإحصائية عن عمليات سوق النقد[4]، والتي تغطي عدة قطاعات منها:

---

[1] Oxera Consulting LLP. (2019, March). P.3.

[2] Euro money market, Financial markets and interest rates, Statistics, ECB Website: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

[3] وهي عدد من الخدمات التي يتم تطويرها وتشغيلها بواسطة نظام اليورو، والتي تضمن التدفق الحر للنقد والأوراق المالية والضمانات عبر أوروبا، ولمزيد من التفاصيل حول خدمات TARGET، انظر صفحة 54.

[4] يتم جمع المعلومات الإحصائية اليومية المتعلقة بمعاملات سوق النقد على أساس لائحة الاتحاد الأوروبي رقم 2014\1333، لائحة Money Market Statistical Reporting(MMSR)، والتي دخلت حيز التنفيذ في 1كانون الثاني عام 2015، حيث بدأ جمع البيانات المنتظم في 1تموز عام 2016.

1- القطاع المضمون **(secured segment)**:

يتكون من معاملات اتفاقيات إعادة الشراء اليومية (سواء للإقراض أو الاقتراض) المقومة باليورو، والتي تستحق لمدة تصل إلى سنة واحدة[1]. والتي يجريها وكيل إعداد التقارير reporting agent مع الشركات المالية (باستثناء البنوك المركزية التي لا تتم فيها المعاملات لأغراض الاستثمار) والحكومة، وكذلك مع الشركات غير المالية المصنفة كشركات جملة وفقاً لإطار تغطية السيولة في بازل3 Liquidity Coverage Ratio (LCR)[2].

2- القطاع غير المضمون **(unsecured segment)**:

يتم تخصيص القطاع غير المضمون بشكل أساسي لإدارة احتياطات السيولة لدى المصارف، وبالتالي فإن المعاملات غير المضمونة هي بفترات استحقاق قصيرة الأجل، وتغطي هذه المعاملات:

2-1- جميع عمليات الاقتراض المقومة باليورو[3] مع استحقاق لمدة تصل إلى سنة واحدة، من الشركات المالية (باستثناء البنوك المركزية التي لا تتم فيها المعاملات لأغراض الاستثمار) والحكومة، وكذلك من الشركات غير المالية المصنفة كشركات جملة وفقاً لإطار تغطية السيولة في بازل3 (LCR).

2-2- جميع القروض المقومة باليورو والمقدمة إلى مؤسسات ائتمانية مع استحقاق يصل إلى سنة واحدة.

ويضم القطاع غير المضمون أيضاً الودائع غير المضمونة وحسابات التوفير، وإصدار أوراق دين قصيرة الأجل بمعدل ثابت أو متغير وأجل استحقاق أولي يصل إلى سنة واحدة[4].

---

[1] وتعرف على أنها معاملات بتاريخ استحقاق لا يتجاوز 397 يوم من تاريخ التسوية.

[2] قدمت لجنة بازل للرقابة المصرفية Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) نظام LCR كجزء من إصلاحات بازل 3 بعد الأزمة المالية الكبرى، تم تصميمه لضمان احتفاظ البنوك باحتياطي كافٍ من الأصول السائلة عالية الجودة high-quality liquid assets (HQLA) للسماح لهم بالاستمرار لفترة 30 يوم من ضغوط السيولة الكبيرة. حيث تعتبر فترة 30 يوم هي الحد الأدنى للفترة التي تعتبر ضرورية لاتخاذ إجراءات تصحيحية من قبل إدارة البنك أو من قبل المشرفين. ويجب أن تكون نسبة مخزون HQLA إلى إجمالي التدفقات النقدية الخارجة خلال الثلاثين يوماً القادمين أكبر أو تساوي 100%. وللمزيد من التفصيل انظر:

Bank for International Settlement. (2018, April).
Publications, Basel Committee on Banking Supervision, Committees & associations, Bank for International Settlement Website:
https://www.bis.org/publ/bcbs238.htm

[3] يتم تقسيم عمليات الاقتراض حسب مدة الصفقات إلى:
Overnight, Tomorrow/Next, Spot/ Next, One Week, One Month, Three Months, Six Months, Nine Months, Twelve Months كما هي موضحة في الملاحق: جدول رقم (6).

[4] وتعرف على أنها معاملات بتاريخ استحقاق لا يتجاوز 397 يوم من تاريخ التسوية.

ويقصد بالودائع غير المضمونة Unsecured Deposits أنها ودائع ذات فائدة، يتم إيداعها أو سحبها من قبل وكيل إعداد التقارير في الشركة، ويمكن استردادها في إشعار، وتستحق لمدة تصل إلى أكثر من عام.

أما حساب التوفير فيسمى Call Accout وهو حساب مصرفي يمكّن صاحبه من استثمار الأموال بمعدل فائدة أعلى من تلك الموجودة في الحساب العادي، ويمكن من خلاله سحب الأموال عند الحاجة إليها بعد أن يتم إخبار البنك بذلك قبل وقت قصير[1].

ويشير إصدار أوراق الدين قصيرة الأجل ذات السعر الثابت أو المتغير إلى الاقتراض عن طريق إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل أو الإقراض عن طريق شراء أوراق مالية قصيرة الأجل؛ وتشمل هذه الأوراق شهادات الإيداع، والأوراق التجارية، والأوراق التجارية المضمونة بأصول، والسندات ذات الفائدة المعومة، وغيرها، كما هي موضحة في الملاحق: جدول رقم 5.

3- مقايضة العملات الأجنبية **(foreign exchange swaps)**:

وتتكون من معاملات مقايضة العملات الأجنبية بتواريخ استحقاق تصل إلى سنة واحدة (وتعرف على أنها معاملات بتاريخ استحقاق لا يتجاوز 397 يوم من تاريخ التسوية). وتتم عن طريق شراء أو بيع اليورو مقابل عملة أجنبية في تاريخ محدد على المدى القريب، والاتفاق على إعادة بيع العملة المشتراة في تاريخ استحقاق آجل متفق عليه مسبقاً. ويتم إجراؤه بوساطة وكيل إعداد التقارير مع شركات مالية (باستثناء البنوك المركزية التي لا تتم فيها المعاملات لأغراض الاستثمار) والحكومة، وكذلك مع الشركات غير المالية المصنفة كشركات جملة وفقاً لإطار تغطية السيولة في بازل3 (LCR)[2].

ثانياً: التطورات الرئيسية في سوق النقد بمنطقة اليورو بعد أزمة 2008:

مع اندلاع الأزمة المالية العالمية عام 2008، حدث أكبر انخفاض بالنشاط في قطاعات السوق غير المضمونة، ويمكن تفسير التقلص في حجم التداول غير المضمون بالتحول المستمر إلى التمويل المضمون. حيث بقي السوق المضمون له أكبر شريحة من سوق النقد في منطقة اليورو واستمر بالنمو، وكانت الزيادة في قيمة التداول

[1] لمزيد من التفاصيل حول حسابات التوفير انظر موقع قاموس كامبردج Cambridge dictionary:
https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/call-account

[2] Euro money market, Financial markets and interest rates, Statistics, ECB Website:
https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

مدفوعة باستحقاقات تصل إلى شهر واحد، وهذه الزيادة يفسرها الاتجاه المستمر لخفض مخاطر ائتمان الطرف المقابل[1].

ويمكن القول إن هذا التغيير قد ساهم في المرونة النسبية لسوق النقد مع ظهور جائحة كورونا (COVID-19) أيضاً؛ حيث كانت المعاملات المضمونة أقل تأثّراً بالتوترات من المعاملات غير المضمونة[2].

أما سوق المشتقات[3] فقد كان هناك انخفاض ملحوظ فيها، ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى حاجة البنوك لتقليص ميزانياتها العمومية في ضوء الاضطرابات المالية، ومن ناحية أخرى كان هناك زيادة في أهمية اتفاقيات أسعار الصرف الآجلة وتبادل العملات الأجنبية. ويشمل سوق النقد أيضاً سوق الأوراق المالية قصيرة الأجل (مثل الأوراق التجارية وشهادات الإيداع وغيرها)، حيث ارتفع إجمالي المبلغ المستحق لسندات الدين قصيرة الأجل الصادرة عن المستثمرين المقيمين في منطقة اليورو بشكل كبير، وبلغ ذروته في عام 2008 [4].

وفيما يلي جدول يوضح المبالغ المستحقة لسندات الدين قصيرة الأجل المقومة باليورو، والصادرة عن المستثمرين المقيمين في منطقة اليورو خلال عدة سنوات:

الجدول رقم (1): سندات الدين قصيرة الأجل في منطقة اليورو.

نهاية العام- بليون يورو- (نسب مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)						
البيان	2007	2008	2009	2010	2011	2012
مؤسسات الوساطة المالية والنقدية	610 (6,7)	686 (7,4)	573 (6,4)	422 (4,6)	562 (6,0)	454 (4,8)
المؤسسات المالية غير النقدية	52 (0,6)	90 (1,0)	71 (0,8)	106 (1,2)	91 (1,0)	124 (1,3)
المؤسسات غير المالية	98 (1,1)	119 (1,3)	72 (0,8)	64 (0,7)	77 (0,8)	79 (0,8)

[1] ECB. (2011, May). PP.44 : 45.

[2] Schnabel. (2020, November).

[3] المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة أو عائد أصل أو ورقة مالية أخرى، ولها عدة أنواع مثل العقود الآجلة والعقود المستقبلية والمبادلات. ولمزيد من التفاصيل حول المشتقات انظر:

Kaplan University. (2017). PP.191:198.

[4] ECB. (2011, May). PP.44 : 45.

تابع الجدول رقم (1): سندات الدين قصيرة الأجل في منطقة اليورو.

القطاع العام	361 (4,0)	559 (6,1)	713 (8,0)	752 (8,2)	645 (6,9)	603 (6,4)
المجموع	1120 (12,4)	1454 (15,7)	1429 (16,0)	1344 (14,7)	1376 (14,6)	1260 (13,3)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي.

https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/markets/html/index.en.html

يُلاحظ من الجدول رقم (1) أعلاه، ومن خلال تتبع أهم الأحداث والوقائع العالمية الهامة التي حدثت خلال السنوات (2007–2012)[1] ، والمتمثلة في الأزمة المالية عام 2008 مايأتي:

كانت قيمة سندات الدين قصيرة الأجل في منطقة اليورو في تزايد قبل عام 2008، وتغير هذا إلى حد ما مع بداية الأزمة في عام 2008، حيث حدث فيها انخفاض في عام 2009، ويمكن تفسيره بشكل أساسي من خلال التأثير السلبي للأزمة المالية لتعود وتواصل ارتفاعاً بشكل عام ولكن بشكل أقل حدة، ثم تنخفض من جديد في عام 2012، حيث بلغت قيمتها 1260 بليون يورو وكانت نسبتها حوالي 13% من الناتج المحلي الإجمالي.

وكذلك الأمر بالنسبة لمؤسسات الوساطة المالية والنقدية والمؤسسات المالية غير النقدية والمؤسسات غير المالية، حيث شهدت المبالغ المستحقة عن سندات الدين قصيرة الأجل الصادرة من قبلها ارتفاعاً قبل عام 2008، ثم انخفضت عام 2009 نتيجة الأزمة المالية التي حدثت عام 2008. فبالنسبة لمؤسسات الوساطة المالية والنقدية، انخفضت المبالغ المستحقة عن سندات الدين قصيرة الأجل الصادرة من قبلها من 686 بليون يورو إلى 573 بليون يورو. وانخفضت المبالغ المستحقة عن سندات الدين قصيرة الأجل الصادرة من قبل المؤسسات المالية غير النقدية من 90 بليون يورو إلى 71 بليون يورو. وكذلك الأمر بالنسبة للمبالغ المستحقة عن سندات الدين قصيرة الأجل الصادرة من قبل المؤسسات غير المالية، فقد انخفضت من 119 بليون يورو إلى 72 بليون يورو.

أما بالنسبة للمبالغ المستحقة عن سندات الدين قصيرة الأجل الصادرة عن القطاع العام، فقد تراوحت بين 361 و752 بليون يورو، ولم يكن هناك أي تأثير مباشر لأزمة 2008 عليها، فقد ارتفعت خلال الأعوام 2008 و2009 و2010. ولكن بعد 2010 طرأ عليها انخفاض فقد انخفضت خلال عام 2011، ثم عادت للانخفاض

[1] تم الاعتماد على هذه السنوات فقط لأن الغرض من التحليل هنا هو دراسة أثر الأزمة المالية التي حدثت عام 2008 على التطورات الرئيسية في سوق النقد.

بشكل ضعيف في عام 2012 مقارنة بالعام السابق لتسجل 603 بليون يورو وبنسبة 6,4% من الناتج المحلي الإجمالي.

ثالثاً: سوق رأس المال في منطقة اليورو (Capital Market In The Euro Area):

بدايةً يمكن تعريف أسواق رأس المال بأنها أسواق مالية لشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل، حيث توجه ثروة المدخرين إلى أولئك الذين يمكنهم وضعها في الاستخدام الإنتاجي طويل الأجل (لفترات أطول من عام)، مثل الشركات أو الحكومات التي تقوم باستثمارات طويلة الأجل.

تتكون أسواق رأس المال من السوق الأولية (سوق إصدار) حيث يتم فيها توزيع الإصدارات الجديدة على المستثمرين من خلال بيع الأسهم الجديدة أو إصدار السندات، والسوق الثانوية (سوق تداول) التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية[1].

يعود الفضل إلى إطلاق اليورو بإحداث تحوّل جذري في أسواق رأس المال الأوروبية (لم تكن أي إجراءات أُخرى قادرة على إحداثه من قبل)، حيث أصبحت أكثر تكاملاً. وفي الوقت نفسه، يعمل التغيير التكنولوجي على تغيير التفاعل بين الأسواق والمستثمرين؛ فقد ألغت التكنولوجيا أرضيات التداول الفعلية واستُبدلت بمنصات تداول افتراضية، تتيح للمستثمرين الاستثمار المباشر في السوق والوصول بسهولة إلى المعلومات التي كانت متاحة سابقاً للمحللين فقط[2]. يشمل سوق رأس المال سوق الأسهم وسوق السندات:

1- سوق الأسهم:

تُعد السوق الأولية فيها المصدر الرئيسي للتمويل طويل الأجل في الاقتصاد، ولا سيما للشركات الكبيرة. منذ إدخال اليورو، انخفض عدد الشركات المدرجة باستمرار إلى مستوى منخفض، وقد يكون هذا إشارة إلى أن السوق تركّز بشكل متزايد وبالتالي تم توفير الدعم للشركات الكبرى التي ربما يكون لها أبعاد وأحجام أكبر عبر الحدود. ثم انتعش عدد الطروحات العامة الأولية Initial Public Offerings (IPOs) بعد الأزمة، ومع ذلك هناك قدر كبير من عدم الاستقرار حيث لا تزال الظروف المالية غير مستقرة[3].

أما بالنسبة لسوق التداول، فالتنسيق الأكثر شيوعا لتداول الأسهم يتم من خلال سجل الأوامر المركزي central limit order book (CLOB) في البورصة، وهي عبارة عن منصة تجمع الطلبات المعلقة المقدمة إلى البورصة بناءً على الأولوية وتطابق أوامر البيع والشراء المقابلة وفقاً لقواعد التداول[4].

---

[1] Baser. (2016, April). PP.8:9.

[2] Lannoo. (2001, March), P.5.

[3] Valinate. (2016, February). PP.116:119.

[4] لمزيد من التفصيل حول آلية التداول انظر صفحة 59 .

2- سوق السندات: تقسم السندات في محفظة السوق إلى سندات الشركات والسندات السيادية[1].

2-1- سندات الشركات:

تمثل سندات الشركات مصدر بديل لتمويل الشركات غير المالية، مما يقلل من الاعتماد على التمويل المصرفي[2].

تعتمد عائدات سندات الشركات أو فروق الأسعار على توقعات ربحية الشركة ونموها واستعداد المستثمرين على تحمل المخاطر المتوقعة[3].

ويمكن للشركات الأوروبية استخدام عائدات مبيعات السندات للاستثمار والنمو وخلق فرص عمل. تصدر الشركات سندات جديدة وتبيعها للمستثمرين في السوق الأولية، ثم يتم تداول السندات المشتراة في السوق الأولية من قبل المستثمرين فيما يسمى السوق الثانوية. ويُعتبر سوق سندات الشركات عنصراً مهماً في انتقال السياسة النقدية عبر الأسواق المالية[4].

2-2- السندات السيادية (السندات الحكومية):

يمكن وصف سوق السندات السيادية في منطقة اليورو بناءً على قطاعين:

أ-سوق الإصدار (السوق الأولية): يُعد كمزود نهائي للسيولة مع استحقاق أدوات دين يمتد من عامين إلى 30 عام، (عكس سوق النقد حيث يُعد فيه البنك المركزي الأوروبي هو المزود النهائي للسيولة). وأكثر الأدوات شيوعاً هي السندات الحكومية طويلة الأجل، والتي لها آجال استحقاق تتراوح بين 8 و30 عاماً.

ب-سوق التداول (السوق الثانوية): يتم التداول بوساطة نظام MTS (Mercato dei Titoli de Stato)، وهو عبارة عن منصة بين المتداولين، تم إنشاؤه في عام 1988 من قبل إيطاليا ووزارة الخزانة الإيطالية من أجل تعزيز التداول في السوق الثانوية لسندات الحكومة الإيطالية حيث كانت سوق السندات خارج البورصة في ذلك الوقت OTC (Over the Counter).

---

[1] ECB. (2020 , August)..

[2] European Commission. (2017, November).

[3] ECB. (2018, December). P.2.

[4] Corporate bonds, Financial Markets, Banking and Finance, Business- Economy- Euro, European Commission Website: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/corporate-bonds_en

تمت خصخصة نظام MTS في MTS Spa في عام 1997. ومع إطلاق اليورو عام 1999، تم إنشاء Euro MTS. وفي عام 2001، اندمج كل من MTS Spa وEuro MTS في MTS Global Market ليصبح أكبر سوق بين المتداولين للسندات الحكومية المقومة باليورو[1].

وختاماً يمكن القول إن أسواق رأس المال أصبحت في حالة اضطراب مع انتشار جائحة كورونا؛ حيث اتسعت هوامش السندات السيادية وسندات الشركات بمنطقة اليورو، وانخفضت أسعار الأسهم[2].

رابعاً: التطورات الرئيسية في سوق رأس المال بمنطقة اليورو بعد أزمة 2008:

أدت الأزمة المالية الكبرى التي ضربت الاتحاد الأوروبي (إلى جانب الاقتصاديات المتقدمة الأُخرى) إلى ظهور أسواق رأس المال الأوروبية على أنها متخلفة، مقارنة بالتطور والنضج الذي اتسم بهما الاقتصاد الأوروبي، حيث تم الاعتماد على النظام المصرفي. وبالتالي كانت المفوضية الأوروبية محقة في تحديد الحاجة إلى تطوير اتحاد حقيقي لسوق رأس المال CMU (Capital Market Union).

تعد CMU خطة لإنشاء سوق موحدة لرأس المال، الهدف منه هو الحصول على الأموال والاستثمارات عبر الاتحاد الأوروبي، بحيث يمكن أن تفيد المستهلكين والمستثمرين والشركات بغض النظر عن مكان وجودهم. ينطبق هذا المشروع على الاتحاد الأوروبي بأكمله لكنه يفترض أهمية خاصة لمنطقة اليورو. في كانون الثاني لعام 2014، قامت مؤسسة أسواق رأس المال الأوروبية[3] ECMI (European Capital Markets Institute) ومركز دراسات السياسة الأوروبية CEPS (Center for European Policy Studies) بتشكيل مجموعة خبراء أسواق رأس المال الأوروبية ECMEG (European Capital Markets Expert Group)، وذلك بهدف تقديم مساهمة طويلة الأجل في النقاش حول مشروع اتحاد أسواق رأس المال CMU الذي اقترحته المفوضية الأوروبية، والذي سيشمل المزيد من التطوير والتكامل في أسواق رأس المال عبر الاتحاد

---

[1] ECB. (2005, January). PP.9:12.

[2] ECB. (2020, June).

[3] مؤسسة أسواق رأس المال الأوروبية: هي مؤسسة مستقلة غير هادفة للربح، تأسست في شهر تشرين الأول من عام 1993، تتكون عضويتها من شركات الخدمات المالية والبورصات والهيئات التنظيمية والعديد من المؤسسات. الهدف الرئيسي منها هو توفير منتدى يمكن من خلاله تبادل الأفكار والآراء فيما يتعلق بكفاءة أسواق رأس المال الأوروبية واستقرارها وسيولتها وقدرتها التنافسية، ومناقشة أحدث اتجاهات السوق بين المشاركين في السوق والمستثمرين وصانعي السياسات والأكاديميين. وللمزيد من التفصيل انظر:

European Investors Working Group. (2010, March). P.18.

Mission & Governance, About ECMI, ECMI Website:

https://www.ecmi.eu/about-ecmi/mission-and-governance

الأوروبي. وفي شباط 2015، نشرت المفوضية الأوروبية ورقة خضراء تهدف إلى إنشاء اتحاد أسواق رأس المال للحصول على إمكانية وصول أكبر ومزيد من مصادر التمويل وبنية تحتيه استثمارية سليمة[1].

ويمكن القول إن الهدف الرئيسي لاتحاد أسواق رأس المال هو دمج أسواق رأس المال الوطنية في سوق حقيقي واحد، أي العمل على الإزالة التدريجية للحواجز الاقتصادية والقانونية لإنشاء نظام مالي أكثر تنوعاً، يدعم تقاسم المخاطر عبر القطاعات وعبر البلدان من خلال أسواق رأس المال. ويندرج من هذا الهدف عدة أهداف فرعية[2]:

1- تزويد الشركات بخيارات أكبر للتمويل وبتكاليف أقل.
2- تزويد الشركات الصغيرة والمتوسطة بالتمويل الذي تحتاجه.
3- دعم الانتعاش الاقتصادي بعد COVID-19.
4- خلق فرص عمل.
5- تقديم فرص جديدة للمدخرين والمستثمرين.
6- خلق اقتصاد أكثر شمولية ومرونة.
7- تعزيز القدرة التنافسية والاستقلالية العالمية للاتحاد الأوروبي.
8- تعزيز عملية التكامل المالي للاتحاد الأوروبي.

[1] Valinate. (2016, February). PP: 8-9-14-43.

[2] تم الاعتماد عند تحديد الاهداف على:

What is the capital markets union, Capital markets union, Growth and investment, Home- Business- Economy- Euro, European Commission Website: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en

Capital markets union 2020 action plan, Capital markets union, Growth and investment, Home- Business- Economy- Euro, European Commission Website: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

خامساً: البنية التحتية للسوق المالية The financial market infrastructure :

يشارك نظام اليورو في العديد من المبادرات التي تهدف إلى تعزيز الكفاءة، وتحقيق المزيد من التكامل في الأسواق المالية بأوروبا؛ حيث يبحث عن طرق لتعزيز البنية التحتية للسوق المالية[1]، وذلك عن طريق توفير مجموعة من تسهيلات الدفع وأهمها نظام التحويل والتسوية الآلي للتسويات الفورية الإجمالية The Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET)؛ حيث يمكن من خلاله إجراء المعاملات المتعلقة بالسياسة النقدية بين البنوك المركزية الوطنية التابعة لنظام اليورو ومؤسسات الائتمان في الوقت المناسب وبطريقة آمنة. بدأ نظام TARGET عملياته في 4 كانون الثاني عام 1999 أي بعد أيام قليلة من إطلاق اليورو، ويُستخدم لجميع المدفوعات المرتبطة ب:

1-عمليات السياسة النقدية لمنطقة اليورو.

2-تسوية القسم المتعلق باليورو في عمليات الصرف الأجنبي التي تشمل منطقة اليورو.

3-عمليات تسوية الأنظمة ذات القيم الكبيرة التي تتعامل مع التحويلات باليورو.

أما بالنسبة للمدفوعات الأُخرى مثل المدفوعات بين البنوك والمدفوعات التجارية باليورو، يتمتع المشاركون في السوق بحرية استخدام TARGET أو نظام دفع آخر[2].

وتشمل خدمات TARGET ثلاثة أنواع:

1- نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية (TARGET 2)

The Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system 2, (operated by the Euro system).

2- نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية للسندات (T2S)

TARGET 2-SECURITIES

3- تسوية المدفوعات الفورية المستهدفة (TIPS)

Target instant payment settlement

وكل منهم يتم تسويته من خلال أموال البنك المركزي.

---

[1] منذ إطلاق اليورو عام 1999، ساهم بشكل كبير في إعادة تشكيل وتوحيد البنية التحتية للمدفوعات ذات القيمة الكبيرة. ولمزيد من التفاصيل انظر:

ECB. (2019, April).

Deutsche Bundesbank. (2004, July).

[2] ECB. (2006). PP.99:100.

1- نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية (TARGET 2):

هو نظام التسوية الإجمالية الفورية Real Time Gross Settlement (RTGS) الذي يمتلكه ويديره نظام اليورو، تم إطلاقه في تشرين الثاني عام 2007، وظهر كإعادة تصميم ل TARGET حيث استُبدل بالكامل به في شهر آذار عام 2008. يقوم بتسوية المدفوعات المتعلقة بعمليات السياسة النقدية في منطقة اليورو، وكذلك المعاملات المصرفية من مصرف إلى آخر والمعاملات التجارية؛ حيث يمكن للبنوك المركزية والمصارف التجارية تقديم طلبات الدفع باليورو إلى TARGET2، وتتم معالجتها وتسويتها بأموال البنك المركزي (أي الأموال المحتجزة في حساب لدى أحد البنوك المركزية). وهذا يجعل TARGET2 حجر الأساس للتكامل المالي في منطقة اليورو، حيث أنها تتيح التدفق الحر للأموال عبر الحدود، وتدعم تنفيذ السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي. وهكذا فإن TARGET2 هو نظام دفع يمتلكه ويديره النظام الأوروبي، وهو منصة أوروبية لمعالجة المدفوعات ذات القيمة الكبيرة، وتستخدمها كل من البنوك المركزية والمصارف التجارية لمعالجة المدفوعات باليورو[1].

عند حدوث الأزمة المالية ارتفعت أرصدة TARGET2 بسبب الحاجة إلى توفير مساعدات السيولة للنظام المصرفي الأوروبي، ولكن بعد الأزمة، وبعد اتخاذ التدابير المناسبة لاستعادة الثقة في الملاءة الحكومية[2]، لم تعد مساعدات السيولة ضرورية وانخفضت أرصدة TARGET2 [3].

وختاماً يمكننا القول إنه لا يمكن استخدام TARGET2 لخلق السيولة، وإنما الغرض الوحيد منها هو تحويل السيولة (أي أموال البنك المركزي). أما توفير وخلق السيولة فيمكن اعتباره أحد المهام الرئيسية لأي بنك مركزي، والطريقة الدقيقة التي يتم من خلالها تحقيق ذلك في منطقة اليورو يقررها مجلس الحكام[4] Governing Council في البنك المركزي الأوروبي كجزء من سياسته النقدية[5].

---

[1] ولدى البنوك المركزية للدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي، والتي لم تعتمد اليورو حتى الآن خيار المشاركة في TARGET2، وتسوية المدفوعات باليورو عبر المنصة.

[2] يقصد بالملاءة الحكومية قدرة الحكومة على سداد المدفوعات المطلوبة منها، وتلبية نفقاتها، وتؤدي عدم الملاءة أو الإعسار عادة إلى الإفلاس بالنسبة للحكومة، وهذا يؤدي بدوره إلى التخلف عن السداد وفقدان القدرة على الاقتراض.

[3] Jobst, Martin, Holzfeind. (2012, January).

[4] مجلس الحكام هو الهيئة الرئيسية لصنع القرار في البنك المركزي الأوروبي. يتكون من أعضاء المجلس التنفيذي الستة، بالإضافة إلى حكام البنوك المركزية الوطنية لبلدان منطقة اليورو، يجتمع المجلس مرتين في الشهر في مقر البنك المركزي الأوروبي في فرانكفورت، وكل ستة أسابيع: يقوم بتقييم التطورات الاقتصادية والنقدية ويتخذ قراراته المتعلقة بالسياسة النقدية. وفي الاجتماعات الأخرى: يناقش المجلس المسائل المتصلة بالمهام والمسؤوليات الأخرى للبنك المركزي الأوروبي والنظام الأوروبي مثل: الاستقرار المالي ، والإحصاءات ، والأوراق النقدية ، والشؤون القانونية ، والإشراف المصرفي، والهدف من هذا هو ضمان الفصل بين السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي وغيرها من المهام المتعلقة بمسؤولياته الإشرافية. ولمزيد من التفاصيل حول مجلس الحكام انظر:

Governing Council, Decision-making, Organization, About, ECB Website:

https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.en.html

[5] Deutsche Bundesbank. (2011).

2- نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية للسندات TARGET 2-SECURITIES (T2S) :

أحدثت هذه الخدمة ثورة في تسوية الأوراق المالية في أوروبا؛ لأنها أنهت إجراءات التسوية المعقدة عبر الحدود والمشكلات الناجمة عن ممارسات التسوية المختلفة بين البلدان. فمن خلال هذه الخدمة: لدينا منصة مشتركة يمكن من خلالها تحويل الأوراق المالية والنقدية بين المستثمرين في جميع أنحاء أوروبا (حالياً 20 دولة أوروبية تستخدم T2S)، حيث تدفع المصارف قيمة الأوراق المالية على المنصة باستخدام حساباً مفتوحاً لدى البنك المركزي، وبالتالي فإن الأموال المستخدمة لتسوية المعاملات هي أموال البنك المركزي، ونتيجة لذلك يتم تقليل مخاطر المعاملات إلى حد كبير.

تم إطلاق مشروع T2S رسمياً بوساطة مجلس الحكام في 17 حزيران عام 2008، وهو مشروع مملوك من قبل نظام اليورو ويُدار من قبل أربعة بنوك مركزية تابعة لنظام اليورو (بنوك فرنسا وألمانيا وأيطاليا وإسبانيا)، وذلك بتنسيق من البنك المركزي الأوروبي. ومن خلال خلق فرص متكافئة لتسوية معاملات الأوراق المالية، فإن T2S ليست فقط خطوة رئيسية نحو تكامل أكبر للأسواق المالية في أوروبا[1]، بل إنها تحفز المنافسة أيضاً، وسيكون أثرها محسوساً خارج منطقة اليورو لأنها تسمح أيضاً بتسوية الأوراق المالية بعملات غير اليورو، ويعتمد هذا بطبيعة الحال على استعداد البنك المركزي لجعل أمواله متاحة للتسوية في T2S [2].

يتم توفير T2S من قبل النظام الأوروبي للسوق الأوروبية. وتم تطويرها كمشروع غير ربحي، حيث تم تشغيلها بهدف واضح وهو تغطية تكاليفها بالكامل، وبالتالي يمكن استبعاد أي إمكانية بإقامة النظام الأوروبي سلوك احتكاري موجه للربح. وتطورت هذه الخدمة على مدار أربعة مراحل لإعداها:

المرحلة1: سميت مرحلة التحضير. وتضمنت دراسة الجدوى الأساسية لT2S، وتحديد متطلبات المستخدمين لها.

---

[1] يعتبر تكامل السوق المالية ضرورياً لاتحاد نقدي فعال، ومهم أيضاً للاستقرار المالي .وذلك لأن أنظمة الدفع والتسوية المتكاملة والآمنة والفعالة تعني: يمكن أن تنتقل السياسة النقدية بسلاسة في جميع أنحاء منطقة اليورو، ويمكن نقل الأصول المالية بكفاءة وأمان بغض النظر عن الحدود. ويحاول النظام الأوروبي زيادة مستوى التكامل من خلال ضمان تحديد المعايير والقواعد والعمليات المنسقة وتنفيذها من قبل السوق المالية.
وفي أيلول 2005 نشر البنك المركزي الأوروبي مجموعة أولى من مؤشرات التكامل وتقريراً لتقييم حالة التكامل المالي في منطقة اليورو. ومنذ ذلك الحين، تطور العمل على التكامل المالي وأصبح هناك نشر لتقرير سنوي عن التكامل.
ولمزيد من التفاصيل حول تكامل السوق المالية في أوروبا انظر:

ECB. (2018, May).

[2] TARGET2-Securities, Payment systems, Tasks, Deutsche Bundesbank Euro system Website:

https://www.bundesbank.de/en/tasks/payment-systems/target2-securities

المرحلة2: سميت مرحلة المواصفات، حيث تم فيها (بعد عملية إدخال متطلبات المستخدمين) تحديد المواصفات التفصيلية Detailed Specification (DS) والمواصفات العامة General Specification (GS) وإنشاء المواصفات الوظيفية العامة General Functional Specification (GFS) والتصميم الفني العام General Technical Design (GTD).

المرحلة3: وسميت مرحلة التطوير، حيث بدأ العمل من خلالها في التطوير سواء كان في تطوير البرمجيات أو المواصفات أو الأجهزة، وذلك بعد تحديد المواصفات كلها في المرحلة السابقة.

المرحلة4: وسميت مرحلة الاختبار، ففي النهاية وقبل أن تبدأ العمليات، تم اختبار الخدمة بشكل كامل في هذه المرحلة. وبمجرد الانتهاء من هذه الاختبارات بنجاح، تم ترحيل حسابات الأوراق المالية للبنوك المركزية ولمستودعات إيداع الأوراق المالية المركزية Central Securities Depositories (CSDs) [1].

وتتلخص آلية عمل T2S بإيجاز فيما يلي:

إن أي شخص يريد المشاركة في تسوية معاملات الأوراق المالية باستخدام T2S، فهو بحاجة إلى حساب أوراق مالية مع أحد مستودعات إيداع الأوراق المالية المركزية (CSDs)المرتبطة ب T2S، وحساب نقدي مخصص مع أحد البنوك المركزية المتصلة بالخدمة Dedicated Cash Account (DCA). وفي كل معاملة تتم مطابقة تعليمات التسوية من CSDs والبنك المركزي بواسطة T2S، وتتم تسوية المعاملة على أساس التسليم مقابل الدفع Delivery-Versus-Payment (DVP)، أي أن قيمة الأموال و الأوراق المالية تتغير في الوقت نفسه. وتتم المعاملات باستخدام أموال البنك المركزي مما يقلل من المخاطر [2].

وختاماً يمكننا القول بأن خدمة T2S تضع الأسس لسوق واحدة لتسوية الأوراق المالية، وبالتالي تسهم في تحقيق تكامل أكبر للسوق المالية في أوروبا عن طريق:

1. هذه الخدمة تسهل على المستثمرين شراء الأوراق المالية في دول الاتحاد الأوروبي.
2. تقليل تسوية الأوراق المالية عبر الحدود.
3. زيادة المنافسة بين مقدمي خدمات ما بعد التجارة (أي خدمات المقاصة والتسوية) في أوروبا [3].

---

[1] Deutsche Bundesbank. (2017, March).

[2] T2S , Target services, payments &Markets, ECB Website:
https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/html/index.en.html

[3] حيث تساهم مستودعات إيداع الأوراق المالية المركزية والأطراف الأُخرى في هذه الخدمة إلى حد كبير في الحفاظ على البنى التحتية لما بعد التجارة، والتي تحمي الأسواق المالية وتمنح المشاركين الثقة في أن معاملات الأوراق المالية يتم تنفيذها بشكل صحيح وفي الوقت المناسب.
ولمزيد من التفاصيل انظر موقع قانون الاتحاد الأوروبي:
https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0648

4. تقليل مخاطر التسوية وزيادة الاستقرار المالي باستخدام أموال البنك المركزي للمعاملات على المنصة[1].

3- تسوية المدفوعات الفورية المستهدفة Target instant payment settlement (TIPS)[2]:

هي خدمة جديدة للبنية التحتية للسوق، أطلقها نظام اليورو في تشرين الثاني عام 2018، و تم تطويرها كامتداد ل TARGET 2 وتسوية المدفوعات من خلال أموال البنك المركزي، حيث تقدم تسوية نهائية وغير قابلة للإلغاء للمدفوعات الفورية باليورو، وذلك في أي وقت من اليوم وفي أي يوم من أيام السنة. وبفضلها يمكن للأفراد والشركات تحويل الأموال بين بعضهم البعض في ثوانٍ (بغض النظر عن ساعات العمل لبنكهم المحلي)، وذلك بتخصيص جزء من السيولة لديهم في حساب مخصص مفتوح مع البنك المركزي الخاص بهم والذي يمكن من خلاله تسوية المدفوعات الفورية[3]. وبالنسبة لمراحل العمل فيها فتتم كالآتي:

1. يرسل أحد المشاركين ويسمى المشارك المرسِل رسالة معاملة فورية إلى TIPS.
2. يثبّت TIPS المعاملة ويحتفظ بالمبلغ الذي سيتم تحويله.
3. يوجه TIPS معاملة الدفع إلى المشارك المستلِم للحصول على القبول منه.
4. يرسل المشارك المستلِم رداً إيجابياً إلى TIPS .
5. يقوم TIPS بإجراء التسوية ويؤكدها على كل من المشارك المرسِل والمشارك المستلِم.

وختاماً يمكن القول إنّ هناك نوعين من ميزات TIPS من شأنها أن تساعد في تحقيق قابلية الوصول إلى جميع أنحاء أوروبا وهي:

1. تستند TIPS إلى (SCT Inst) SEPA instant credit transfer وهو مخطط للمدفوعات الفورية لعموم أوروبا[4].
2. تم تطوير TIPS كامتداد ل TARGET 2 والتي لديها شبكة واسعة من المشاركين في جميع أنحاء أوروبا.

---

[1] T2S, Target services, payments &Markets, ECB Website:
https://www.ecb.europa.eu/paym/target/t2s/html/index.en.html

[2] TIPS, Target services, payments &Markets, ECB Website:
https://www.ecb.europa.eu/paym/target/tips/html/index.en.html

[3] من الممكن إلى إضافة أموال إلى حسابات TIPS خلال ساعات عمل TARGET 2 فقط.

[4] تم اعتماده بالفعل من قبل أكثر من 2000 من مقدمي خدمات الدفع في 16 دولة.

سادساً: ترتيبات التداول وتشكيل الأسعار:

1-ترتيبات التداول[1]:

توفر البورصة Stock Exchange آلية لنقل ملكية الأسهم من طرف إلى آخر، وتقوم بوظيفتين رئيسيتين هما توفير السيولة وتشكيل السعر. ويؤدي ذلك دوراً حاسماً بالنسبة للمستثمرين؛ حيث يسمح لهم بإعادة توزيع ما يمتلكونه من الأصول بتكلفة منخفضة، مما يمكنهم من إدارة المخاطر الخاصة بهم وفقاً لتفضيلاتهم الشخصية. وتوفر البورصة أيضاً مجموعة من القواعد التي يتم بموجبها نقل الطلبات، ومطابقتها، وتنفيذ الصفقات، وحماية حقوق المشاركين، وتوفير القدرة على التنبؤ، وتقييد الاحتيال والتلاعب في السوق، والتأكد من أن أعضاء البورصة يتمتعون بجدارة ائتمانية كافية[2].

تطورت أنظمة التداول على مر السنين لتوفر للمشاركين في السوق أنظمة تداول بديلة، والتنسيق الأكثر شيوعا لتداول الأسهم يتم من خلال سجل الأوامر المركزي central limit order book (CLOB) في البورصة، وهي عبارة عن منصة تجمع الطلبات المعلقة المقدمة إلى البورصة بناءً على الأولوية وتطابق أوامر البيع والشراء المقابلة وفقاً لقواعد التداول. ومن الخصائص المهمة لها هي قدرة المشاركين في السوق على رؤية الطلبات المعلقة التي تم تقديمها ويعرف ذلك بشفافية ما قبل التجارة.

وأكثر أنواع الأوامر الأساسية التي يمكن للمشاركين إرسالها إلى سجل الأوامر CLOB هي أوامر السوق Market Order والأوامر المحددةLimit Order. تحدد الأوامر المحددة الحجم والحد الأقصى للسعر الذي يكون فيه المشارك مستعداً لشراء الورقة المالية، أو تحدد الحجم والحد الأدنى للسعر الذي يكون فيه المشارك مستعداً لبيع الورقة المالية. أما أوامر السوق فتحدد حجم التداول للشراء أوالبيع، بأقصى سرعة، وبأفضل سعر مُتاح.

يُنظر لأوامر السوق على أنها محتجزة للسيولة، في حين أن الأوامر المحددة تقوم بتوفير السيولة، وذلك لأن أمر السوق يتم ملؤه على الفور بأوامر محددة معلقة على الجانب الآخر في السوق. ومع ذلك في حال وجود أمر محدد وعدم وجود طرف مقابل يمكن تنفيذ الأمر من خلاله، عندها يتم إضافة الأمر المحدد إلى CLOB.

ويُعرف المشاركون الذين يصدرون الأوامر المحددة باسم صُنّاع السوق. وعن طريق نشر كل من أوامر الشراء والبيع المحددة: يسعى صُنّاع السوق إلى تحقيق ربح من خلال نشر سعر بيع أعلى من سعر الشراء، ويُعرف هذا باسم فرق السعر بين العرض والطلب حيث يُنظر إلية بالنسبة لصانعي السوق كتعويض عن خدمة

---

[1] تم الاعتماد على:

Oxera Consulting LLP. (2019, March). PP.20:21.

Foucault. (2012, April).

[2] بعض البورصات توفر خدمات أُخرى مثل خدمات ما بعد التداول وخدمات تحليل البيانات.

توفير السيولة. وتقوم CLOB بتفصيل جميع الأوامر المحددة المعلقة مع الأحجام والأسعار. ويكون المشاركون في السوق أكثر اهتماماً بأعلى أمر شراء محدد وأقل أمر بيع محدد، ويُعرفان معاً بأفضل عرض وطلب BBO (Best Bid and Offer). أما الفرق بينهم فيُعرف باسم فرق السعر بين العرض والطلب bid–ask spread ويقصد بالسعر المتوسط mid–price نقطة الوسط بين أفضل عرض وطلب.

2- آلية تشكيل الأسعار[1]:

إن تشكيل الأسعار هو العملية التي يتم من خلالها دمج المعلومات في الأسعار، وعندما تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة يقال أن الأسعار كفوءة، ويمكن اعتبار الأسعار الكفوءة بمثابة توقعات السوق ككل حول القيمة الحقيقية للأصول بالنظر إلى المعلومات المتاحة. ويمكن القول أنه عندما يكون السعر كفوءاً فإننا نعني أنه لا يمكن لأحد يتداول بمعلومات معروفة علنياً أن يحقق أرباح غير عادية (تتجاوز التعويض العادل عن المخاطر التي تم تحملها) وهذا أمر أساسي لفرضية السوق الكفوءة التي أدخلها الخبير الاقتصادي يوجين فاما Eugene Fama في 1970.

ومع تطور البورصة أصبحت المعلومات المقدمة من خلالها أكثر قيمة للمستخدمين، بحيث أصبحت أكثر موثوقية وإفادة. حيث يوجد هناك العديد من الأنشطة التي تقوم بها البورصات لجعل عملية تشكيل الأسعار موثوقة وفعالة. بعض هذه الأنشطة يوفر فوائد مباشرة، والبعض الآخر يوفر فوائد بشكل غير مباشر، ويمكن تقسيم هذه الأنشطة إلى عدة مجموعات كما يلي:

2-1-مكان الاجتماع Meeting Place:

تدور المجموعة الأولى من الأنشطة حول ضمان أن يكون للمشاركين في السوق مكان، يمكنهم من خلاله الإشارة إلى قراراتهم في التداول وبأي سعر وحجم يريدون. تاريخياً: تم توفير ذلك من خلال ردهة البورصة. أما في الوقت الحاضر: تحدث غالبية عمليات تداول الأسهم الأوروبية في مكان افتراضي، حيث تتم مطابقة الطلبات الكترونياً عبر محرّك للمطابقة. ولضمان استمرارية وسلامة عملية تشكيل الأسعار، تقوم البورصات بالمحافظة على أنظمتها ومراقبتها باستمرار وتحسينها.

2-2-الاتصال Connectivity:

تتعلق المجموعة الثانية من أنشطة البورصة باتصال المتداولين. فإلى جانب البنية التحتية التي تقوم عليها معالجة الطلبات، يحتاج المشاركون إلى الوصول لمكان التداول. أما في حالة وجود مكان افتراضي، فهذا يعني أن الاستثمار يتم عن طريق الشبكات دون وجود أي مكان للتداول.

[1] Oxera Consulting LLP. (2019, March). PP.17:22.

2-3-المشاركون Participants:

تهدف المجموعة الثالثة من أنشطة البورصة إلى ضمان جذب مكان التداول لمجموعات متنوعة من المشاركين، حيث تم تصميم هذه الأنشطة لتشجيع صنّاع السوق على المشاركة. وتسعى البورصات إلى جذب تدفقات الطلبات من مجموعة متنوعة من المشاركين سواء كانو مستثمرين أفراد أو مؤسسات.

2-4-وضع القواعد Rule Setting:

تحيط المجموعة الرابعة من أنشطة البورصة بوضع قواعد عملية تشكيل الأسعار، مما يسهل إمكانية التنبؤ بها. وتعتبر الطريقة التي تنظم بها البورصة القواعد التي يتم من خلالها ترتيب الطلبات ومطابقتها أمراً بالغ الأهمية لعملية تشكيل الأسعار. وتحدد قواعد التداول أيضاً حقوق الملكية للمشاركين في السوق وتحميهم من الاحتيال والتلاعب، وتهدف إلى تقليل تكاليف المعاملات المرتبطة بالتداول.

2-5-المتابعة والمراقبة Monitoring And Enforcement:

تركز المجموعة الخامسة من أنشطة البورصة على متابعة ومراقبة تطبيق قواعد التداول. تقليدياً: كانت هذه العملية ذاتية التنظيم، ولكن الآن يقوم بها عدد من المنظمين لمنع مخاطر التقلبات المفرطة (ويقصد بالتقلبات هنا تعديل أو إلغاء طلبات التداول) وتعطيل عملية تشكيل الأسعار، وتساعد هذه الأنشطة على ضمان موثوقية طلبات التداول التي يتم تقديمها إلى السجل المركزي، وتساهم في عملية تشكيل الأسعار بدلاً من تعطيلها. ويتأثر تشكيل الأسعار أيضاً بوفورات الحجم Economies of Scale، بمعنى كلما زاد عدد المستثمرين في السوق والراغبين في الشراء أو البيع عند أو بالقرب من السعر الحالي، كلما أصبح الفارق بين العروض ضيقاً وانخفضت كلفة التداول، لذلك تسعى البورصات لفسح المجال للمستثمرين على نطاق واسع.

3-فوائد عملية تشكيل الأسعار[1]:

إن الخصائص المرغوب فيها في أي عملية تشكيل أسعار هي الدقة والسرعة، حيث يجب أن تتكيف الأسعار بسرعة ودقة مع الأخبار. وعندما يتحقق ذلك، فإن الأسعار تعكس التوقعات بشأن القيمة الحقيقية للأصل بشكل أفضل. والمستفيدون النهائيون في عملية تشكيل الأسعار الكفوءة هم المستثمرون ومديرو الصناديق والجهات التنظيمية و.....إلخ، الذين يتخذون القرارات بناءً على هذه الأسعار. وتجذب عملية تشكيل الأسعار الجيدة المزيد من الوسطاء، وبالتالي المزيد من إصدارات الأوراق المالية، مما يزيد من عدد المستثمرين الذين يرغبون في التداول عند السعر الحالي أو بالقرب منه؛ وبالتالي فإن تشكيل الأسعار بهذه الطريقة يحقق مجموعة من المزايا أهمها:

[1] Oxera Consulting LLP. (2019, March). P.30.

3-1- أسواق أكثر كفاءة More Efficient Markets:

فالسوق الكفوءة التي تعمل بشكل جيد، يكون فيها السعر الحالي للأصل هو أفضل تقدير للسعر المستقبلي، عندها يؤدي تشكيل الأسعار هذا إلى التقليل من صدمات الأسعار المُكلفة.

3-2-أسواق عادلة Fairer Markets:

تتطلب العدالة في الأسواق عملية تشكيل سعر موثوق بها مع اكتشاف وردع المتلاعبين. وتسهل مجموعة القواعد وأنشطة التداول في البورصة المعاملة العادلة لتدفقات الطلبات وتشكيل الأسعار بشكل موثوق، مما يدعم عدالة السوق.

3-انخفاض تكلفة رأس مال الشركات Lower Cost of Capital For Businesses:

عندما تكون الأسواق كفوءة بحيث يتم دمج المعلومات بسرعة وفعالية في تسعير الأصول، فإن ذلك سوف يسهم في الحد من تقلبات أسعار الأصول وبالتالي في انخفاض تكلفة رأس المال.

سابعاً: الوساطة المالية:

تأخذ الوساطة المالية مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات تساعد على تنشيطه؛ فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية، وخاصة مع كبر حجم المبادلات، حيث تقوم هذه الفئة بالتوفيق بين رغبات أطراف التعامل أي بين طالبي وعارضي رؤوس الأموال.

ويمكن تعريفها بكونها عملية جلب موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أُخرى. أما الوسطاء الماليين منهم الأشخاص الطبيعيون أو المعنويون الذين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار، وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.

ويمكن للباحثة تعريف الوسيط المالي بأنه كيان يمكن أن يكون شخص طبيعي أو معنوي، يعمل كوسيط بين طرفين في معاملة مالية، ويقدم عدداً من الفوائد مقابل عمولة محددة، حيث يقوم بتوجيه الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض من رأس المال (المُدخرين)، إلى أولئك الذين يحتاجون إلى أموال للقيام بنشاط معين (المُستثمرين).

ويشمل الوسطاء الماليين في الأسواق المالية الأوروبية فئتين هما[1]:

1. المؤسسات النقدية والمالية Monetary and Financial Intermediaries (MFIs).
2. الوسطاء الماليون الآخرون Other Financial Intermediaries (OFIs).

تشتمل المؤسسات النقدية والمالية على نظام اليورو (البنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية للبلاد التي اعتمدت اليورو)، والمؤسسات الائتمانية، والمؤسسات غير الائتمانية (صناديق أسواق المال بشكل رئيسي) التي يتلخص نشاطها في تلقي الودائع من جهات أُخرى غير المؤسسات المالية النقدية ومنح الائتمان، و/أو الاستثمار في الأوراق المالية.

والغالبية العُظمى من المؤسسات النقدية والمالية في منطقة اليورو هي مؤسسات ائتمانية (أي مصارف تجارية، مصارف ادخار، مصارف بريدية، مصارف تعاونية....إلخ)، والتي يمكن تعريفها بأنها الأطراف المقابلة لعمليات السياسة النقدية للبنك المركزي، لأنها تمنح الائتمان للأُسر والشركات، ولاسيما الائتمان الذي تم الحصول عليه من البنك المركزي، فهي ضرورية لنقل أثر قرارات السياسة النقدية للاقتصاد.

ويشمل قطاع الوسطاء الماليين الآخرين شركات التأمين، وصناديق التقاعد، والمساعدين الماليين، وصناديق الاستثمار، وتجار الأوراق المالية، والشركات المالية العاملة في الإقراض. ويشمل أيضا المؤسسات التي تم إنشاؤها بوساطة المؤسسات المالية النقدية لتسهيل توريق القروض[2] التي يتم الاحتفاظ بها في الميزانية العمومية لهذه المؤسسات.

وختاماً يمكننا القول أن الفرق الرئيسي بين MFI وOFI هو أن المؤسسات المالية النقدية يمكنها أن تأخذ ودائع من الجمهور، في حين يتم تمويل OFI عن طريق وسائل أُخرى على سبيل المثال عن طريق إصدار أوراق مالية، وتخضع OFI لمتطلبات تنظيمية أقل صرامة من MFI .

---

[1] تم الاستفادة عند الحديث عن فئتي الوسطاء الماليين من:

ECB. (2011, May). PP.48-52.

Financial intermediaries, Structure of the euro area economy, Monetary Policy, ECB Website:

https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/intermediaries/html/index.en.html

[2] التوريق هو أحد الأنشطة المالية المستحدثة التي يمكن عن طريقها قيام إحدى المؤسسات المالية المصرفية أو غير المصرفية بتحويل الحقوق المالية، المضمونة بأصول، إلى منشأة متخصصة ذات غرض خاص (شركة التوريق) بهدف إصدار أوراق مالية جديدة مقابل هذه الحقوق، و التي تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية. لذلك يتمثل مصطلح التوريق في تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول. ويمكن القول أن التوريق هو نهج أكثر كفاءة لإدارة المخاطر حيث تتحقق هذه الكفاءة من خلال تقاسم المخاطر.

ولمزيد من التفاصيل عن التوريق انظر:

جبرائيل. (2013). ص 14.

ECB. (2019, February. P.5.

وفي نهاية هذا المبحث يمكن للباحثة القول أن الأسواق المالية الأوروبية تُعد كبقية الأسواق المالية مكان التقاء نموذجي للمستثمرين، حيث تجمع بين طلب المشترين وعرض البائعين، وتحدد الأسعار بناءً على مطابقة الطلب مع العرض المتاح، وإحدى الوظائف المهمة لها كبورصة هي عملية جمع المعلومات ونشرها، والتي تضمن إعلام المشاركين في السوق بشكل كافٍ عن أسعار الأصول التي يتم تداولها، بحيث يمكنهم اتخاذ قرارات تجارية صحيحة. وبالنسبة للسوق النقدية في منطقة اليورو، يمكن القول أنها تتكون من عدة قطاعات منها القطاع المضمون والذي يتكون من معاملات اتفاقيات إعادة الشراء اليومية (سواء للإقراض أو الاقتراض) المقومة باليورو، والتي تستحق لمدة تصل إلى سنة واحدة. والتي يجريها وكيل إعداد التقارير reporting agent مع الشركات المالية (باستثناء البنوك المركزية التي لا تتم فيها المعاملات لأغراض الاستثمار) والحكومة، وكذلك مع الشركات غير المالية المصنفة كشركات جملة وفقاً لإطار تغطية السيولة في بازل3 Liquidity Coverage Ratio(LCR). والقطاع غير المضمون والذي يغطي جميع عمليات الاقتراض المقومة باليورو مع استحقاق لمدة تصل إلى سنة واحدة، من الشركات المالية (باستثناء البنوك المركزية التي لا تتم فيها المعاملات لأغراض الاستثمار) والحكومة، وكذلك من الشركات غير المالية المصنفة كشركات جملة وفقاً لإطار تغطية السيولة في بازل3 (LCR). وجميع القروض المقومة باليورو والمقدمة إلى مؤسسات ائتمانية مع استحقاق يصل إلى سنة واحدة. ويضم أيضاً الودائع غير المضمونة وحسابات التوفير، وإصدار أوراق دين قصيرة الأجل بمعدل ثابت أو متغير وأجل استحقاق أولي يصل إلى سنة واحدة. وقطاع مقايضة العملات الأجنبية والذي يتكون من معاملات مقايضة العملات الأجنبية بتواريخ استحقاق تصل إلى سنة واحدة (وتعرف على أنها معاملات بتاريخ استحقاق لا يتجاوز 397 يوم من تاريخ التسوية). وتتم عن طريق شراء أو بيع اليورو مقابل عملة أجنبية في تاريخ محدد على المدى القريب، والاتفاق على إعادة بيع العملة المشتراة في تاريخ استحقاق آجل متفق عليه مسبقاً.

أما بالنسبة لسوق رأس المال في منطقة اليورو فيشمل سوق الأسهم وسوق السندات بقسميها سندات الشركات والسندات السيادية.

ومع اندلاع الأزمة المالية العالمية حدث أكبر انخفاض بالنشاط في قطاعات السوق غير المضمونة، ويمكن تفسير التقلص في حجم التداول غير المضمون بالتحول المستمر إلى التمويل المضمون. حيث بقي السوق المضمون له أكبر شريحة من سوق النقد في منطقة اليورو واستمر بالنمو، وكانت الزيادة في قيمة التداول مدفوعة باستحقاقات تصل إلى شهر واحد، وهذه الزيادة يفسرها الاتجاه المستمر لخفض مخاطر ائتمان الطرف المقابل. أما بالنسبة لأسواق رأس المال فظهرت على أنها متخلفة مقارنة بالتطور والنضج الذي اتسم بهما الاقتصاد الأوروبي، حيث تم الاعتماد على النظام المصرفي. وبالتالي كانت المفوضية الأوروبية محقة في تحديد الحاجة إلى تطوير اتحاد حقيقي لسوق رأس المال CMU (Capital Market Union). حيث تعد CMU خطة لإنشاء سوق موحدة لرأس المال، الهدف منه هو الحصول على الأموال والاستثمارات عبر الاتحاد الأوروبي، بحيث يمكن أن تفيد المستهلكين والمستثمرين والشركات بغض النظر عن مكان وجودهم.

ويشارك نظام اليورو في العديد من المبادرات التي تهدف إلى تعزيز الكفاءة، وتحقيق المزيد من التكامل في الأسواق المالية بأوروبا؛ حيث يبحث عن طرق لتعزيز البنية التحتية للسوق المالية، وذلك عن طريق توفير مجموعة من تسهيلات الدفع وأهمها نظام التحويل والتسوية الآلي للتسويات الفورية الإجمالية The Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET) بأنواعه الثلاثة: نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية (TARGET 2) ونظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية للسندات (T2S) وتسوية المدفوعات الفورية المستهدفة (TIPS).

وبالنسبة لتداول الأسهم في البورصة، فيتم من خلال دفتر أوامر المركزي central limit order book (CLOB) ، وهي عبارة عن منصة تجمع الطلبات المعلقة المقدمة إلى البورصة بناءً على الأولوية وتطابق أوامر البيع والشراء المقابلة وفقاً لقواعد التداول. أما بالنسبة لتكوين الأسعار في البورصة، يوجد هناك العديد من الأنشطة التي تقوم بها البورصات لجعل عملية تكوين الأسعار موثوقة وفعالة. وتقسم هذه الأنشطة إلى عدة مجموعات. أما الوسطاء الماليين في الأسواق المالية الأوروبية فيشملو فئتين هما: المؤسسات المالية والنقدية Monetary Financial Intermediaries (MFIs)، والوسطاء الماليون الآخرون Other Financial Intermediaries (OFIs).

المبحث الثاني

بورصة فرانكفورت

تُعد بورصة فرانكفورت Frankfurt Stock Exchange (FSE) أحد أكبر المراكز التجارية للأوراق المالية في العالم، فهي أكبر البورصات الألمانية السبعة، حيث تبلغ حصتها في المبيعات بينهم حوالي 90%، وتُعد اليوم مركزاً تجارياً دولياً، وينعكس هذا على هيكل المشاركين فيها؛ فمن بين حوالي مئتي مشارك في السوق، نصفهم تقريباً من بلدان غير ألمانية. تعمل على تسهيل التداول الالكتروني وأنظمة التسوية وأنظمة المعلومات. وبالتالي فهي قادرة على تلبية الطلبات المتزايدة للتجارة عبر الحدود. ويعد نظام التداول الالكتروني الخاص بها (Xetra[1])، أحد منصات التداول الالكترونية الرائدة في العالم. ومع إطلاقه في عام 1997، نجحت بورصة فرانكفورت في تعزيز وضعها التنافسي، كما أوجدت ظروف عمل جذابة للمستثمرين الأجانب والمشاركين في السوق[2].

سيبدأ المبحث بالتعريف بنشأة بورصة فرانكفورت، ومجلس البورصة، ثم سننتقل للحديث عن مجلس الإدارة، ومكتب المراقبة التجارية، وأهم المؤشرات في البورصة.

أولاً: نشأة بورصة فرانكفورت (لمحة تاريخية):

في بداية القرن السادس عشر: كانت مدينة فرانكفورت مزدهرة لدرجة تم وصفها بالحفرة الفضية والذهبية للإمبراطورية الألمانية. وخلال هذا القرن تمت هجرة التجار الهولنديين والفرنسيين الذين تعرضوا للاضطهاد إليها، وأصبحت تجارة الجملة راسخة فيها. واستقطبت التجار من جميع أنحاء أوروبا؛ ولذلك كانت عمليات الدفع حينها تتم من خلال مجموعة كبيرة ومتنوعة من العملات المعدنية؛ الأمر الذي سبب إرباكاً كبيراً للمبادلات والتسويات،

---

[1] نظام Xetra هو نظام تداول الكتروني دولي، نجح منذ بداية إطلاقه حيث كان أحد أنظمة التداول الالكترونية الأولى في العالم، ويضم حالياً أكثر من 90% من إجمالي تداولات الأسهم في بورصة فرانكفورت. ويُعتبر واحد من أنجح منصات التداول الالكترونية في العالم حيث يقدم جميع أنواع الأوراق المالية للتداول الالكتروني مثل الأسهم والعقود والسندات. ويمتلك أكثر من 60% من حصة السوق في جميع أنحاء أوروبا.
ولمزيد من التفصيل انظر الموقع الرسمي لنظام xetra:

/https://www.xetra.com/xetra-en

[2] Frankfurt Stock Exchange (under public law), Our company, Deutsche Börse Group Website:

https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/frankfurt-stock-exchange

وجعل من السهل ممارسة الربا والخداع. ولتفادي ذلك الإرباك، اجتمع التجار عام 1585 لوضع الحلول المناسبة ولاسيما تحديد أسعار صرف موحدة. وقد شكل هذا الحدث لحظة ولادة بورصة فرانكفورت[1].

ومنذ ذلك اليوم أصبحت تجتمع مجموعة من التجار بشكل دوري لتحديث أسعار الصرف الموحدة والملزمة للمعاملات في الأوراق النقدية والعملات المعدنية. وفي ألمانيا عام 1605: تم توثيق اسم بورس[2] (Burse أو Börse) كتسمية لهذا الاجتماع[3].

وظهرت أول ورقة عروض أسعار رسمية عرضت متوسط أسعار اثني عشر فئة من العملات في عام 1625. واستمرت الاجتماعات في الميدان المفتوح أمام مبنى بلدية فرانكفورت. وفي عام 1666: تم إدراج أول قواعد ولوائح للبورصة، و إنشاء إدارة رسمية لها[4]. وفي عام 1990: تم نقل إدارة وتشغيل بورصة فرانكفورت من غرفة فرانكفورت للتجارة والصناعة Frankfurt Chamber of Commerce and Industry إلى شركة Frankfurter Wertpapierbörse AG التي تأسست في ذلك الوقت، وأصبحت Deutsche Börse AG بعد وقت قصير. وبذلك تشكلت بورصة فرانكفورت المعروفة اليوم[5].

ثانياً: مجلس البورصة Exchange Council[6]:

---

[1] History of the Frankfurt Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange (under public law), Our company, Deutsche Börse Group Website:
https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/frankfurt-stock-exchange/history-of-the-frankfurt-stock-exchange

[2] المصطلح بورس يأتي من القرن الخامس عشر من مدينة بروج البلجيكية، حيث وصفت هذه الكلمة اجتماعاً دورياً للتجار الإيطاليين الأغنياء في سوق Ter Buerse Plaza.

[3] Al-Ameer, Hammad, Ismail, Hamdan. (2018).

[4] في عام 1694: انتقل التجار إلى مبنى Grober Braunfels في Liebfrauenbery الذي تم اختياره كمكان ثابت لاجتماعهم باعتباره المبنى الأكثر أهمية والأوسع، وبدأ التداول المنتظم فيها بالقرن الثامن عشر.

[5] History of the Frankfurt Stock Exchange, Frankfurt Stock Exchange (under public law), Our company, Deutsche Börse Group Website:
https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/frankfurt-stock-exchange/history-of-the-frankfurt-stock-exchange

[6] Exchange Council, Frankfurt Stock Exchange (under public law), Our company, Deutsche Börse Group Website:
https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/frankfurt-stock-exchange/exchange-council

هو أعلى سلطة إدارية في بورصة فرانكفورت، وهو المعني بمناقشة القضايا والتطورات الأساسية في شركة Frankfurter Wertpapierbörse. ويضم المجلس الحالي 18 عضواً، تم انتخابهم في 28 تشرين الثاني عام 2019 ولمدة ثلاث سنوات. وتم عقد اجتماعه التأسيسي في 23 كانون الثاني لعام 2020.

ويُعد مجلس البورصة مسؤولاً عن تعيين مجلس الإدارة التنفيذية والإشراف عليه. كما يتطلب من مجلس الإدارة موافقة مجلس البورصة على جميع المسائل ذات الأهمية الأساسية. وعلاوة على ذلك، يصدر مجلس البورصة قواعد البورصة ولوائح الرسوم وشروط المعاملات في البورصة.

ثالثاً: مجلس الإدارة التنفيذية Management Board:

هو سلطة إدارية عامة بموجب القانون الإداري، يجوز له إصدار إجراءات إدارية موجهة إلى أطراف أُخرى. وتستند الأسس القانونية لأنشطته إلى قانون البورصة. ووفقاً لأحكام هذا القانون فإن مجلس الإدارة مسؤول عن إدارة بورصة فرانكفورت. ومن أبرز مهامه[1]:

1- السّماح للأشخاص والشركات بالتداول.
2- اتخاذ القرارات بشأن بدء وتعليق وإيقاف التداول في البورصة.
3- اتخاذ قرارات تحديد أسعار الأوراق المالية.
4- تحديد إجراءات التنظيم والأعمال في بورصة فرانكفورت.
5- الحفاظ على النظام في مباني وقاعات التداول.

كما يُعد مجلس الإدارة مسؤولاً عن إدارة الخدمات العامة للصرافة، ويضمن تنفيذ القوانين والمراسيم والشروط والأحكام القياسية وأمور أُخرى ذات صلة بالصرف. ويجوز له أيضاً إسناد المسؤولية عن تنفيذ هذه المهام إلى أشخاص آخرين.

رابعاً: مكتب المراقبة التجارية Trading Surveillance Office[2] (TSO) :

[1] Management board, Frankfurt Stock Exchange (under public law), Our company, Deutsche Börse Group Website:
https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/frankfurt-stock-exchange/management-board

[2] Trade Surveillance HÜSt, Know-How, Frankfurt Stock Exchange Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/about/organisation-der-boerse/handelsueberwachungsstelle-huest

مكتب المراقبة التجارية هو هيئة إشراف مستقلة عن البورصة، ويراقب الأسواق. يشرف على آلية تحديد الأسعار والسلوك السليم للتجارة الأرضية بالإضافة إلى التداول الالكتروني عبر Xetra . ويحل المخالفات ويبلّغ الهيئات الإشرافية ومجالس إدارة البورصات، ويجري التحقيقات اللازمة في حال حدوث أي انتهاكات.

خامساً: المؤشرات الرئيسية لبورصة فرانكفورت:

1-مؤشر DAX:

يُعد مؤشر DAX (Deutscher Aktien index) أهم مؤشر للأسهم الألمانية، تم إطلاقه في 1 تموز عام 1988، يمثل حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المدرجة في ألمانيا، ويقيس أداء أفضل 30 شركة في بورصة فرانكفورت[1]، وتتضمن هذه الشركات كل من[2]:

adidas AG, Allianz SE, BASF SE, Bayer AG, BMW AG St, Continental AG, Covestro AG, Daimler AG, Delivery Hero SE, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Post AG, Deutsche Telekom AG, Deutsche Wohnen SE, E.ON SE, Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA St, Fresenius SE & Co. KGaA, Heidelberg Cement AG, Henkel AG & Co. KGaA Vz, Infineon Technologies AG, Linde plc, Merck KGaA, MTU Aero Engines AG, Münchener Rück AG, RWE AG St, SAP SE, Siemens AG, Siemens Energy AG, Volkswagen AG Vz, Vonovia SE.

2-مؤشر MDAX:

تم إطلاق MDAX في 19 كانون الثاني عام 1996. يقيس أداء 60 شركة متوسطة الحجم إما شركات ألمانية وإما شركات أجنبية تعمل بشكل أساسي في ألمانيا، وهي أكبر الشركات بعد الثلاثين شركة التي يقيس أداءها مؤشر DAX من حيث القيمة السوقية ومعدل الدوران[3]، وتتضمن هذه الشركات كل من[4]:

---

[1] Deutsche Börse Group. (2018, May).

[2] DAX , Real-time quotes, Equities, Frankfurt Börse Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/equities/realtime-quotes/DE0008469008

[3] Deka MDAX ETF launched on Xetra, Press releases, Media, Deutsche Börse Group Website:
https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/media/press-releases/Deka-MDAX-ETF-launched-on-Xetra-496928

[4] MDAX , Real-time quotes, Equities, Frankfurt Börse Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/equities/realtime-quotes/DE0008467416

Airbus SE, AIXTRON SE, alstria office REIT-AG, Aroundtown SA, Aurubis AG, AUTO1 Group SE, Bechtle AG, Beiersdorf Aktiengesellschaft, Brenntag SE, CANCOM SE, Carl Zeiss Meditec AG, Commerzbank AG, CompuGroup Medical SE & Co. KGaA, CTS Eventim AG & Co. KGaA, Deutsche Lufthansa AG, Dürr AG, Encavis AG, Evonik Industries AG, EVOTEC SE, Fraport AG, freenet AG, Fuchs Petrolub SE Vz, GEA Group Aktiengesellschaft, Gerresheimer AG, Grand City Properties S.A., Hannover Rück SE, Hella KGaA Hueck & Co., HelloFresh SE, HOCHTIEF AG, Hugo Boss AG, K+S Aktiengesellschaft, KION GROUP AG, Knorr-Bremse AG, LANXESS AG, LEG Immobilien AG, MorphoSys AG, Nemetschek AG, Nordex SE, Porsche Automobil Holding SE, ProSiebenSat.1 Media SE, PUMA SE, Qiagen N.V., Rational AG, Rheinmetall AG, Sartorius AG Vz, Scout24 AG, Shop Apotheke Europe, Siemens Healthineers AG, Software AG, Ströer Media SE, Symrise AG, TAG Immobilien AG, TeamViewer AG, Telefónica Deutschland Holding AG, thyssenkrupp AG, Uniper SE, United Internet AG, Varta AG, Wacker Chemie AG, Zalando SE.

3-مؤشر SDAX:

تم إطلاق SDAX في 21 كانون الثاني عام 1999، يقيس أداء 70 شركة تأخذ مرتبة أدنى مباشرة بعد الشركات التي يقيس أداءها مؤشر MDAX من حيث القيمة السوقية ومعدل الدوران[1]. وتتضمن هذه الشركات كل من[2]:

1&1 AG, Aareal Bank AG, ADLER Group S.A., ADVA Optical Networking SE, Amadeus Fire AG, ATOSS Software AG, BayWa AG vNa, Befesa SA, Bilfinger SE, Borussia Dortmund GmbH & Co. KGaA, Ceconomy St, CEWE Stiftung & Co. KGaA, Dermapharm Holding SE, Deutsche EuroShop AG, Deutsche Pfandbriefbank AG,

[1] SDAX, Overview, Know-how, Frankfurt Börse Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/sdax

[2] SDAX , Real-time quotes, Equities, Frankfurt Börse Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/equities/realtime-quotes/DE0009653386

Deutz AG, DIC Asset AG, Drägerwerk AG & Co. KGaA Vz, DWS Group GmbH & Co. KGaA, Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG, ElringKlinger AG, Fielmann AG, flatexDEGIRO AG, Global Fashion Group S.A, Grenke AG, HAMBORNER REIT AG NA O.N., Hamburger Hafen und Logistik AG, HENSOLDT AG, home24 SE, HORNBACH Holding AG & Co. KGaA, Hypoport SE, Indus Holding AG, Instone Real Estate Group, Jenoptik AG, Jost Werke AG, Jungheinrich AG, Klöckner & Co SE, Krones AG, KWS SAAT SE & Co. KGaA, LPKF Laser & Electronics AG, Medios AG, Metro AG (St), Nagarro SE, NEW WORK SE, NORMA Group SE, PATRIZIA AG, Pfeiffer Vacuum Technology AG, RTL Group S.A., S&T AG, SAF-HOLLAND SE, Salzgitter AG, Schaeffler AG, SGL CARBON SE, Siltronic AG, Sixt SE St, SMA Solar Technology AG, Stabilus S.A., STRATEC SE, Südzucker AG, SÜSS MicroTec SE, TAKKT AG, Talanx Aktiengesellschaft, Traton SE, Vantage Towers AG, VERBIO Vereinigte BioEnergie AG, Vossloh AG, Wacker Neuson SE, Westwing Group AG, ZEAL NETWORK SE NA O.N., zooplus AG.

4-مؤشر TecDAX:

تم إطلاق TecDAX في 24 آذار عام 2003، يقيس أداء أفضل 30 شركة ألمانية من حيث التكنولوجيا، والتي تأخذ مرتبة أدنى بعد الشركات التي يقيس أداءها مؤشر DAX من حيث القيمة السوقية ومعدل الدوران[1]. وتتضمن هذه الشركات كل من[2]:

1&1 AG, AIXTRON SE, Bechtle AG, CANCOM SE, Carl Zeiss Meditec AG, CompuGroup Medical SE & Co. KGaA, Deutsche Telekom AG, Drägerwerk AG & Co. KGaA Vz, Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG, EVOTEC SE, freenet AG, Infineon Technologies AG, Jenoptik AG, LPKF Laser & Electronics AG, MorphoSys AG, Nemetschek AG, Nordex SE, Pfeiffer Vacuum Technology AG, Qiagen N.V., S&T AG, SAP SE, Sartorius AG Vz, Siemens Healthineers AG,

[1] TecDAX, Overview, Know-how, Frankfurt Börse Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/en/know-how/glossary/tecdax

[2] TecDAX , Real-time quotes, Equities, Frankfurt Börse Website:
https://www.boerse-frankfurt.de/equities/realtime-quotes/DE0007203275

Siltronic AG, SMA Solar Technology AG, Software AG, TeamViewer AG, Telefónica Deutschland Holding AG, United Internet AG, Varta AG.

وفي الختام يمكن للباحثة القول أن بورصة فرانكفورت تُعد أحد أكبر المراكز التجارية للأوراق المالية في العالم، وهي أكبر البورصات الألمانية السبعة. ويُعتبر عام 1585 هو ولادة هذه البورصة عندما اجتمع مجموعة من التجار في مدينة فرانكفورت لتحديد أسعار صرف موحدة للمبادلات والتسويات. وتم توثيق اسم بورس كتسمية لهذا الاجتماع عام 1605. وفي عام 1666 تم إدراج أول قواعد ولوائح البورصة وإنشاء إدارة رسمية لها، أما عام 1990 فتم نقل إدارة وتشغيل بورصة فرانكفورت من غرفة فرانكفورت للتجارة والصناعة Frankfurt Chamber of Commerce and Industry إلى شركة Frankfurter Wertpapierbörse AG التي تأسست في ذلك الوقت، وأصبحت Deutsche Börse AG بعد وقت قصير. وبذلك تشكلت بورصة فرانكفورت المعروفة اليوم.

وبالنسبة لمجلس البورصة فهو أعلى سلطة إدارية في بورصة فرانكفورت، وهو المعني بمناقشة القضايا والتطورات الأساسية في شركة Frankfurter Wertpapierbörse. ويُعد مجلس البورصة مسؤولاً عن تعيين مجلس الإدارة التنفيذية والإشراف عليه. كما يتطلب من مجلس الإدارة موافقة مجلس البورصة على جميع المسائل ذات الأهمية الأساسية. أما مكتب المراقبة التجارية فهو هيئة إشراف مستقلة عن البورصة ويراقب الأسواق، ويشرف على آلية تحديد الأسعار والسلوك السليم للتجارة الأرضية بالإضافة إلى التداول الالكتروني عبر Xetra .

وبالنسبة للمؤشرات الرئيسية لبورصة فرانكفورت فهي مؤشر DAX ومؤشر MDAX ومؤشر SDAX ومؤشر TecDAX.

تناول الفصل الثاني من هذه الرسالة (الأسواق المالية الأوروبية) مبحثين:

تم الحديث في المبحث الأول (تعريف بالأسواق المالية الأوروبية) عن السوق النقدية في منطقة اليورو وسوق رأس المال في منطقة اليورو، والتطورات الرئيسية فيهما بعد أزمة 2008. وعن خدمات البنية التحتية للأسواق المالية وأهمها نظام التحويل والتسوية الآلي للتسويات الفورية الإجمالية The Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET) بأنواعه الثلاثة: نظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية (TARGET 2) ونظام التحويل والتسوية الآلي الثاني للتسويات الفورية الإجمالية للسندات (T2S) وتسوية المدفوعات الفورية المستهدفة (TIPS). وتم الحديث أيضاً عن ترتيبات التداول وتشكيل الأسعار والوسطاء الماليين في الأسواق المالية الأوروبية بفئتيهما المؤسسات المالية والنقدية والوسطاء الماليين الآخرين.

أما المبحث الثاني (بورصة فرانكفورت) فتم الحديث فيه عن نشأة بورصة فرانكفورت ومجلس البورصة فيها ومجلس الإدارة التنفيذية بالإضافة إلى مكتب المراقبة التجارية وأهم المؤشرات الرئيسية فيها.

الفصل الثالث

أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية

سنتناول في هذا الفصل تحليل أثر السياسات النقدية غير التقليدية على أداء الأسواق المالية الأوروبية، وتحديد مدى نجاحها في تحقيق الأهداف المرجوة منها، وذلك من خلال دراسة تجربة البنك المركزي الأوروبي وأثرها في بورصة فرانكفورت؛ حيث يعد البنك المركزي الأوروبي واحداً من أهم البنوك المركزية في العالم، والذي اعتمد على أدوات السياسة النقدية غير التقليدية بشكل أساسي عند إدارته للسياسة النقدية، والتي تمثلت مهمتها الأساسية (بعد أزمة 2008) في تحفيز الاقتصاد والتخلص من الانكماش والركود الناجم عن تلك الأزمة، التي امتدت لتشمل كل مناحي الاقتصاد ومن بينها الأسواق المالية. أما بورصة فرانكفورت فتُعد أحد أكبر المراكز التجارية للأوراق المالية في العالم، فهي أكبر البورصات الألمانية السبعة. بالإضافة إلى ضرورة استخلاص بعض النتائج المهمة والبحث في إمكانية الاستفادة منها في سورية.

وهكذا سيتضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث. المبحث الأول عبارة عن آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية غير التقليدية، والمبحث الثاني أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت، أما المبحث الثالث فسيكون عن إمكانية الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي في سورية.

المبحث الأول

آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية غير التقليدية

يُعد تتبع آلية نقل السياسة النقدية غير التقليدية نقطة انطلاق طبيعية لفهم كيف وإلى أي مدى تكون تدابير السياسة النقدية غير التقليدية فعّالة في التخفيف من الاضطرابات المالية، واستعادة تدفق الائتمان في الأسواق المالية.

والقناتان الرئيسيتان اللتان تم اقتراحهما فيما يتعلق بآلية النقل هما قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة[1].

1-قناة التوقعات:

بدايةً لا بد من القول أن فعالية سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة تعتمد على قناة التوقعات؛ حيث يقوم البنك المركزي بالإشارة إلى الأسواق عن نواياه في الموقف المُستقبلي للسياسة النقدية. ويتمثل التوجيه المستقبلي في إبلاغ البنك المركزي للجمهور بتوقعاته بشأن المسار المُستقبلي المتوقع لسعر الفائدة؛ وذلك من أجل التأثير على توقعات العملاء حول المسار المستقبلي لسعر الفائدة وموقف السياسة النقدية[2]، وهذا ما يدعى بقناة التوقعات، والتي تكمن أهميتها في جانبين:

الأول: التأثير المستقبلي للقرارت، بمعنى أن كل التوقعات في المستقبل يمكن أن تؤثر وبشكل مباشر في الوضع الحالي.

الثاني: إن السلطات النقدية يمكن أن تؤدي دوراً مهماً في التأثير على سلوك المتعاملين في السوق النقدي وذلك من خلال متغير سعر الفائدة، والذي يعتبر إشارة للتوقعات قصيرة الأجل التي توجه الأسواق، وبالتالي يمكن للسياسة النقدية عبر ذلك المتغير أن ترسل إشارة (معلومة) حول توجهاتها في إطار السياسة الاقتصادية الكلية (السيطرة على التضخم، تحفيز النمو الاقتصادي...الخ)[3].

وبشكل عام يمكن القول إن توقعات ارتفاع معدلات الفائدة سوف تؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم؛ حيث إن ارتفاع معدلات الفائدة سيؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية لعوائد الأسهم، وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم. وبالعكس، ستؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى ارتفاع القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية

[1] Kragiopoulos. (2013, February). P.13.

[2] Kragiopoulos. (2013, February). P.13.

[3] محمد. (2020). ص 107.

لعوائد الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم[1]. ومن ناحية أخرى، إن ارتفاع معدلات الفائدة يجعل من الإيداع في البنوك بديلاً أكثر جاذبية من الاستثمار في الأسهم، ونتيجة لذلك يقل الطلب على الأسهم في أسواق الأوراق المالية؛ والسبب في ذلك هو تفضيل الإيداع في البنوك كوسيلة لاستثمار المدخرات على الأسهم، وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم[2].

وفي النهاية يمكن القول أن مصداقية البنك المركزي لها أهمية رئيسية من أجل استخدام هذه القناة بشكل فعّال، حيث يمكن للبنك المركزي الذي يتمتع بدرجة عالية من المصداقية أن يؤثر على توقعات العملاء حول المسار المستقبلي لسعر الفائدة[3].

2-قناة رصيد المحفظة:

بدايةً لابد من القول أن فعالية سياسة التيسير الكمي تعتمد على قناة المحفظة؛ حيث تشمل هذه القناة على استخدام البنك المركزي لميزانيته بكثافة؛ من أجل زيادة كمية الاحتياطات في النظام المصرفي، والدخول في عمليات شراء مباشرة للأوراق المالية والأدوات المالية الأُخرى.

وأوضح Tobin من خلال نظريته الشهيرة (Q Theory) أن هنالك علاقة إيجابية بين العرض النقدي وأسعار الأسهم، إذ أوضح أن زيادة العرض النقدي يمكن أن يؤدي لارتفاع أسعار الأسهم، وهو ما يعرف بأثر الثروة، وإن آلية انتقال آثار الصدمات النقدية إلى الأسواق المالية، ومن ثم للنشاط الاقتصادي، تفسر من خلال نموذج المحفظة المالية؛ فعند زيادة عرض النقود في الاقتصاد، يجد المستثمرون أن حصة النقود ضمن ثروتهم قد ازدادت، مما يدفعهم لتعديل هذه الحصص من خلال شراء الأصول المالية، مما يساهم بزيادة أسعارها نتيجة لزيادة الطلب، أي أن التغير في العرض النقدي يخلق أثر الثروة، والذي يخل بالتوازن في المحفظة المالية للمستثمرين، مما يدفعهم لإعادة النظر في الأصول المالية لمحفظتهم الاستثمارية، وهذا التعديل يؤدي لنشوء توازن جديد، يتم فيه تغيير مستوى أسعار الأصول المختلفة، مما يجعل هذه الأسواق تتأثر نتيجة لتغيير عرض النقود.

---

[1] العمر. (2009).

The Transmission of Monetary Policy, Explainers, Resources, Education, Reserve Bank Of Australia Website:
https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/the-transmission-of-monetary-policy.html

[2] كنعان ، الجشي. (2018).

[3] تم الاعتماد على:

Yılmaz, Ertürk, Eryılmaz. (2017, April). P.97.

Transmission mechanism, Introduction, Monetary policy, ECB Website:
https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html

وينتقل أثر تقلبات العرض النقدي إلى السوق المالية بشكلين مباشر وغير مباشر، وذلك على الشكل الآتي:

أ-آلية انتقال الأثر المباشر للعرض النقدي إلى الأسواق المالية:

عند قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقود (مع ثبات الطلب عليها)، ترتفع معدلات السيولة في الاقتصاد بشكل يفوق الحاجة لإجراء المعاملات المالية، مما يؤدي لزيادة الطلب الكلي على الأصول المختلفة، وبالتالي زيادة الأسعار، وهو ما ينعكس بشكل مباشر على أسعار الأصول المالية في أسواق المال.

ب-آلية انتقال الأثر غير المباشر للعرض النقدي إلى الأسواق المالية:

ويحدث هذا الأثر عبر قناة أسعار الفائدة والسندات، إذ إن زيادة العرض النقدي تؤدي لانخفاض أسعار الفائدة، وكون علاقة أسعار الفائدة بأسعار السندات عكسية، فإن انخفاض أسعار الفائدة ينجم عنه الارتفاع في أسعار السندات، وبالتالي انخفاض العائد عليها، مما يؤدي لتخفيض الطلب على السندات، وارتفاعه على الأسهم، مما يؤدي لزيادة أسعار الأسهم[1].

وترى نظرية المحفظة المالية أن بنية المحفظة المالية تتوقف على خصائص الأصول – وخصوصاً العوائد، والمخاطر، والاستحقاقات – بالإضافة إلى تفضيلات حائزي الثروة. فهي تتنبأ بأن التغيرات في شروط السوق، وخصائص الأصول، وحجم المحفظة وتفضيلات حائزي الثروة ستؤدي إلى إعادة تكوين للمحفظة وأن العلاقات المتبدلة بين مختلف الأصول سوف تعتمد على وجهات نظر حائزي الثروة لدرجة الإحلال والاستبدال والتكامل بين الأصول.

يمكن النظر إلى أن كل أصل من الأصول يؤمن عائداً وتتوقف طبيعة هذا العائد على الصفات الخاصة لذلك الأصل، وعلى سبيل المثال فإن العوائد على الأصول المالية سوف لن تعكس العوائد النقدية (مدفوعات الفوائد والأرباح) فقط بل هناك عوامل أُخرى مثل الحالة والسرعة التي يتم من خلالها تحويل هذه الأصول إلى نقد أيضاً، والثبات (أو حالة التأكد) في قيمتها الرأسمالية، ومخاطر التخلف عن السداد وغيرها. وهكذا فإن العائد من السند الحكومي يختلف عن العائد من السند التجاري لدى شركة خاصة، وذلك ليس بسبب الاختلاف في معدلات الفائدة النقدية فحسب بل بسبب وجود مخاطرة أقل في عدم سداد الحكومة لديونها كما هو الحال في ديون الشركة الخاصة. كما تؤمّن الأصول الحقيقية في الواقع عائداً على شكل تدفق في الخدمات، على سبيل المثال يوفر المنزل خدمات الإيواء، وتوفر الدراجة أو السيارة خدمات المواصلات. وينظر إلى النقد أنه يغل تدفقاً من الخدمات تتمثل على شكل الأمان والراحة المتولدة عن القبول العام به كوسيلة للدفع.

وتخضع العوائد التي يتم الحصول عليها من كل أصل إلى قانون الغلة المتناقصة Diminishing Returns: فكلما كانت الكمية المحتفظ بها من أصل معين أكبر كان العائد المتحصل من الوحدة الاضافية من

[1] كنعان، الجشي. (2018).

ذلك الأصل أقل. وستكون المحفظة المالية في حالة توازن عندما تكون العوائد الحدية Marginal Yields هي نفسها من جميع الأصول، أي عندما يؤمن إنفاق آخر ليرة على كل أصل العائد نفسه. وسوف يتغير الطلب على أي أصل بشكل طردي مع العائد الخاص به وعكسياً مع العائد على جميع الأصول الأخرى. وهكذا فإن الطلب على النقد كنسبة من أجمالي المحفظة المالية سيرتفع عندما ينخفض العائد على الأصول الأخرى، وسينخفض عندما ترتفع العوائد على الأصول الأخرى.

وإن تغيراً ما في العائد على أي أصل سوف يؤثر في الطلب على الأصول الأخرى من أجل الاحتفاظ بها، فأي زيادة ما في غلة السندات الحكومية طويلة الأجل على سبيل المثال سوف تؤثر في الطلب على السندات الحكومية قصيرة الأجل، وعلى الأسهم، وعلى رأس المال الحقيقي، بالإضافة إلى الطلب على النقد. وإن الحد الذي يتأثر به الطلب على أحد الأصول نتيجة لتغير ما في العائد على الأصل الآخر، يتوقف على مقدار قوة الإحلال فيما بينهما[1] .

وفي الختام يمكن للباحثة القول أن آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية غير التقليدية تتم عن طريق قناتين هما قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة. حيث تعتمد فعالية سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة على قناة التوقعات، بينما فعالية سياسة التيسير الكمي فتعتمد على قناة رصيد المحفظة. حيث توضح قناة التوقعات وجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم، أما قناة رصيد المحفظة فتوضح علاقة طردية بين زيادة العرض النقدي الناتج عن سياسة التيسير الكمي وبين أسعار الأسهم.

[1] Pierce, Tysome. (1985). P.23.

المبحث الثاني

أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت

تعد أسعار الأسهم من بين أكثر أسعار الأصول التي يتم مراقبتها عن كثب في الاقتصاد، وتعد عادة شديدة الحساسية للظروف الاقتصادية، وفي سياق آلية الانتقال النقدي من خلال الأسواق المالية، تؤثر إجراءات السياسة النقدية في أسعار الأسهم، حيث تؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في نقل قرارات السياسة النقدية.

وفي هذا الإطار سنقوم من خلال هذا المبحث بتحليل تأثير أدوات السياسة النقدية غير التقليدية والمتضمنة سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة، وسياسة التيسير الكمي (برامج شراء الأصول) المتبعة من قبل البنك المركزي الأوروبي، على أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت؛ وذلك من خلال دراسة العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية التي قام البنك بتخفيضها إلى مستويات صفرية وسالبة والتي تشمل معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشية وتسهيلات الودائع، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت[1]. حيث ستكون عينة الدراسة عبارة عن سلسلة زمنية شهرية من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. ودراسة العلاقة أيضاً بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول التي اتبعها البنك، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. حيث ستكون عينة الدراسة عبارة عن سلسلة زمنية شهرية من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وستتم دراسة هذه العلاقة عن طريق البرنامج الإحصائي Eviews 12. وقد تم تجميع البيانات فيما يخص كل من معدلات الفائدة الرئيسية وصافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول من خلال الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي (ECB). أما البيانات المتعلقة بأسعار الأسهم، فقد تم تجميعها من خلال الموقع الرسمي لبورصة فرانكفورت.

أولاً: اختبار العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية وأسعار الأسهم:

سيتم دراسة العلاقة بين كل من IR وIL وID مع EP. وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. وفيما يلي شرح موجز لكل متغير:

IR: يمثل معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية.

IL: يمثل معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية.

ID: يمثل معدل الفائدة على تسهيلات الودائع.

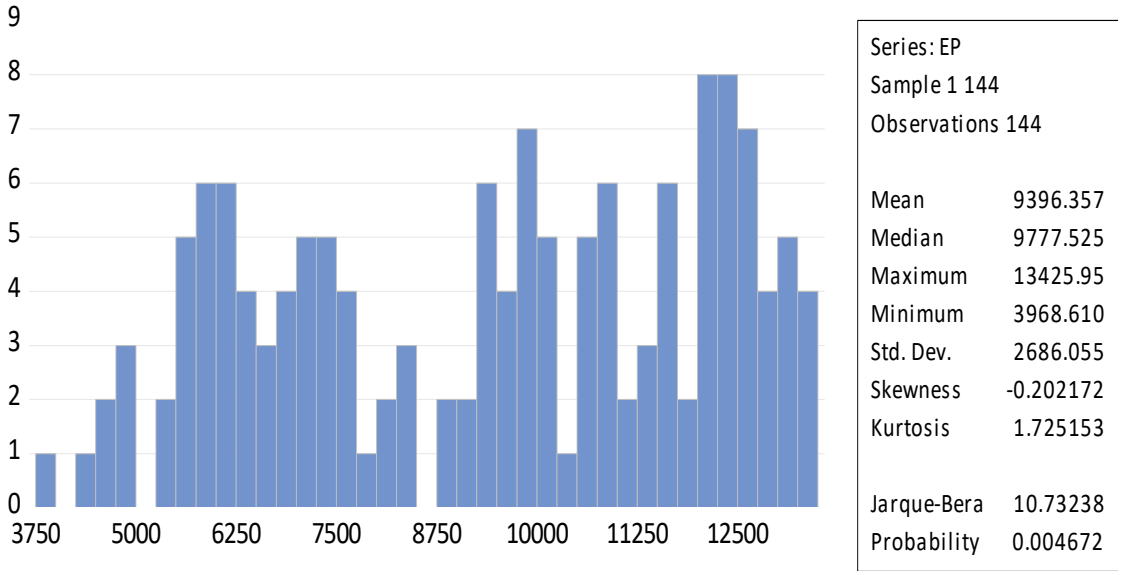
[1] انظر الملاحق: جدول رقم (7)، يتضمن بيانات أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت EP من عام 2009 حتى عام 2020 (فترة الدراسة).

EP: مؤشر أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت DAX.

1- الخصائص الإحصائية والتوزيع الطبيعي للمتغير التابع EP:

يوضح الشكل الآتي المؤشرات الإحصائية الوصفية للمتغير EP لمعرفة مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، كما يوضح أهم خصائص توزيع بيانات المتغير محل الدراسة باستخدام اختبار Jarque-Bera:

الشكل رقم (7): اختبار الوزيع الطبيعي للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12.



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

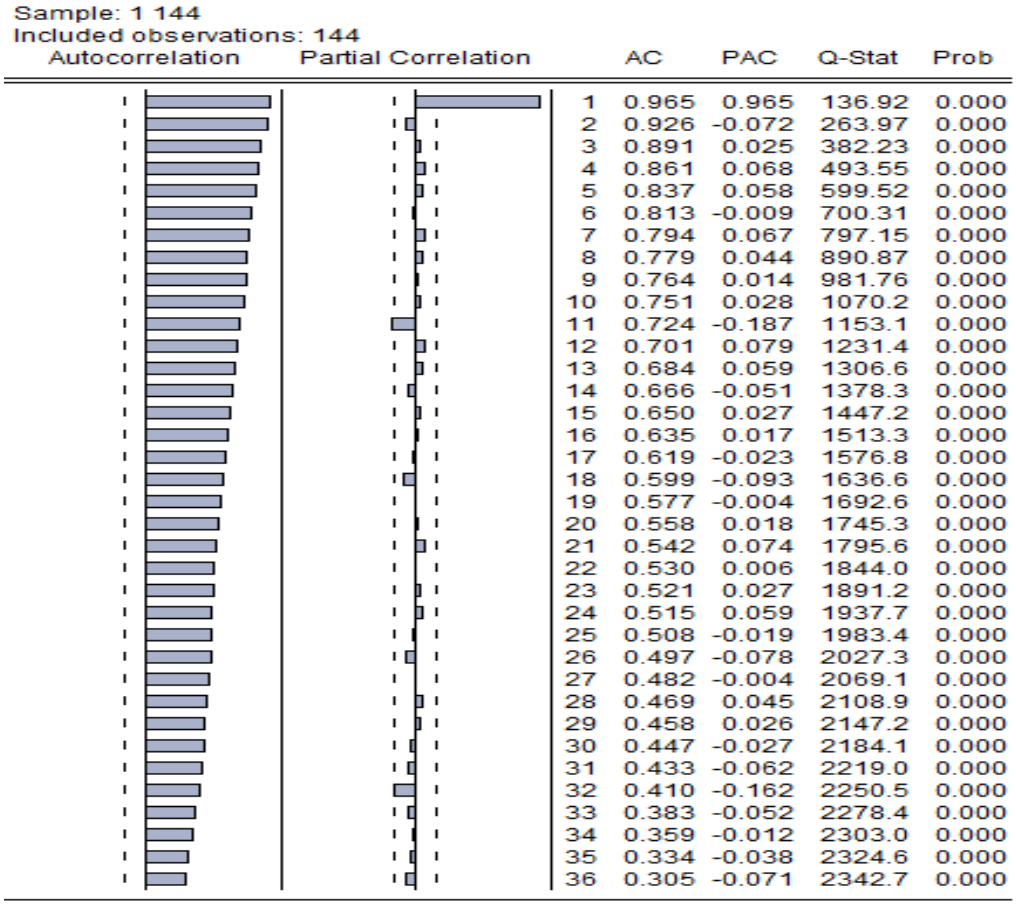
شهدت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت تذبذباً خلال الفترة المدروسة من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020، وقد بلغ أعلى سعر حوالي 13425.95 يورو في شهر 12 عام 2020، وبلغت 3968.61 يورو كأدنى سعر في شهر 3 عام 2009. وبلغ وسطي أسعار الأسهم حوالي 9396.357 يورو، بانحراف معياري قدره 2686.055 يورو؛ الأمر الذي يدل على وجود تذبذب عالي في أسعار الأسهم. كما نلاحظ أنها لا تخضع للتوزيع الطبيعي حيث بلغت قيمة Jarque-Bera أكبر من 5.99 وذلك عند مستوى دلالة أقل من0.05؛ ومنه لا نستطيع أن نقبل فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بعدم خضوع المتغير للتوزيع الطبيعي، وبالتالي لا يمكننا استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط في التحليل.

كما نلاحظ أن معامل الالتواء لايساوي القيمة المعيارية لمعامل الالتواء (المساوية للصفر) كي يتبع المتغير للتوزيع الطبيعي، وهذا يعني عدم تماثل البيانات حول وسطها الحسابي[1]، أما معامل التفلطح لايساوي القيمة المعيارية لمعامل التفلطح (المساوية للعدد ثلاثة) كي يتبع المتغير للتوزيع الطبيعي[2].

[1] تدل قيمة الالتواء السالبة هنا إلى ميل توزيع السلسلة نحو اليسار.

[2] تدل قيمة التفلطح الأصغر من ثلاثة هنا إلى أن توزيع السلسلة منبسط.

الشكل رقم (8): اختبار الارتباط الذاتي للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12.

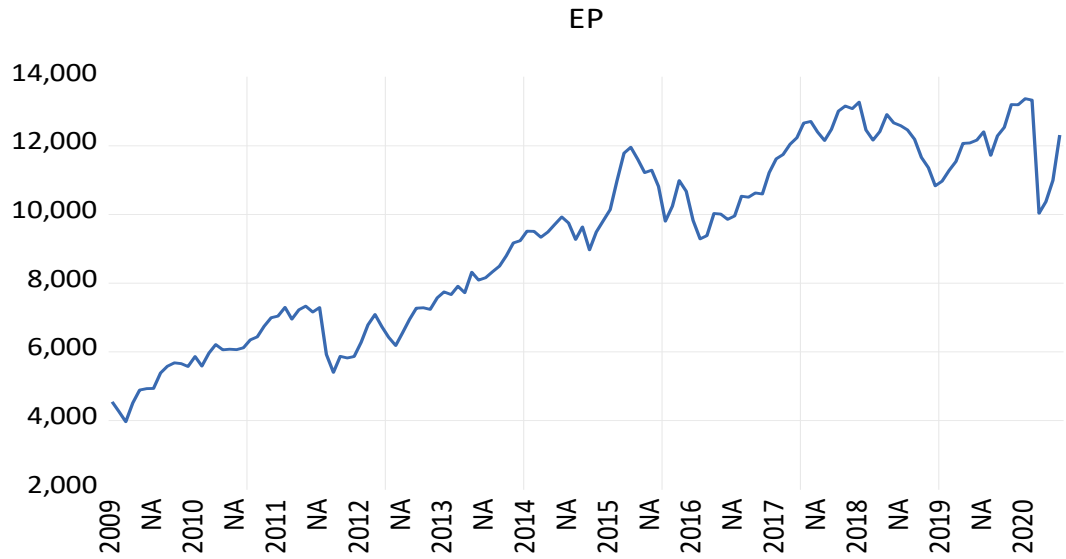

Sample: 1 144
Included observations: 144

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.965	0.965	136.92	0.000
		2	0.926	-0.072	263.97	0.000
		3	0.891	0.025	382.23	0.000
		4	0.861	0.068	493.55	0.000
		5	0.837	0.058	599.52	0.000
		6	0.813	-0.009	700.31	0.000
		7	0.794	0.067	797.15	0.000
		8	0.779	0.044	890.87	0.000
		9	0.764	0.014	981.76	0.000
		10	0.751	0.028	1070.2	0.000
		11	0.724	-0.187	1153.1	0.000
		12	0.701	0.079	1231.4	0.000
		13	0.684	0.059	1306.6	0.000
		14	0.666	-0.051	1378.3	0.000
		15	0.650	0.027	1447.2	0.000
		16	0.635	0.017	1513.3	0.000
		17	0.619	-0.023	1576.8	0.000
		18	0.599	-0.093	1636.6	0.000
		19	0.577	-0.004	1692.6	0.000
		20	0.558	0.018	1745.3	0.000
		21	0.542	0.074	1795.6	0.000
		22	0.530	0.006	1844.0	0.000
		23	0.521	0.027	1891.2	0.000
		24	0.515	0.059	1937.7	0.000
		25	0.508	-0.019	1983.4	0.000
		26	0.497	-0.078	2027.3	0.000
		27	0.482	-0.004	2069.1	0.000
		28	0.469	0.045	2108.9	0.000
		29	0.458	0.026	2147.2	0.000
		30	0.447	-0.027	2184.1	0.000
		31	0.433	-0.062	2219.0	0.000
		32	0.410	-0.162	2250.5	0.000
		33	0.383	-0.052	2278.4	0.000
		34	0.359	-0.012	2303.0	0.000
		35	0.334	-0.038	2324.6	0.000
		36	0.305	-0.071	2342.7	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

من شروط صحة التحليل أن يكون المتغير عشوائياً أي غير مرتبط ذاتياً، بحيث تكون قيمة المتغير اليوم لا تتأثر بقيمته في الفترة السابقة. وفرضية العدم في هذا الاختبار تتضمن عدم وجود ارتباط ذاتي، ونقبل هذه الفرضية عندما تكون القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Q-Stat أكبر من 0.05. ونلاحظ من الشكل (8) أعلاه أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Q-Stat أصغر من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بوجود ارتباط ذاتي للمتغير EP ، وبالتالي فإن المتغير غير عشوائي، وهذا يؤكد النتيجة السابقة بعدم القدرة على استخدام نموذج الانحدار الخطي في التحليل.

الشكل رقم (9): الشكل البياني للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12.



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

يظهر الشكل (9) أعلاه بصورة واضحة عدم استقرار سلسلة EP زمنياً، ويظهر وجود تذبذب واضح في أسعار الأسهم، وبالتالي فهي سلسلة غير مستقرة. وللتأكد من هذه النتيجة إحصائياً تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفق طريقة Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin (KPSS)، حيث يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange (LM)، بحيث نرفض فرضية الاستقرار إذا كانت الإحصائية المحسوبة (LMأكبر من القيمة الحرجة (critical values) الفرضية البديلة H_1 ، ونقبل استقرارية السلسلة إذا كانت الإحصائية المحسوبة أقل من القيمة الحرجة فرضية العدمH_0 . أي شرط استقرار السلسلة عند مستوى دلالة 5% هو: KPSS < critical value.

وبعد اختبار الاستقرار للمتغير EP عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) تبين أن المتغير EP غير مستقر عنده، وذلك بسبب تقلباته الكبيرة، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (0.165833)أكبر من قيمتها الحرجةcritical values (0.146000). وكذلك تبين أن المتغير غير مستقر عند المستوى Level (مع ثابت)، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (1.355540)أكبر من قيمتها الحرجة (0.463000). كما هي موضحة في الملاحق، جدول رقم (8) و(9). بينما استقرت السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه).

الجدول رقم (2): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: D(EP) is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 19 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.056970
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

نلاحظ من الجدول السابق تحقّق استقرار السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجةcritical values.

وبما أنه لاحظنا وجود تذبذب في أسعار الأسهم، وأن توزيع السلسلة غير طبيعي، وأنه مرتبط ذاتياً؛ وبالتالي شروط استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط OLS غيرمحققة، فلابد من الانتقال إلى نمذجة المتغير والعمل ضمن بيئة ARIMA، وذلك لأنها البيئة الأمثل في حال وجود تذبذب في أسعار الأسهم.

النموذج الذي تم التوصل إليه هو نموذج ARIMA(1,0) حيث يشير الرقم (1) إلى الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى، ويشير الرقم (0) إلى الوسط المتحرك من الدرجة صفر. وقد تم التوصل إلى هذا النموذج حيث تكون فيه قيمة معيار المفاضلة Schwarz criterion أصغر من النماذج الأُخرى.

الجدول رقم (3): نموذج ARIMA(1,0) للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12.

Dependent Variable: EP
Method: ARMA Maximum Likelihood (BFGS)
Date: 05/06/21 Time: 18:25
Sample: 1 144
Included observations: 144
Convergence achieved after 7 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9148.164	2654.332	3.446503	0.0007
AR(1)	0.991025	0.015990	61.97634	0.0000
SIGMASQ	225898.4	13581.85	16.63237	0.0000

R-squared	0.968471	Mean dependent var	9396.357
Adjusted R-squared	0.968024	S.D. dependent var	2686.055
S.E. of regression	480.3173	Akaike info criterion	15.23533
Sum squared resid	32529370	Schwarz criterion	15.29720
Log likelihood	-1093.944	Hannan-Quinn criter.	15.26047
F-statistic	2165.538	Durbin-Watson stat	1.702014
Prob(F-statistic)	0.000000		

Inverted AR Roots	.99

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

(بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (7) الموجود في الملاحق)

من خلال متابعة Schwarz criterion تبين لنا أن النموذج ARIMA وفق AR(1) و MA(0) يحقق أصغر قيمة لها، وبما أن قيمة ال Moving Average (MA) تساوي الصفر أي لايوجد متوسط متحرك وهذا يعني أنه من الممكن المتابعة دون العمل ضمن بيئة ARIMA.

2- اختبار أثر معدلات الفائدة(IR وIL وID) كمتغيرات مستقلة على المتغير التابعEP:

2-1- معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية IR:

أ) اختبار الاستقرار:

تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفق طريقة Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)، وبعد اختبار الاستقرار عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) تبين أن المتغيرIR غير مستقر عنده، وذلك بسبب تقلباته الكبيرة، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (0.264434)أكبر من قيمتها الحرجةcritical values (0.146000). وكذلك تبين أن المتغير غير مستقر عند المستوى Level (مع ثابت)، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (1.357764)أكبر من قيمتها الحرجة (0.463000). كما هي موضحة في الملاحق، جدول رقم (10) و(11). بينما استقرت السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه).

الجدول رقم (4): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IR من 2009/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: D(IR) is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.075537
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

نلاحظ من الجدول السابق تحقّق استقرار السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجةcritical values.

ب) بناء النموذج:

بما أن المتغيرين مستقران عند نفس الدرجة 1 سنقوم باختبار التكامل المشترك cointegration واذا كان هناك تكامل سنستخدم نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع Auto-regressive distributed lag (ARDL)[1]، أما اذا لم يكن هناك تكامل سننتقل إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهي Vectorial Auto Regressive (VAR)[2].

[1] لمزيد من التفصيل حول نموذج ARDL انظر:

Nkoro, Uko. (2016).

[2] لمزيد من التفصيل حول نموذج VAR انظر:

عطية. (2005). ص 737.

نقار، العواد. (2012).

الجدول رقم (5): نتائج اختبار التكامل المشترك بين EP وIR.

Date: 05/28/21 Time: 00:43
Sample (adjusted): 6 144
Included observations: 139 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: EP IR
Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.064514	11.19694	15.49471	0.1997
At most 1	0.013769	1.927169	3.841465	0.1651

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

أظهرت النتائج الإحصائية أنه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغير المستقلIR والتابع EP، لذلك سننتقل إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهي VAR الذي يدرس علاقة قيمة المتغير التابع اليوم مع القيم السابقة للمتغير التابع والمستقل. بدايةً سنقوم بتحديد فترة الإبطاء المثلى:

الجدول رقم (6): اختبار فترة الإبطاء المثلى.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: EP IR
Exogenous variables: C
Date: 05/28/21 Time: 01:18
Sample: 1 144
Included observations: 136

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1227.725	NA	244858.6	18.08419	18.12702	18.10160
1	-792.9474	850.3736	434.1922	11.74923	11.87773	11.80145
2	-774.4357	35.66242*	350.7700*	11.53582*	11.74998*	11.62285*
3	-772.1541	4.328202	359.7891	11.56109	11.86092	11.68293
4	-767.7915	8.147887	357.9489	11.55576	11.94126	11.71241
5	-762.6494	9.452262	352.1005	11.53896	12.01013	11.73043
6	-761.9367	1.289318	369.7106	11.58730	12.14413	11.81359
7	-758.9425	5.327848	375.4568	11.60210	12.24459	11.86319
8	-756.6815	3.956723	385.5010	11.62767	12.35583	11.92358

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبالنظر إلى معامل التفضيل Schwarz Criterion (SC) يتبين أن فترة الإبطاء المثلى هي 2.

الجدول رقم (7): نموذج VAR بين المتغيرين EPوIR.

Vector Auto regression Estimates
Date: 05/28/21 Time: 01:04
Sample (adjusted): 3 144
Included observations: 142 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	EP	IR
EP(-1)	1.005936	2.16E-06
	(0.08531)	(7.9E-06)
	[11.7918]	[0.27241]
EP(-2)	-0.142437	-8.08E-06
	(0.08110)	(7.5E-06)
	[-1.75626]	[-1.07199]
IR(-1)	-1160.705	1.617241
	(623.612)	(0.05796)
	[-1.86126]	[27.9029]
IR(-2)	491.0725	-0.660112
	(600.881)	(0.05585)
	[0.81725]	[-11.8200]
C	1614.113	0.069984
	(420.039)	(0.03904)
	[3.84277]	[1.79267]
R-squared	0.971487	0.992901
Adj. R-squared	0.970655	0.992694
Sum sq. resids	27975891	0.241660
S.E. equation	451.8889	0.041999
F-statistic	1166.970	4790.409
Log likelihood	-1067.052	251.2104
Akaike AIC	15.09933	-3.467752
Schwarz SC	15.20340	-3.363673
Mean dependent	9466.649	0.408028
S.D. dependent	2637.930	0.491355

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

مايهم الباحثة من الاختبار هو العمود الأول الذي يدرس أسعار الأسهم كمتغير تابع. وبالنظر إلى آخر رقم بين قوسين والذي يمثل قيمة ال Test Statistic والتي يجب أن تكون قيمتها أكبر من 1.96 (وهي القيمة المعيارية عند مستوى الدلالة 5%) حتى يكون الاختبار معنوياً، نجد أنها أكبر من 1.96 عند EP(−1) أي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهر (وهذا يدل على عدم كفاءة السوق). أما عند EP(−2) وعند IR(−1) وعند IR(−2) فنجد أنها أصغر من 1.96. وبالرغم من أن قيمة ال Test Statistic عند IR(−1) أصغر من 1.96 إلا أنها ليست أصغر بكثير ومازالت أكبر من 1.65 (وهي القيمة المعيارية عند مستوى الدلالة 10%)، وهذا يدل على وجودعلاقة بين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية قبل شهر، والعلاقة بينهم عكسية، ولكن تأثيرها أقل بقليل من الوضع الطبيعي.

وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهرين وبين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية قبل شهرين.

وتشير نتائج الاختبارات إلى الجودة النسبية للنموذج المقدّر من خلال نسبة معامل التحديد (R^2 =0.97) المرتفعة نسبياً، وتوضح أن النموذج يفسر 97% من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم. أما F-statistic فقد بلغت قيمتها أكبر من 1.96 وهذا يدل على معنوية النموذج.

وتم تقدير المعادلة على النحو التالي:

VAR Model:

==========

EP = C(1,1)*EP(-1) + C(1,2)*EP(-2) + C(1,3)*IR(-1) + C(1,4)*IR(-2) + C(1,5)

VAR Model - Substituted Coefficients:

==========

EP = 1.00593614694*EP(-1) - 0.14243703367*EP(-2) - 1160.70483399*IR(-1) + 491.072523842*IR(-2) + 1614.11344625

ت)اختبارات النموذج:

للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية، تم إجراء الاختبارات الآتية:

- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Var Residual Serial Correlation LM Tests:

والذي يقيس وجود ارتباط ذاتي لبواقي الأخطاء العشوائية أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي الأخطاء العشوائية، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ قيمة Prob في الاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (8): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 06/09/21 Time: 00:18
Sample: 1 144
Included observations: 142

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.175118	4	0.7036	0.543954	(4, 268.0)	0.7036
2	8.916569	4	0.0632	2.258073	(4, 268.0)	0.0632

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	2.175118	4	0.7036	0.543954	(4, 268.0)	0.7036
2	11.41340	8	0.1794	1.441230	(8, 264.0)	0.1794

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن قيمة Prob في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

- اختبار تجانس تباين الخطأ Var Residual Heteroskedasticity Tests:

والذي يقيس وجود تجانس بتباين الخطأ أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن وجود تجانس بتباين الخطأ، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ أول قيمة ل Prob في الجدول الثاني للاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (9): اختبار تجانس تباين الخطأ

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)
Date: 06/09/21 Time: 00:20
Sample: 1 144
Included observations: 142

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
41.06293	24	0.0164

Individual components:

Dependent	R-squared	F(8,133)	Prob.	Chi-sq(8)	Prob.
res1*res1	0.051758	0.907441	0.5124	7.349609	0.4994
res2*res2	0.195482	4.039552	0.0003	27.75847	0.0005
res2*res1	0.027892	0.477011	0.8707	3.960678	0.8607

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن أول قيمة ل Prob في الجدول الثاني للاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

2-2-معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية IL:

أ) اختبار الاستقرار:

تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفق طريقة Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS)، وبعد اختبار الاستقرار عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) تبين أن المتغيرIR غير مستقر عنده، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (0.267500)أكبر من قيمتها الحرجةcritical values (0.146000). وكذلك تبين أن المتغير غير مستقر عند المستوى Level (مع ثابت)، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (1.252167)أكبر من قيمتها الحرجة (0.463000). كما هي موضحة في الملاحق، جدول رقم (12) و(13). بينما استقرت السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه).

الجدول رقم (10): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IL من 2009/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: D(IL) is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.063541
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

نلاحظ من الجدول السابق تحقّق استقرار السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجةcritical values.

ب)بناء النموذج:

وبالآلية نفسها وبما أن المتغيرين مستقران عند نفس الدرجة 1 سنقوم باختبار التكامل المشترك cointegration واذا كان هناك تكامل سنستخدم نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع Auto-regressive distributed lag (ARDL)، أما اذا لم يكن هناك تكامل سننتقل إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهيVectorial Auto Regressive (VAR).

الجدول رقم (11): نتائج اختبار التكامل المشترك بين EP وIL.

Date: 05/28/21 Time: 01:57
Sample (adjusted): 6 144
Included observations: 139 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: EP IL
Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.060695	10.26262	15.49471	0.2611
At most 1	0.011154	1.559155	3.841465	0.2118

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

أظهرت النتائج الإحصائية أنه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغير المستقل IL والتابع EP، لذلك سننتقل إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهي VAR الذي يدرس علاقة قيمة المتغير التابع اليوم مع القيم السابقة للمتغير التابع والمستقل. بدايةً سنقوم بتحديد فترة الإبطاء المثلى:

الجدول رقم (12): اختبار فترة الإبطاء المثلى.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: EP IL
Exogenous variables: C
Date: 05/28/21 Time: 01:59
Sample: 1 144
Included observations: 136

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1274.201	NA	484998.7	18.76766	18.81049	18.78506
1	-828.6693	871.4066	734.2204	12.27455	12.40305	12.32677
2	-815.7842	24.82286*	644.3211*	12.14389*	12.35805*	12.23092*
3	-814.5201	2.398035	670.8511	12.18412	12.48395	12.30596
4	-811.4113	5.806128	679.8407	12.19723	12.58272	12.35388
5	-808.9121	4.594114	695.2350	12.21930	12.69046	12.41077
6	-808.8160	0.173871	736.6571	12.27671	12.83354	12.50299
7	-804.9930	6.802710	739.0433	12.27931	12.92181	12.54040
8	-803.5273	2.564872	767.7416	12.31658	13.04474	12.61249

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبالنظر إلى معامل التفضيل Schwarz Criterion (SC) يتبين أن فترة الإبطاء المثلى هي 2.

الجدول رقم (13): نموذج VAR بين المتغيرين EPوIL.

Vector Autoregression Estimates
Date: 05/28/21 Time: 01:58
Sample (adjusted): 3 144
Included observations: 142 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	EP	IL
EP(-1)	1.015314	8.41E-07
	(0.08531)	(1.2E-05)
	[11.9012]	[0.07244]
EP(-2)	-0.161214	-8.57E-06
	(0.08252)	(1.1E-05)
	[-1.95367]	[-0.76264]
IL(-1)	-527.2685	1.502377
	(528.139)	(0.07189)
	[-0.99835]	[20.8995]
IL(-2)	54.60652	-0.548143
	(532.304)	(0.07245)
	[0.10259]	[-7.56552]
C	1842.316	0.103711
	(493.503)	(0.06717)
	[3.73314]	[1.54398]
R-squared	0.971200	0.992963
Adj. R-squared	0.970359	0.992758
Sum sq. resids	28258179	0.523522
S.E. equation	454.1631	0.061817
F-statistic	1154.970	4832.985
Log likelihood	-1067.765	196.3240
Akaike AIC	15.10937	-2.694704
Schwarz SC	15.21344	-2.590626
Mean dependent	9466.649	0.862113
S.D. dependent	2637.930	0.726388

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

مايهم الباحثة من الاختبار هو العمود الأول الذي يدرس أسعار الأسهم كمتغير تابع. وبالنظر إلى آخر رقم بين قوسين والذي يمثل قيمة ال Test Statistic والتي يجب أن تكون قيمتها أكبر من 1.96 حتى يكون الاختبار معنوياً، نجد أنها أكبر من 1.96 عند EP(−1) فقط أي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهر (وهذا يدل على عدم كفاءة السوق). أما عند EP(−2) وعند IL(−1) وعند IL(−2) فنجد أنها أصغر من 1.96 أي لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهرين وبين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية قبل شهر وبين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية قبل شهرين.

وتشير نتائج الاختبارات إلى الجودة النسبية للنموذج المقدّر من خلال نسبة معامل التحديد (R^2 =0.97) المرتفعة نسبياً، وتوضح أن النموذج يفسر 97% من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم. أما F-statistic فقد بلغت قيمتها أكبر من 1.96 وهذا يدل على معنوية النموذج. وتم تقدير المعادلة على النحو التالي:

VAR Model:

==========

EP = C(1,1)*EP(−1) + C(1,2)*EP(−2) + C(1,3)*IL(−1) + C(1,4)*IL(−2) + C(1,5)

VAR Model − Substituted Coefficients:

==========

EP = 1.01531439233*EP(−1) − 0.161214078831*EP(−2) − 527.268461945*IL(−1) + 54.6065248594*IL(−2) + 1842.31646131

ت)اختبارات النموذج:

للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية، تم إجراء الاختبارات الآتية:

- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Var Residual Serial Correlation LM Tests: والذي يقيس وجود ارتباط ذاتي لبواقي الأخطاء العشوائية أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي الأخطاء العشوائية، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ قيمة Prob في الاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (14): اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

VAR Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 06/09/21 Time: 00:22
Sample: 1 144
Included observations: 142

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	6.036685	4	0.1964	1.520559	(4, 268.0)	0.1964
2	1.188363	4	0.8800	0.296641	(4, 268.0)	0.8800

Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	6.036685	4	0.1964	1.520559	(4, 268.0)	0.1964
2	13.79053	8	0.0874	1.749232	(8, 264.0)	0.0874

*Edgeworth expansion corrected likelihood ratio statistic.

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن قيمة Prob في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

- اختبار تجانس تباين الخطأ Var Residual Heteroskedasticity Tests:

والذي يقيس وجود تجانس بتباين الخطأ أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن وجود تجانس بتباين الخطأ، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ أول قيمة ل Prob في الجدول الثاني للاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (15): اختبار تجانس تباين الخطأ

VAR Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)
Date: 06/09/21 Time: 00:23
Sample: 1 144
Included observations: 142

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
46.58007	24	0.0038

Individual components:

Dependent	R-squared	F(8,133)	Prob.	Chi-sq(8)	Prob.
res1*res1	0.049883	0.872845	0.5412	7.083384	0.5277
res2*res2	0.175021	3.527022	0.0010	24.85295	0.0016
res2*res1	0.051134	0.895914	0.5220	7.261028	0.5087

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن أول قيمة ل Prob في الجدول الثاني للاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

2-3-معدل الفائدة على تسهيلات الودائع ID:

أ) اختبار الاستقرار:

تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفق طريقة Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS):

الجدول رقم (16): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير ID من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: ID is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.127280
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

نلاحظ من الجدول السابق تحقّق استقرار السلسلة عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجةcritical values.

ب)بناء النموذج: وبما أن المتغيرين مستقران عند درجات مختلفة وأقل من الدرجة2؛ سيتم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع ARDL لدراسة أثر معدل الفائدة على تسهيلات الودائع في أسعار الأسهم.

الجدول رقم (17): نموذج ARDL بين EP وID.

Dependent Variable: EP
Method: ARDL
Date: 05/28/21 Time: 02:24
Sample (adjusted): 2 144
Included observations: 143 after adjustments
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Schwarz criterion (SIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): ID
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 20
Selected Model: ARDL(1, 0)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
EP(-1)	0.869246	0.031243	27.82207	0.0000
ID	-952.5104	238.2725	-3.997567	0.0001
C	1183.912	272.5207	4.344300	0.0000

R-squared	0.971992	Mean dependent var	9430.271
Adjusted R-squared	0.971592	S.D. dependent var	2664.379
S.E. of regression	449.0733	Akaike info criterion	15.07301
Sum squared resid	28233359	Schwarz criterion	15.13516
Log likelihood	-1074.720	Hannan-Quinn criter.	15.09826
F-statistic	2429.285	Durbin-Watson stat	1.729488
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

تشير نتائج اختبارات نموذج ARDL إلى الجودة النسبية للنموذج المقدّر من خلال نسبة معامل التحديد (0.97= R^2) المرتفعة نسبياً، وتوضح أن النموذج يفسر 97% من التغيرات الحاصلة في معدل التضخم. وأن بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي حيث بلغتDurbin–Watson stat قيمة 1.72 وهي قيمة قريبة من 2. ونلاحظ أن قيمة Prob ل ID أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنويتها؛ أي أن معدل الفائدة على تسهيلات الودائع يؤثر في أسعار الأسهم ، والعلاقة بينهم عكسية. وكذلك قيمة Prob ل EP(−1) نجد أنها أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنويتها؛ أي أن أسعار الأسهم اليوم مرتبطة بأسعار الأسهم قبل شهر وهذا يدل على عدم كفاءة السوق.

أما F–statistic فقد بلغت قيمتها أكبر من 1.96 وProb(F–statistic) بلغت قيمتها أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنوية النموذج. وتم تقدير المعادلة على النحو التالي:

Estimation Equation:

==========

EP = C(1)*EP(−1) + C(2)*ID + C(3)

Substituted Coefficients:

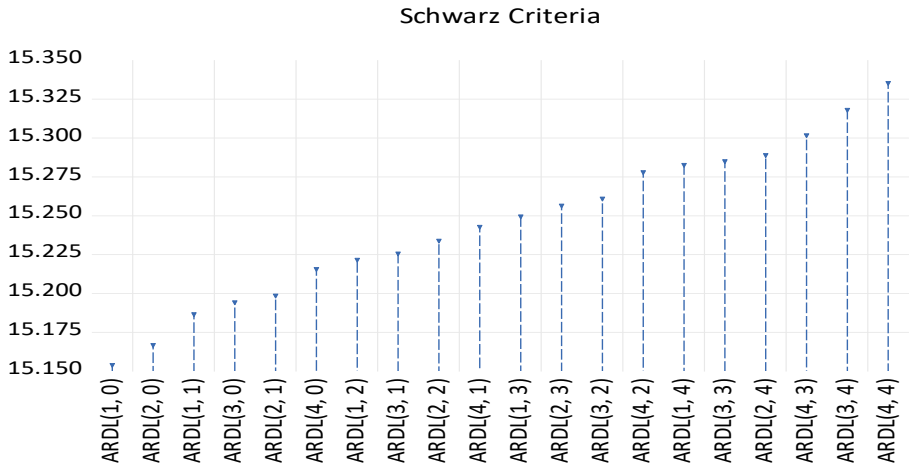
==========

EP = 0.869245635694*EP(−1) − 952.510367469*ID + 1183.91176956

Cointegrating Equation:

D(EP) = −0.130754364306*(EP(−1) − (−7284.73097266*ID + 9054.47229881))

الشكل رقم (10): تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج بين EP وID.



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبالاعتماد على مخرجات Schwarz Creteria والذي يقوم تلقائياً بتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى، والتي تمثل أقل قيمة ل Schwarz، كانت فترات الإبطاء المثلى لمتغير EP هي فترة زمنية واحدة (شهر واحد) بينما متغير ID فكانت صفر؛ وبالتالي أصبح النموذج من الشكل ARDL(1,0).

الجدول رقم (18): نتائج اختبار الحدود بين EP وID.

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	6.862418	10%	3.02	3.51
k	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وأظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك أن قيمة F–statistic أعلى من الحد الأعلى عند ال5%، وبالتالي نرفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وهذا يعني أن هذه المعادلة متكاملة أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل ID والمتغير التابع EP.

الجدول رقم (19): نتاج نموذج تصحيح الخطأ بين EP وID.

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(EP)
Selected Model: ARDL(1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 05/28/21 Time: 02:46
Sample: 1 144
Included observations: 143

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CointEq(-1)*	-0.130754	0.028614	-4.569612	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

أما بالنسبة لنموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model(ECM) فبينت نتائج الاختبار أن قيمة معامل تصحيح الخطأ 0.130754–هي قيمة سالبة ومعنوية إحصائياً (حيث بلغت قيمة Prob أقل من0.05) وهذا يدل على وجود علاقة توازنية على المدى القصير بين المتغير المستقل ID والمتغير التابع EP، وأنه بمقدار هذا المعامل تُصحح طبيعة العلاقة بين المتغيرين شهرياً وصولاً للتوازن على المدى الطويل.

ت)اختبارات النموذج:

للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية، تم إجراء الاختبارات الآتية:

- اختبار Breusch-Pagan-Godfrey:

والذي يقيس وجود تجانس بتباين الخطأ أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن وجود تجانس بتباين الخطأ، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (20): اختبار Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	2.138075	Prob. F(2,140)	0.1217
Obs*R-squared	4.238327	Prob. Chi-Square(2)	0.1201
Scaled explained SS	39.70465	Prob. Chi-Square(2)	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج. وللتأكيد على ذلك سنلجأ إلى اختبار آخر وهو اختبار ARCH.

- اختبار ARCH:

الجدول رقم (21): اختبار ARCH.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.075557	Prob. F(1,140)	0.7838
Obs*R-squared	0.076595	Prob. Chi-Square(1)	0.7820

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

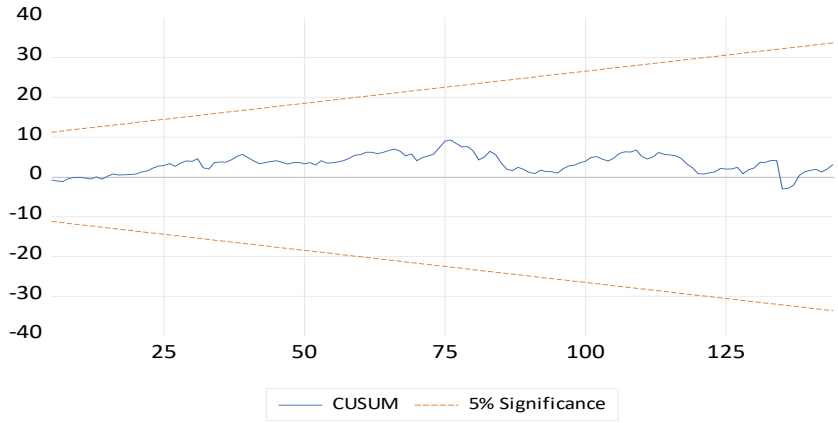
وبأسلوب الاختبار السابق نفسه، بينت النتائج أن قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

- اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL:

يتمثل في اختبار خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغييرات هيكلية فيها عبر الزمن. ولتحقيق ذلك يتم استخدام اختبار المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative Sum of Recursive Residual, CUSUM). ويتحقق الاستقرار الهيكلي إذا وقع الشكل البياني لإحصائية CUSUM داخل الحدود

الحرجة عند مستوى معنوية 5%، ولا يتحقق الاستقرار إذا انتقل الشكل البياني لإحصاء الاختبار المذكور خارج الحدود عند هذا المستوى.

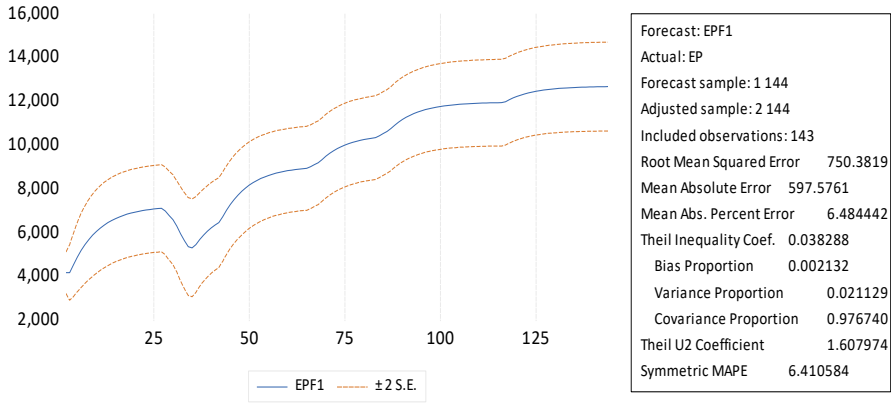
الشكل رقم(11): اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وأظهر شكل الاختبار أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة؛ مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة في المدى القصير والطويل.

الشكل رقم(12): نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وفي الختام، تشير نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم بالاعتماد على نموذج التقدير المستخدم إلى أن قيمة معامل theil 0.03 قريبة من 0، وبالتالي نستطيع اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج. كما يظهر الشكل البياني تساوي المسافات بين الخطوط البيانية الموجودة وهذا يثبت وجود التجانس بتباين الخطأ.

ثانياً: اختبار العلاقة بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول وأسعار الأسهم:

سيتم دراسة العلاقة بين APP و EP. وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وفيما يلي شرح موجز لكل متغير:

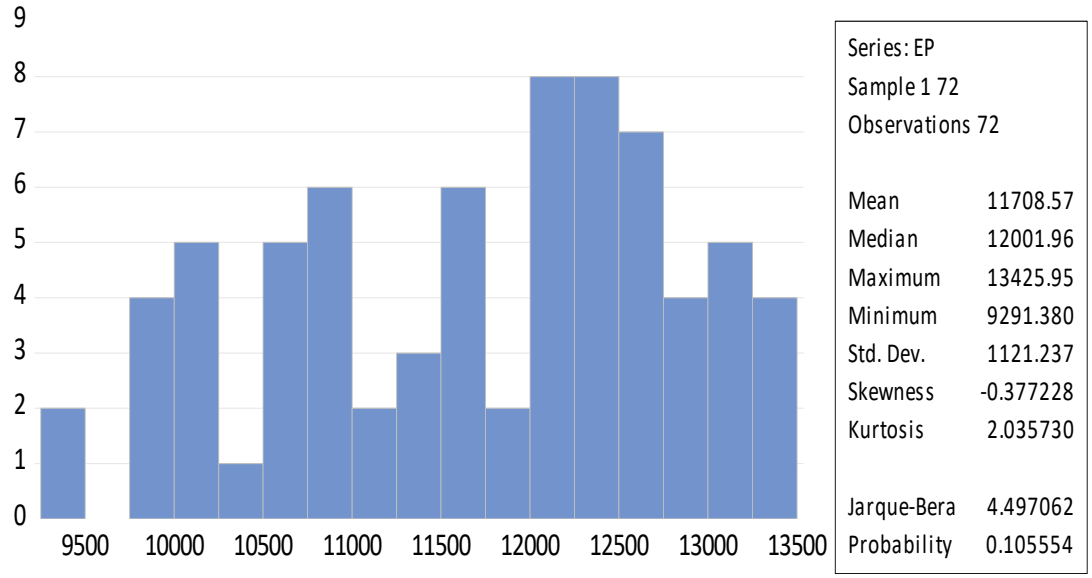
APP: صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول.

EP: مؤشر أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت DAX.

1- الخصائص الإحصائية والتوزيع الطبيعي للمتغير EP:

يوضح الشكل الآتي المؤشرات الإحصائية الوصفية للمتغير EP لمعرفة مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، كما يوضح أهم خصائص توزيع بيانات المتغير محل الدراسة باستخدام اختبار Jarque-Bera:

الشكل رقم (13):اختبار الوزيع الطبيعي للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12.



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

شهدت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت تذبذباً خلال الفترة المدروسة من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020، وقد بلغ أعلى سعر حوالي 13425.95 يورو في شهر 12 عام 2020، وبلغت 9291.38 يورو كأدنى سعر في شهر 2 عام 2016. وبلغ وسطي أسعار الأسهم حوالي 11708.57 يورو، بانحراف معياري قدره 1121.237 يورو؛ الأمر الذي يدل على وجود تذبذب في أسعار الأسهم.

ونلاحظ أنها تخضع للتوزيع الطبيعي حيث بلغت Jarque-Bera قيمة أقل من 5.99 وذلك عند مستوى دلالة أكبر من0.05؛ ومنه نستطيع أن نقبل فرضية العدم القائلة بخضوع المتغير للتوزيع الطبيعي، ونرفض الفرضية البديلة القائلة بعدم خضوع المتغير للتوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (14): اختبار الارتباط الذاتي للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level.

Date: 05/15/21 Time: 01:24
Sample: 1 72
Included observations: 72

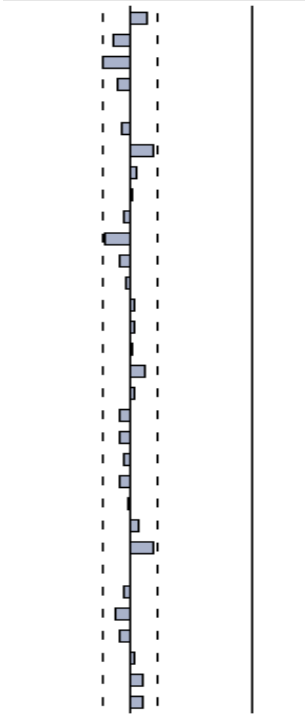
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.832	0.832	51.976	0.000
		2	0.648	-0.144	83.972	0.000
		3	0.525	0.093	105.29	0.000
		4	0.464	0.101	122.17	0.000
		5	0.428	0.044	136.74	0.000
		6	0.386	-0.005	148.77	0.000
		7	0.375	0.125	160.31	0.000
		8	0.329	-0.116	169.32	0.000
		9	0.262	-0.044	175.13	0.000
		10	0.204	0.001	178.72	0.000
		11	0.110	-0.203	179.78	0.000
		12	0.067	0.103	180.17	0.000
		13	0.036	-0.050	180.29	0.000
		14	0.004	-0.076	180.29	0.000
		15	-0.025	0.019	180.35	0.000
		16	-0.046	0.021	180.55	0.000
		17	-0.060	-0.059	180.89	0.000
		18	-0.123	-0.119	182.40	0.000
		19	-0.192	-0.052	186.10	0.000
		20	-0.227	-0.024	191.38	0.000
		21	-0.237	0.022	197.25	0.000
		22	-0.222	0.004	202.50	0.000
		23	-0.181	0.116	206.05	0.000
		24	-0.116	0.105	207.54	0.000
		25	-0.064	0.047	208.01	0.000
		26	-0.074	-0.101	208.64	0.000
		27	-0.083	0.063	209.45	0.000
		28	-0.084	0.001	210.31	0.000
		29	-0.049	0.057	210.61	0.000
		30	0.008	0.054	210.61	0.000
		31	0.046	-0.029	210.89	0.000
		32	0.045	-0.107	211.15	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

ونلاحظ من الشكل أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Q-Stat أصغر من 0.05 ومنه نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة القائلة بوجود ارتباط ذاتي للمتغير EP ، وبالتالي فإن المتغير غير عشوائي، أي لا يمكننا استخدام نموذج الانحدار الخطي في التحليل.

الشكل رقم (15): اختبار الارتباط الذاتي للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول.

Date: 05/25/21 Time: 12:49
Sample (adjusted): 2 72
Included observations: 71 after adjustments



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.142	0.142	1.4928	0.222
		2	-0.148	-0.171	3.1332	0.209
		3	-0.242	-0.203	7.5898	0.055
		4	-0.113	-0.079	8.5691	0.073
		5	0.003	-0.041	8.5698	0.128
		6	-0.080	-0.167	9.0831	0.169
		7	0.189	0.192	11.988	0.101
		8	0.054	-0.051	12.228	0.141
		9	0.017	0.017	12.252	0.199
		10	-0.056	0.003	12.517	0.252
		11	-0.215	-0.200	16.502	0.124
		12	-0.097	-0.075	17.334	0.137
		13	-0.034	-0.038	17.439	0.180
		14	0.029	-0.142	17.517	0.230
		15	0.025	-0.045	17.573	0.286
		16	0.011	-0.047	17.584	0.349
		17	0.117	0.045	18.899	0.334
		18	0.035	0.055	19.021	0.391
		19	-0.084	-0.078	19.730	0.411
		20	-0.098	-0.040	20.696	0.415
		21	-0.050	-0.035	20.957	0.462
		22	-0.084	-0.225	21.698	0.478
		23	-0.024	-0.073	21.758	0.535
		24	0.080	-0.046	22.469	0.551
		25	0.196	0.049	26.781	0.367
		26	-0.005	-0.081	26.784	0.421
		27	-0.056	-0.001	27.148	0.456
		28	-0.129	-0.107	29.169	0.404
		29	-0.084	-0.039	30.047	0.412
		30	0.039	-0.036	30.236	0.454
		31	0.106	0.017	31.704	0.431
		32	0.111	-0.058	33.339	0.402

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

ونلاحظ من الشكل أن القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية Q–Stat أكبر من 0.05 ومنه نقبل فرضية العدم القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي. أي المتغير EP غير مرتبط ذاتياً عند الفرق الأول.

الجدول رقم (22): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير EP من 2015/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: EP is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.103801
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

تم إجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية وفق طريقة Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin (KPSS). ونلاحظ من الجدول السابق تحقّق استقرار السلسلة عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجةcritical values.

وبعد الانتهاء من دراسة خصائص المتغير EP تبين أنه يخضع للتوزيع الطبيعي وغير مرتبط ذاتياً عند الفرق الأول ومستقر عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه). سننتقل الآن لاختبار الاستقرار للمتغير APP.

2-اختبار الاستقرار للمتغير APP:

بعد اختبار الاستقرار للمتغير APP عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه) تبين أن المتغير غير مستقر عنده، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (0.153696)أكبر من قيمتها الحرجةcritical values (0.146000). وكذلك تبين أن المتغير غير مستقر عند المستوى Level (مع ثابت)، حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM (1.074903)أكبر من قيمتها الحرجة (0.463000). كما هي موضحة في الملاحق، جدول رقم (14) و(15). بينما استقرت السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه).

الجدول رقم (23): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير APP من 2015/1 حتى 2020/12 عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: D(APP) is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.130353
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

نلاحظ من الجدول السابق تحقّق استقرار السلسلة عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه) حيث بلغت الإحصائية المحسوبة LM أقل من قيمتها الحرجةcritical values.

3-بناء النموذج:

وبما أن المتغيرين مستقران عند درجات مختلفة وأقل من الدرجة2؛ سيتم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع ARDL لدراسة أثر صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول في أسعار الأسهم.

الجدول رقم (24): نموذج ARDL بين EP و APP .

Dependent Variable: EP
Method: ARDL
Date: 05/29/21 Time: 02:11
Sample (adjusted): 2 72
Included observations: 71 after adjustments
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Schwarz criterion (SIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): APP
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 20
Selected Model: ARDL(1, 1)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
EP(-1)	0.803299	0.067150	11.96281	0.0000
APP	0.001602	0.007781	0.205942	0.8375
APP(-1)	0.014695	0.007824	1.878316	0.0647
C	2190.592	756.8374	2.894403	0.0051

R-squared	0.755511	Mean dependent var	11730.69
Adjusted R-squared	0.744564	S.D. dependent var	1113.290
S.E. of regression	562.6644	Akaike info criterion	15.55793
Sum squared resid	21211613	Schwarz criterion	15.68541
Log likelihood	-548.3066	Hannan-Quinn criter.	15.60863
F-statistic	69.01377	Durbin-Watson stat	1.511389
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

تشير نتائج اختبارات نموذج ARDL إلى الجودة النسبية للنموذج المقدّر من خلال نسبة معامل التحديد (R^2=0.75) المرتفعة نسبياً، وتوضح أن النموذج يفسر 75% من التغيرات الحاصلة في معدل التضخم. وأن بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي حيث بلغتDurbin–Watson stat قيمة 1.51 وهي قيمة قريبة من 2. وبالرغم من أن قيمة Prob ل APP(−1) أكبر من 0.05 إلا أنها ليست أكبر بكثير ومازالت أقل من 0.10 وهذا يدل على معنوية العلاقة بين أسعار الأسهم اليوم وصافي مشتريات الأوراق المالية قبل شهر ولكن تأثيرها أقل بقليل من الوضع الطبيعي؛ أي أن صافي مشتريات الأوراق المالية تؤثر في أسعار الأسهم، والعلاقة بينهم طردية.

أما F–statistic فقد بلغت قيمتها أكبر من 1.96 وProb(F–statistic) بلغت قيمتها أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنوية النموذج. وتم تقدير المعادلة على النحو التالي:

Estimation Equation:

==========

EP = C(1)*EP(−1) + C(2)*APP + C(3)*APP(−1) + C(4)

Substituted Coefficients:

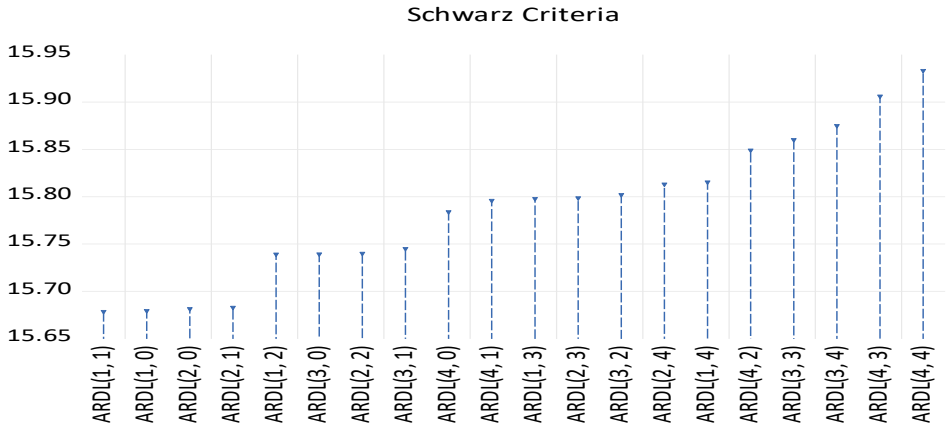
==========

EP = 0.803298726067*EP(−1) + 0.001602479274l7*APP +
0.0146950371948*APP(−1) + 2190.59233016

Cointegrating Equation:

D(EP) = −0.196701273933*(EP(−1) − (0.08285415*APP(−1) + 11136.64536256))

الشكل رقم (16): تحديد فترات الإبطاء المثلى للنموذج بين EP وAPP .



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبالاعتماد على مخرجات Schwarz Creteria والذي يقوم تلقائياً بتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى، والتي تمثل أقل قيمة ل Schwarz، كانت فترات الإبطاء المثلى لمتغير EP ومتغير APP هي فترة زمنية واحدة (شهر واحد) ؛ وبالتالي أصبح النموذج من الشكل ARDL(1,1).

الجدول رقم (25): نتائج اختبار الحدود بين EP وAPP .

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	3.224316	10%	3.02	3.51
K	1	5%	3.62	4.16
		2.5%	4.18	4.79
		1%	4.94	5.58

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وأظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك أن قيمة F–statistic أقل من الحد الأعلى عند ال10%، وبالتالي نقبل فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك، وهذا يعني أن هذه المعادلة غير متكاملة أي لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل APP والمتغير التابع EP.

الجدول رقم (26): نتاج نموذج تصحيح الخطأ بين EP وAPP .

ARDL Error Correction Regression

Dependent Variable: D(EP)
Selected Model: ARDL(1, 1)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 05/29/21 Time: 02:13
Sample: 1 72
Included observations: 71

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(APP)	0.001602	0.006925	0.231413	0.8177
CointEq(-1)*	-0.196701	0.062322	-3.156215	0.0024

R-squared	0.129985	Mean dependent var	46.30366
Adjusted R-squared	0.117376	S.D. dependent var	590.1663
S.E. of regression	554.4499	Akaike info criterion	15.50159
Sum squared resid	21211613	Schwarz criterion	15.56533
Log likelihood	-548.3066	Hannan-Quinn criter.	15.52694
Durbin-Watson stat	1.511389		

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

أما بالنسبة لنموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model(ECM) فبينت نتائج الاختبار أن قيمة معامل تصحيح الخطأ 0.196701–هي قيمة سالبة ومعنوية إحصائياً (حيث بلغت قيمة Prob أقل من0.05) وهذا يدل على وجود علاقة توازنية على المدى القصير بين المتغير المستقل APP والمتغير التابع EP، وأنه بمقدار هذا المعامل تُصحح طبيعة العلاقة بين المتغيرين شهرياً وصولاً للتوازن على المدى الطويل.

4–اختبارات النموذج:

للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية، تم إجراء الاختبارات الآتية:

- اختبار Breusch–Pagan–Godfrey:

والذي يقيس وجود تجانس بتباين الخطأ أو عدم وجوده. فرضية العدم فيه تتضمن وجود تجانس بتباين الخطأ، ويتم قبول هذه الفرضية عندما تبلغ قيمة Prob ل F–statistic في الاختبار أكبر من 0.05.

الجدول رقم (27): اختبار Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.048555	Prob. F(3,67)	0.3769
Obs*R-squared	3.183978	Prob. Chi-Square(3)	0.3641
Scaled explained SS	17.96959	Prob. Chi-Square(3)	0.0004

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

بينت النتائج أن قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج. وللتأكيد على ذلك سنلجأ إلى اختبار آخر وهو اختبار ARCH.

- اختبار ARCH:

الجدول رقم (28): اختبار ARCH.

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.116805	Prob. F(1,68)	0.7336
Obs*R-squared	0.120035	Prob. Chi-Square(1)	0.7290

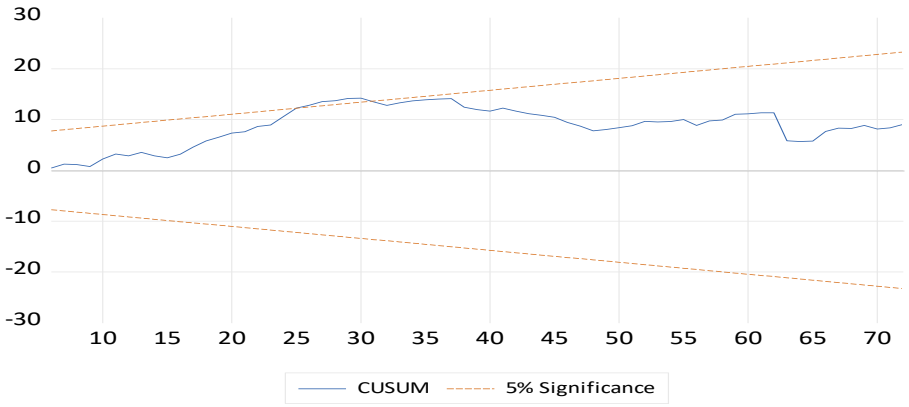
المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وبأسلوب الاختبار السابق نفسه، بينت النتائج أن قيمة Prob ل F-statistic في الاختبار أكبر من 0.05، وهذا يعني أننا نقبل فرضية العدم أي هناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

- اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL:

يتمثل في اختبار خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغييرات هيكلية فيها عبر الزمن. ولتحقيق ذلك يتم استخدام اختبار المجموع التراكمي للبواقي (Cumulative Sum of Recursive Residual, CUSUM). ويتحقق الاستقرار الهيكلي إذا وقع الشكل البياني لإحصائية CUSUM داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، ولا يتحقق الاستقرار إذا انتقل الشكل البياني لإحصاء الاختبار المذكور خارج الحدود عند هذا المستوى.

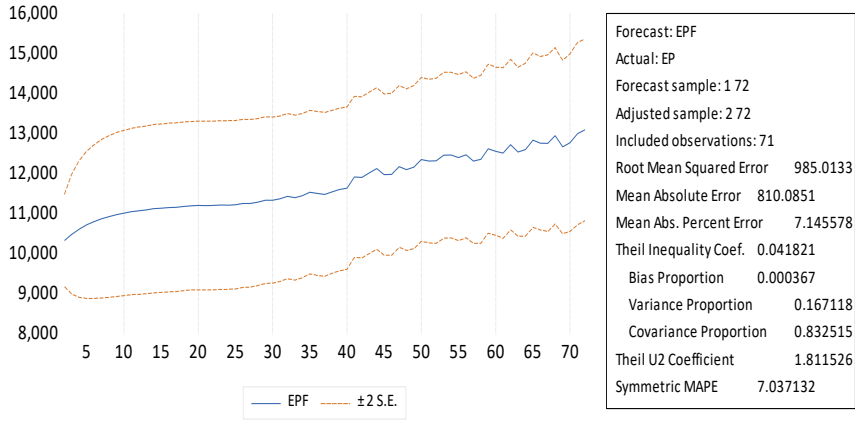
الشكل رقم(17): اختبار المجموع التراكمي للبواقي CUSUM



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وأظهر شكل الاختبار أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة؛ مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة في المدى القصير والطويل.

الشكل رقم(18): نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم



المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

وفي الختام، تشير نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم بالاعتماد على نموذج التقدير المستخدم إلى أن قيمة معامل theil 0.04 قريبة من 0، وبالتالي نستطيع اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج. كما يظهر الشكل البياني تساوي المسافات بين الخطوط البيانية الموجودة وهذا يثبت وجود التجانس بتباين الخطأ.

ثالثاً: نتائج القسم العملي:

1. شهدت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت تذبذباً خلال الفترة المدروسة من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. وتبين من خلال اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير أسعار الأسهم EP أنه لايخضع للتوزيع الطبيعي، كما تبين أنه مرتبط ذاتياً عند القيام باختبار الارتباط الذاتي، أما عند اختبار الاستقرار وفق طريقة نحسس فتبين أنه غير مستقر عند المستوى Level ومستقر عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه) وبالتالي شروط استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط OLS غير محققة.

2. تم الانتقال إلى نمذجة المتغير والعمل ضمن بيئة ARIMA وذلك لأنها البيئة الأمثل في حال وجود تذبذب في أسعار الأسهم. والنموذج الذي تم التوصل إليه هو نموذج ARIMA(1,0) حيث يشير الرقم (1) إلى الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى، ويشير الرقم (0) إلى الوسط المتحرك من الدرجة صفر. وقد تم التوصل إلى هذا النموذج حيث تكون فيه قيمة معيار المفاضلة Schwarz criterion أصغر من النماذج الأُخرى. لكن وبما أن قيمة ال Moving Average (MA) تساوي الصفر أي لايوجد متوسط متحرك وهذا يعني أنه من الممكن المتابعة دون العمل ضمن بيئة ARIMA.

3. بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمعدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية IR وفق طريقة KPSS تبين أن المتغير مستقر عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه).

4. بما أن المتغيرين EP وIR مستقران عند نفس الدرجة 1 قمنا باختبار التكامل المشترك cointegration واذا كان هناك تكامل سنستخدم نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع Auto-regressive distributed lag (ARDL)، أما اذا لم يكن هناك تكامل سننتقل إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهيVectorial Auto Regressive (VAR).

5. أظهرت النتائج الإحصائية أنه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغير المستقلIR والتابع EP، لذلك انتقلنا إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهي VAR الذي يدرس علاقة قيمة المتغير التابع اليوم مع القيم السابقة للمتغير التابع والمستقل. وبالنظر إلى معامل التفضيل Schwarz Criterion (SC) تبين أن فترة الإبطاء المثلى هي 2.

6. بالنظر إلى قيمة ال Test statistic في نموذج VAR بين المتغيرين IR و EP والتي يجب أن تكون قيمتها أكبر من 1.96 (وهي القيمة المعيارية عند مستوى الدلالة 5%) حتى يكون الاختبار معنوياً، وجدنا أنها أكبر من 1.96 عند EP(-1) أي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهر (وهذا يدل على عدم كفاءة السوق). أما عند EP(-2) وعند IR(-1) وعند IR(-2) فوجدنا أنها أصغر من 1.96. وبالرغم من أن قيمة ال Test Statistic عند IR(-1) أصغر من 1.96 إلا أنها ليست أصغر بكثير ومازالت أكبر من 1.65 (وهي القيمة المعيارية عند مستوى الدلالة 10%)، وهذا يدل على وجودعلاقة

بين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية قبل شهر، والعلاقة بينهم عكسية، ولكن تأثيرها أقل بقليل من الوضع الطبيعي. وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهرين وبين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية قبل شهرين.

7. للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية تم إجراء عدة اختبارات وكانت نتيجتها أن بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وهناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

8. أما بالنسبة لمعدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية IL، فبعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية وفق طريقة KPSS تبين أنه مستقر عند الفرق الأول (مع ثابت واتجاه).

9. وبنفس الآلية وبما أن المتغيرين EP وIL مستقران عند نفس الدرجة 1 قمنا باختبار التكامل المشترك cointegration واذا كان هناك تكامل سنستخدم نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع Auto-regressive distributed lag (ARDL)، أما اذا لم يكن هناك تكامل سننتقل إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهيVectorial Auto Regressive (VAR).

10. أظهرت النتائج الإحصائية أنه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغير المستقلIL والتابع EP، لذلك انتقلنا إلى نموذج الانحدار الذاتي الشعاعي أو الاتجاهي VAR الذي يدرس علاقة قيمة المتغير التابع اليوم مع القيم السابقة للمتغير التابع والمستقل. وبالنظر إلى معامل التفضيل Schwarz Criterion (SC) تبين أن فترة الإبطاء المثلى هي 2.

11. بالنظر إلى قيمة ال Test statistic في نموذج VAR بين المتغيرين IL و EP والتي يجب أن تكون قيمتها أكبر من 1.96 حتى يكون الاختبار معنوياً، وجدنا أنها أكبر من 1.96 عند EP(-1) فقط أي يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهر (وهذا يدل على عدم كفاءة السوق). أما عند EP(-2) وعند IL(-1) وعند IL(-2) فوجدنا أنها أصغر من 1.96 أي لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم الآن وأسعار الأسهم قبل شهرين وبين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية قبل شهر وبين أسعار الأسهم الآن ومعدلات الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية قبل شهرين.

12. للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية تم إجراء عدة اختبارات وكانت نتيجتها أن بواقي الأخطاء العشوائية لا تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وهناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

13. بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمعدل الفائدة على تسهيلات الودائع ID وفق طريقة KPSS تبين أن المتغير مستقر عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه).

14. بما أن المتغيرين مستقران عند درجات مختلفة وأقل من الدرجة2؛ تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع ARDL لدراسة أثر معدل الفائدة على تسهيلات الودائع في أسعار الأسهم.

15. أظهرت النتائج الإحصائية أن قيمة Prop ل ID أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنويتها؛ أي أن معدل الفائدة على تسهيلات الودائع يؤثر في أسعار الأسهم، والعلاقة بينهم عكسية. وكذلك قيمة Prob ل EP(−1) وجدنا أنها أصغر من 0.05 وهذا يدل على معنويتها؛ أي أن أسعار الأسهم اليوم مرتبطة بأسعار الأسهم قبل شهر وهذا يدل على عدم كفاءة السوق.

16. بالاعتماد على مخرجات Schwarz Creteria والذي يقوم تلقائياً بتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى، والتي تمثل أقل قيمة ل Schwarz، كانت فترات الإبطاء المثلى لمتغير EP هي فترة زمنية واحدة (شهر واحد) بينما متغير ID فكانت صفر؛ وبالتالي أصبح النموذج من الشكل ARDL(1,0).

17. أظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك أن قيمة F-statistic أعلى من الحد الأعلى عند ال5%، وهذا يعني أن هذه المعادلة متكاملة أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل ID والمتغير التابع EP. أما بالنسبة لنموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model(ECM) فبينت نتائج الاختبار أن قيمة معامل تصحيح الخطأ 0.130754−هي قيمة سالبة ومعنوية إحصائياً (حيث بلغت قيمة Prob أقل من0.05) وهذا يدل على وجود علاقة توازنية على المدى القصير بين المتغير المستقل ID والمتغير التابع EP، وأنه بمقدار هذا المعامل تُصحح طبيعة العلاقة بين المتغيرين شهرياً وصولاً للتوازن على المدى الطويل.

18. للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية، تم إجراء عدة اختبارات وكانت نتيجتها أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة في المدى القصير والطويل. وهناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

19. أشارت نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم بالاعتماد على نموذج التقدير المستخدم إلى أن قيمة معامل theil 0.03 قريبة من 0، وبالتالي نستطيع اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج.

20. شهدت أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت تذبذباً خلال الفترة المدروسة من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وتبين من خلال اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير أسعار الأسهم EP أنه يخضع للتوزيع الطبيعي، كما تبين أنه مرتبط ذاتياً عند القيام باختبار الارتباط الذاتي، أما عند اختبار الاستقرار وفق طريقة KPSS فتبين أنه مستقر عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه).

21. بعد اختبار استقرار السلاسل الزمنية لصافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول APP وفق طريقة KPSS، تبين أنه مستقر عند الفرق الأول (مع ثابت وانجاه).

22. بما أن المتغيرين مستقران عند درجات مختلفة وأقل من الدرجة2؛ تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع ARDL لدراسة أثر صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول في أسعار الأسهم.

23. أظهرت النتائج الإحصائية أنه وبالرغم من أن قيمة Prob ل APP(−1) أكبر من 0.05 إلا أنها ليست أكبر بكثير ومازالت أقل من 0.10 وهذا يدل على معنوية العلاقة بين أسعار الأسهم اليوم وصافي مشتريات الأوراق المالية قبل شهر ولكن تأثيرها أقل بقليل من الوضع الطبيعي؛ أي أن صافي مشتريات الأوراق المالية تؤثر في أسعار الأسهم، والعلاقة بينهم طردية.

24. بالاعتماد على مخرجات Schwarz Creteria والذي يقوم تلقائياً بتحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى، والتي تمثل أقل قيمة ل Schwarz، كانت فترات الإبطاء المثلى لمتغير EP ومتغير APP هي فترة زمنية واحدة (شهر واحد) ؛ وبالتالي أصبح النموذج من الشكل ARDL(1,1).

25. أظهرت نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك أن قيمة F−statistic أقل من الحد الأعلى عند ال10%، وهذا يعني أن هذه المعادلة غير متكاملة أي لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير المستقل APP والمتغير التابع EP. أما بالنسبة لنموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model(ECM) فبينت نتائج الاختبار أن قيمة معامل تصحيح الخطأ 0.196701−هي قيمة سالبة ومعنوية إحصائياً (حيث بلغت قيمة Prob أقل من0.05) وهذا يدل على وجود علاقة توازنية على المدى القصير بين المتغير المستقل APP والمتغير التابع EP، وأنه بمقدار هذا المعامل تُصحح طبيعة العلاقة بين المتغيرين شهرياً وصولاً للتوازن على المدى الطويل.

26. للتأكد من جودة النموذج المستخدم في التحليل وخلوّه من المشكلات القياسية، تم إجراء عدة اختبارات وكانت نتيجتها أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدم مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة في المدى القصير والطويل. وهناك تجانس بتباين الخطأ في النموذج.

27. أشارت نتائج اختبار التنبؤ لمؤشر أسعار الأسهم بالاعتماد على نموذج التقدير المستخدم إلى أن قيمة معامل theil 0.04 قريبة من 0، وبالتالي نستطيع اعتماد الأرقام التي يتم التنبؤ بها باستخدام النموذج.

رابعا: مناقشة الفرضيات:

لقد بُني هذا البحث على فرضية العدم الرئيسية: لا تُعد أدوات السياسة النقدية غير التقليدية أداة نقدية فاعلة بالتأثير في الأسواق المالية الأوروبية. ويتفرع عن هذه الفرضية الرئيسية أربع فرضيات فرعية، ومن خلال التحليل الإحصائي للبيانات توصلنا لما يلي:

الفرضية الفرعية الأولى: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وتم التوصل من خلال اختبار العلاقة بين المتغير المستقل معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية والمتغير التابع أسعار الأسهم إلى نتيجتين رئيسيتين:

1- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

2- وجود تأثير سلبي لمعدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، على أسعار الأسهم.

وهكذا نرفض الفرضية الفرعية الأولى ونقبل الفرضية البديلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

الفرضية الفرعية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وتم التوصل من خلال اختبار العلاقة بين المتغير المستقل معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية والمتغير التابع أسعار الأسهم إلى أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين؛ ومنه نقبل الفرضية الفرعية الثانية والقائلة بعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وتم التوصل من خلال اختبار العلاقة بين المتغير المستقل معدل الفائدة على تسهيلات الودائع والمتغير التابع أسعار الأسهم إلى نتيجتين رئيسيتين:

1- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين في الأجلين القصير والطويل.

2- وجود تأثير سلبي لمعدل الفائدة على تسهيلات الودائع، على أسعار الأسهم.

وهكذا نرفض الفرضية الفرعية الثالثة ونقبل الفرضية البديلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي مشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وتم التوصل من خلال اختبار العلاقة بين المتغير المستقل صافي مشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول والمتغير التابع أسعار الأسهم إلى نتيجتين رئيسيتين:

1- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين في المدى قصير الأجل.

2- وجود تأثير إيجابي لمشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول قبل شهر، على أسعار الأسهم اليوم.

وهكذا نرفض الفرضية الفرعية الرابعة ونقبل الفرضية البديلة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي مشتريات الأوراق المالية في برامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

المبحث الثالث

إمكانية الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي في سورية

في الوقت الذي نلاحظ فيه اتجاه كبرى البنوك المركزية إلى السياسات غير التقليدية، لم نشهد اتجاهاً مماثلاً في أي من الدول النامية، على الرغم من تعرض هذه الأخيرة لكثير من المشكلات والأزمات؛ ويعود ذلك بالطبع إلى اختلاف طبيعة اقتصادات الدول النامية عن نظيراتها المتقدمة واختلاف طبيعة المشكلات التي تتعرض لها كل منها.

فما هي أبرز ملامح السياسة النقدية والسوق المالية في سورية؟ وما هي المصاعب التي تواجه كل منها؟ وكيف لنا أن نستفيد من تجربة البنك المركزي الأوروبي في سورية؟

أولاً: واقع السياسة النقدية في سورية:

1-أهداف السياسة النقدية:

وفقاً لقانون النقد الأساسي رقم 23 لعام 2002، يتولى مجلس النقد والتسليف مهمة العمل على تنظيم مؤسسات النقد والتسليف في الجمهورية العربية السورية وتنسيق فعاليتها لتحقيق الأهداف المذكورة أدناه في حدود صلاحياته وضمن التوجهات الاقتصادية العامة للدولة التي يقرها مجلس الوزراء[1]:

أ- تنمية السوق النقدية والمالية وتنظيمها وفقاً لحاجات الاقتصاد القومي.

ب- المحافظة على القوة الشرائية للنقد السوري.

ت- تحقيق استقرار سعر الصرف الخارجي للنقد السوري وتأمين حرية تحويله إلى العملات الأخرى.

ث- توسيع إمكانيات استخدام الموارد والطاقات والعمل على إنماء الدخل القومي.

وفي سبيل ذلك يتولى مجلس النقد والتسليف مجموعة من المهام أبرزها:

أ- وضع السياسة النقدية في الجمهورية العربية السورية وإدارتها وفقاً للاستراتيجية العامة للدولة وحاجات الاقتصاد الوطني، بما في ذلك السياسات المتعلقة باستقرار الأسعار والقوة الشرائية للنقد الوطني وسياسات التسليف والفائدة والادخار المصرفي وأسعار الصرف.

[1] المادة 1، قانون النقد الأساسي رقم 23، عام 2002.

ب- الصلاحيات الخاصة بمجلس النقد والتسليف المنصوص عنها في الباب الثالث من هذا القانون[1].

ت- متابعة الجهاز المصرفي وبحث جميع القضايا المتعلمة بالعمل المصرفي والنشاطات ذات الصلة بها واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها عن طريق مصرف سورية المركزي[2].

ث- تنظيم عمليات الدفع والتسوية بما فيها العمليات الجارية بالوسائل الإلكترونية.

ج- مهمة مشاور الحكومة المالي ويقدم بهذه الصفة الآراء التي يراها مناسبة حول الشؤون المتعلقة باختصاصاته وتستشيره الحكومة بشأن التدابير والأمور التي لها صلة بوضع الجمهورية العربية السورية المالي والنقدي والمصرفي.

هذا وقد استمر العمل بهذا القانون لمدة تسع سنوات، ثم تم صدور المرسوم التشريعي رقم 21 لعام 2011، والذي تم بموجبه تعديل قانون النقد الأساسي حيث طال التعديل المادة الأولى من قانون النقد الأساسي المتضمنة أهداف السياسة النقدية، حيث أصبحت الأهداف المحددة التي يسعى مجلس النقد والتسليف لتحقيقها كما يلي[3]:

أ- السعي إلى تحقيق استقرار المستوى العام للأسعار المحلية.

ب- الحفاظ على استقرار النظام النقدي والمصرفي وضمان تنافسيته بما يخدم المحافظة على القوة الشرائية للعملة الوطنية ونمو الأسواق المالية واستقرارها.

ت- دعم سياسة الحكومة في تحقيق النمو المستدام والتشغيل في إطار صلاحيات البنك المركزي ومهامه.

إن تعديل الأهداف قد أدى إلى تغيير على مستوى الأهداف الاستراتيجية للسياسة النقدية في سورية ، حيث تم تحديد استقرار المستوى العام للأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية وهو ما يتفق مع توجهات السياسة النقدية المعاصرة بشكل أكثر مما قبل.

2-أدوات السياسة النقدية في سورية:

إن الإدارة المعاصرة للسياسة النقدية ترتكز بشكل أساسي على الأدوات غير المباشرة وهو ما لا تعتمده أغلب الدول النامية _ وإن تم اعتمادها_ فإن طابعها يمتاز بعدم الفعالية في معظم الأحيان. وفي سورية، لم يتم حتى

---

[1] وفقاً للمادة 75 من قانون النقد الأساسي رقم 23 لعام 2002، من أهم الصلاحيات التي يمارسها مجلس النقد والتسليف:

1- يضع المجلس بناء على اقتراح لجنة الإدارة النظام الداخلي للمصرف وأنظمة الفروع ولجان الخصم ونظام إعادة شراء السندات / الريبو/.

2-يحدد معدلات الفائدة على عمليات الخصم والإقراض والتسليف وإعادة الشراء /الريبو/ ويعين شروطها.

3-يقرر كيفية توظيف أموال المصرف الخاصة التي تمثل حسابات رأس المال والاحتياطي والاهتلاكات.

[2] يعتبر مصرف سورية المركزي مؤسسة عامة ذات استقلال مالي وإداري تتولى تنفيذ السياسة النقدية التي يقررها مجلس النقد والتسليف، وتعمل تحت إشراف الدولة وبضمانتها وضمن التوجهات العامة للسياسة الاقتصادية المعتمدة من قبل مجلس الوزراء.

(المادة 51، قانون النقد الأساسي رقم 23، عام 2002)

[3] المادة 2، المرسوم التشريعي رقم 21، عام 2011.

الآن اعتماد الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية على الرغم من عدم وجود معوقات تشريعية تحول دون ذلك . حيث يمكن تصنيف أدوات السياسة النقدية في سورية على النحو الآتي[1]:

2-1-الأدوات المباشرة:

وقد شكلت هذه الأدوات الشكل الوحيد المتاح للسياسة النقدية في سورية خلال السنوات الماضية، مما شكل سبباً لغياب المرونة والتنوع . وتتمثل الأدوات المباشرة بمايلي:

أ-**أسعار الفائدة المحددة إدارياً:** حيث لا يوجد في السوق السورية معدل رسمي لسعر الفائدة إنما يحدد سعر الفائدة في سورية (سعر الفائدة على الودائع) بشكل إداري، وذلك عبر قرارات صادرة عن مجلس النقد والتسليف، التي كانت تحتوي في نصها على أهداف التغيير بعيداً عن قوى السوق.

ب-**عمليات تحديد حدود قصوى ائتمانية لكل مصرف:** لم تستخدم ولم يكن لها الثقل الكبير كأداة للسياسة النقدية على الرغم من دورها بالتأثير في العرض النقدي.

ت-**الائتمان الموجه:** هدفت هذه السياسة في سورية إلى الاستمرار في تأمين الدعم والتمويل للقطاعات الاقتصادية واستمرت بتقديم القروض والسلف للمصارف المتخصصة (المصرف الزراعي بشكل أساسي) وبشكل مؤثر في السيولة المحلية.

2-2-الأدوات غير المباشرة:

أ-نسبة الاحتياطي القانوني:

اقتصرت السياسة النقدية في سورية على أداة الاحتياطي القانوني فقط، وهي عبارة عن أداة تلزم السلطة النقدية من خلالها المصارف التجارية على الاحتفاظ بجزء من إجمالي ودائعها في صورة وديعة لدى البنك المركزي، واستُخدمت هذه الأداة منذ فترة طويلة في سورية، حيث التزمت المصارف بموجب قانون النقد الأساسي بالاحتفاظ بنسبة من ودائعها لدى البنك المركزي وبدون فائدة؛ حيث حدد القرار رقم 72 في تاريخ 19/9/2004 هذه النسبة ب 5% ثم ارتفعت إلى 10% من إجمالي الودائع بموجب قرار مجلس النقد و التسليف رقم 389 بتاريخ 5/5/2008، و من ثم تم خفض هذه النسبة بموجب قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5938 بتاريخ 2/5/2011 إلى 5% بهدف تمكين المصارف من مواجهة أي تحركات لسحوبات بعدما شهد سوق الودائع انخفاضاً شديداً وهذا الفعل له تأثير سلبي على النقود الاحتياطية ويعمل على زيادة النقود في السوق. وبشكل عام تعتبر هذه الأداة فعالة بالنسبة للاقتصاد السوري كونها لا تحتاج إلى أسواق مالية ونقدية متطورة، إلا أن امتلاك المصارف التجارية السورية احتياطات فائضة تزيد عن الاحتياطي القانوني أفقد هذه الأداة فعاليتها وبقي أثرها تنظيمياً أكثر منه تحكماً في قدرة المصارف على الإقراض وقت الحاجة.

[1] تم الاعتماد عند تحديد الأدوات على:
الريس. (2018). ص 178-179.
الخوري. (2015). ص 169: 171.

ب-سعر الخصم: على الرغم من أهمية هذه الأداة إلا أن هذه السياسة لم يطرأ عليها أي تعديل منذ عام 1962، وعليه فلا يمكن اعتبارها أداة فعالة بالتأثير في أسعار الفائدة على القروض المقدمة من المصارف وأسعار الفائدة على الودائع.

ت-عمليات السوق المفتوحة: أدى عدم توفر سوق متطورة للأوراق المالية الحكومية[1] في سورية إلى غياب استخدام هذه الأداة على الرغم من دورها الكبير في مساعدة السلطة النقدية على إدارة العرض النقدي والتأثير بمعدلات الفائدة بما يتلاءم مع أهداف السياسة النقدية، فضلاً عن أن غياب هذه الأداة من شأنه تكريس تبعية السياسة النقدية للمالية وإجبارها على تمويل عجز الموازنة الحكومي من خلال الإصدار النقدي.

وفي خطوة هي الأولى من نوعها، أعلن بنك سورية المركزي في 19 شباط 2019، الإصدار الأول من شهادات الإيداع لأول مرة في تاريخه، وجمع فيه 8.130 مليار ليرة من 16 مصرفاً حكومياً، حيث تم الاكتتاب على 1308 شهادة، وتستحق بعد عام من تاريخ الاكتتاب، بسعر فائدة قدره 5.4 %. حيث تعد شهادات الإيداع إحدى الأدوات التي يستخدمها المركزي لضبط حركة النقد، وسحب جزء من فائض السيولة النقدية، وقد يكون الإصدار بالعملة المحلية أو بالقطع الأجنبي.

وفي عام 2020 أعلن المركزي أيضاً عن ثلاث مزادات لبيع شهادات إيداع بالليرة السورية إلى المصارف التقليدية العامة والخاصة العاملة في سورية (الأول في آذار، والثاني في حزيران، والثالث في تشرين الثاني). هذا وقد تم تحديد القيمة الاسمية لشهادة الإيداع الواحدة بـ 100 مليون ليرة سورية، وبأجل 6 أشهر بدءاً من تاريخ التسوية، ويحق لكل مصرف مكتتب تقديم 3 عروض سعرية للفوائد المستحقة عليها.

ولم يحدّد المركزي حجم الإصدار فجعله مفتوحاً، سامحاً لكل مصرف بالاكتتاب على 5 شهادات إيداع كحد أدنى "أي بقيمة 500 مليون ليرة"، على ألّا يتجاوز الحد الأقصى لالكتتاب 10 % من حجم السيولة الفائضة لكل مصرف. وهذه الشهادات تكون قابلة للتداول بين المصارف بدءاً من يوم العمل التالي ليوم التسوية، ويقوم

---

[1] ويقصد بالأوراق المالية الحكومية هي صكوك المديونية التي تصدرها الدولة بهدف الحصول على موارد إضافية لتمويل عجز الموازنة العامة أو لجمع النقود الفائضة في حال محاربة التضخم، ويعتبرها البعض بمثابة قرض عام تقدمه الأفراد للدولة مقابل تحديد فائدة معينة وفترة زمنية للسداد. ومن أنواع الأوراق المالية الحكومية:

1-أذون الخزينة :هي أوراق دين قصيرة الأجل تصدرها الحكومات لآجال قياسية من 3أشهر الى سنة (3و6و12 شهر) بغرض تمويل العجز المؤقت في الموازنة بسبب الفجوة بين فترات الإنفاق وتحصيل الإيرادات. ويتم دفع القيمة الاسمية لحامل الاذن بتاريخ الاستحقاق من قبل الحكومة، ولا يتم دفع أي فائدة مباشرة عليها وإنما تباع بخصم معين عند الإصدار (بمعنى أن سعر البيع أقل من المبلغ الذي سيدفع بتاريخ الاستحقاق.

2-سندات الخزينة :هي قروض متوسطة أو طويلة الأجل وعادة ما تصدرها الدولة لتمويل عجز الموازنة المزمن ويحق لحامل السند تداوله في سوق الأوراق المالية (هناك بعض السندات التي لا تسمح الحكومة بتداولها ←في حال احتاج صاحبها للمال يعود للخزينة العامة ليحصل على قيمة السند). ولمزيد من التفاصيل حول الأوراق المالية الحكومية انظر:

حساني ، حوراني. (2013-2014). ص211.

كنعان. (2009). ص 56.

المصرف المشتري بإخطار بنك سورية المركزي وفق النموذج المعد لهذه الغاية عند كل عملية تداول، وفي حال عدم الإخطار يخضع المصرف المشتري للعقوبات وفق الأنظمة والتعليمات النافذة[1].

وبناءً على ما سبق، يمكن القول أن تفعيل دور السياسة النقدية في سورية لا يزال يواجه بعض المصاعب أهمها[2]:

1-يفتقر مصرف سورية المركزي إلى الاستقلالية اللازمة[3] حيث لا يزال عمل المصرف مقيداً وبشكل كبير بتمويل عجز الموازنة العامة للدولة.

2-تقتصر أدوات السياسة النقدية على اعتماد بعض الأدوات المباشرة وعدم إمكانية استخدامها للأدوات غير المباشرة نتيجة عدم توفر متطلبات تطبيق مثل هذه الأدوات ولا سيما السوق النقدية.

3-تفتقر السياسة النقدية في سورية إلى الشفافية والمصداقية وهما سمتان متلازمتان لايمكن اكتسابهما بسهولة بل بشكل تدريجي، عن طريق بناء جسر من الثقة بينها وبين الجمهور، وذلك من خلال الشفافية في إصدار النشرات والدراسات والاحصاءات الدورية، والعمل على تقديمها للجمهور وشرح مدى أهميتها وكيفية الاستفادة منها.

4- على الرغم من التطور الكبير الذي حققه القطاع المصرفي، إلا أنه لا يزال ذا حجم صغير وعدد المصارف العاملة في السوق السورية لا يزال قليلاً. وافتقار السوق لأسس التعاملات المصرفية المتطورة، وغياب الوعي المصرفي، انعكس على ضعف أداء هذا القطاع.

ثانياً: واقع السوق المالية في سورية:

صدر المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 استكمالاً للجهود المبذولة في تطوير وتحديث البنية المالية في سورية، والذي نص على إحداث سوق لتداول الأوراق المالية في الجمهورية العربية السورية، وتسمى سوق دمشق للأوراق المالية. على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، كما نص قانون السوق على أنه يجوز بقرار من مجلس الوزراء تحويل السوق إلى شركة مساهمة، مملوكة من قبل أعضاء السوق عند توفر المناخ الملائم لذلك، مع بقائها خاضعة لإشراف هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

وتم الافتتاح الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية في 10آذار 2009، بهدف دعم الاقتصاد الوطني من خلال إتاحة الفرص لتعبئة المدخرات المحلية وجذب الاستثمارات وتحفيز السوق الأولية التي يتم فيها إنشاء

[1] الريس. (2021). ص248.

[2] الريس. (2018). ص 185-186 (بتصرف).

[3] فاستقلاليته تنحصر في اختيار الأدوات المناسبة لتنفيذ السياسة النقدية التي يقررها مجلس النقد والتسليف.

شركات مساهمة جديدة وزيادة رؤوس أموالها لدفع عملية التنمية الاقتصادية ورفع مستوى المعيشة لكافة فئات المجتمع[1].

1-هيكل السوق المالية في سورية[2]:

من الناحية التشريعية يمكن القول أن بنية السوق المالية تتكون من ثلاث جهات رئيسية هي:

1-1-هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: هي هيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية، ترتبط برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتسعى إلى تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية. وتساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، وحماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب. وكذلك تهدف إلى تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني، وتقوم بتنظيم الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ومراقبته، وتنظيم إصدار الأوراق المالية، ومراقبة الأسواق المالية، وكذلك أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها من الشركات المصدرة للأوراق المالية وشركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها ومصارف وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها، وشركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

1-2-سوق دمشق للأوراق المالية (بورصة دمشق): وهي مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية. مركزها مدينة دمشق، ويحق لها افتتاح فروع في المحافظات. ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها. تهدف إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والعادل للأوراق المالية.

تتمثل مهام سوق دمشق للأوراق المالية في وضع إجراءات وأساليب عمل كفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف ووضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية والتحقق من قوة المراكز المالية لشركات الخدمات والوساطة المالية ومتانتها وكذلك توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاءة من أجل نقل ملكية الأوراق المالية، وبالتالي إمكانية شراء الأوراق المالية وبيعها بسرعة كبيرة. وتقسم سوق دمشق للأوراق المالية

---

[1] الحموي. (2016). ص69.

[2] تم الاعتماد على المراجع التالية (بتصرف):

طالب. (2013). ص 135-136.

موصلي ، سليمان. (2012-2013).

المادة 5، المادة 6، المادة 17، المادة 20، المادة 21، المرسوم التشريعي رقم 55، عام 2006.

المادة 2، المادة 3، المادة6، قانون رقم 22، عام 2005.

حالياً إلى: سوق نظامي، وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة يحددها المجلس. وسوق موازٍ، يتم من خلالها تنظيم التعامل في القاعة بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق تعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية. ويقسم إلى سوقين: موازٍ أ وموازٍ ب، ويتم فيها تداول أسهم شركات تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة كل من هذين السوقين.

1-3-مركز المقاصة والحفظ المركزي:

يتبع هذا المركز لسوق دمشق للأوراق المالية، ويقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها، وذلك لقاء بدلات. وتتحمل السوق كامل نفقاته وتعود للسوق جميع موارده. وتكون العضوية في المركز إلزامية للشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية المدرجة أسهمها في السوق، ولشركات الخدمات والوساطة المالية الأعضاء في السوق، بالإضافة إلى أية جهات أُخرى يعتمدها مجلس المفوضين.

2-آلية التداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

يتم التداول بالأوراق المالية في السوق بموجب عقود تداول تبرم بين الوسطاء الأعضاء، تدوّن في سجلات السوق وتتم لحساب هؤلاء الوسطاء أو لحساب عملائهم وفقاً لأنظمة السوق الداخلية وتعليماتها. وتكون القيود المدونة في سجلات السوق وحساباتها، سواء كانت خطية أو إلكترونية، وأي وثائق صادرة عنها دليلاً قانونياً على تداول الأوراق المالية المبيّنة فيها بتاريخ تلك السجلات او الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك. وبالنسبة لتداول اسهم الشركات المساهمة التي لا تنطبق عليها شروط الإدراج الخاصة بأحد السوقين النظامية او الموازية ، فيتم في مجلس مؤلّف من المتعاقدين او ممثليهما أمام مرجع رسمي مختص أو أمام مندوب الشركة ذات العلاقة وفقاً لأحكام المادة 145 من قانون التجارة النافذ[1].

وتشمل الأوراق المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية التالي[2]:

أ- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.

ب-أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.

ت-أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.

ث-الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

[1] المادة 7، المرسوم التشريعي رقم 55، عام 2006.

[2] المادة 3، المرسوم التشريعي رقم 55، عام 2006.

ج- أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها اوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل المجلس.

وفي الواقع لا يتم تداول سوى الأسهم المحددة في الفقرة (أ) أعلاه.

3-إدارة السوق:

يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يسمّى بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح مجلس المفوضين، يختارون من بينهم رئيساً ونائباً للرئيس، ويتكون المجلس على النحو الآتي :

أ- ممثل عن الهيئة: عضواً.

ب- ممثل عن مصرف سورية المركزي: عضواً.

ت- ثلاثة أعضاء يمثلون شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها.

ث- عضوان يمثلان الشركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية، الأعضاء في السوق.

ج- عضوان من أصحاب الخبرة والمؤهلات في الأسواق المالية يختارهما المجلس.

وتكون مدة عضوية مجلس إدارة السوق ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة فقط بالنسبة للأعضاء المشار إليهم في الفقرات (ت-ث-ج) من الفقرة السابقة. ويتولى رئيس مجلس الإدارة تمثيل السوق أمام القضاء و أمام الغير وله أن يفوّض أياً من صلاحياته إلى نائبه أو أحد أعضاء مجلس الإدارة.

4-المؤشرات الرئيسية في سوق دمشق للأوراق المالية[1]:

4-1-مؤشر DWX:

ما يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في إحتساب معادلته، حيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل، وتتكون عينة المؤشر من جميع الشركات المدرجة في السوق الموازي و النظامي.

ولاحتساب المؤشر المرجح بالقيمة السوقية نستخدم المعادلة التالية:

المؤشر المثقل بالقيمة السوقية للشركات =

$$\text{المعامل} \times \sum \frac{(\text{عدد الأسهم للشركة}) \times (\text{متوسط سعر السهم})}{(\text{عدد الأسهم للشركة}) \times (\text{سعر الأساس للسهم})}$$

[1] نبذة عن المؤشر، المؤشر، موقع سوق دمشق للأوراق المالية:
http://www.dse.gov.sy/marketindex/indexes_brief_overview

حيث **المعامل** =1000 حين إنطلاق المؤشر، ويتم تعديل المعامل عند حصول تغيير بإجراءات الشركات أو إدخال أو إخراج شركة إلى/من العينة وفق المعادلة التالية :

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

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

سعر الأساس= متوسط سعر السهم لآخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، حيث 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.

4-2-مؤشر DLX:

ما يميز هذا المؤشر أنه يعتمد أسلوب التثقيل بالقيمة السوقية المثقلة بالأسهم الحرة (القابلة للتداول) للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تحتسب القيمة السوقية تبعاً للأسهم الحرة القابلة للتداول، بحيث تعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل نسبة أسهمها الحرة من إجمالي الأسهم الحرة القابلة للتداول في السوق ككل، وتتكون عينة المؤشر من مجموعة من الشركات المدرجة في السوق، والتي تشمل: شركة العقيلة للتأمين التكافلي، بنك بركة- سورية، بنك الشام، بنك قطر الوطني- سورية، بنك سورية الدولي الإسلامي. ولاحتساب المؤشر نستخدم المعادلة التالية:

المؤشر المثقل بالأسهم الحرة =

$$\sum \frac{(\text{عدد الأسهم الحرة للشركة}) \times (\text{سعر الإغلاق})}{(\text{عدد الأسهم الحرة للشركة}) \times (\text{سعر الأساس للسهم})} \times \text{المعامل}$$

حيث **المعامل** =1000 حين إنطلاق المؤشر، ويتم تعديل المعامل عند حصول تغيير بإجراءات الشركات أو إدخال أو إخراج شركة إلى/من العينة وفق المعادلة التالية :

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

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

سعر الأساس= متوسط سعر السهم لآخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، حيث تم تحديد تاريخ 2019/2/28 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.

5-الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية[1]:

قطاع البنوك: البنك العربي – سورية، بنك الائتمان الأهلي اي تي بي، بنك بيمو السعودي الفرنسي، بنك سورية والمهجر، المصرف الدولي للتجارة والتمويل، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك بيبلوس- سورية، بنك قطر الوطني- سورية، بنك الأردن- سورية، بنك سورية والخليج، بنك الشرق، فرنسبنك- سورية، بنك الشام، بنك البركة- سورية.

قطاع التأمين: الشركة المتحدة للتأمين، السورية الدولية للتأمين-أروب، الشركة السورية الوطنية للتأمين، شركة العقيلة للتأمين التكافلي، الاتحاد التعاوني للتأمين، الشركة السورية الكويتية للتأمين.

قطاع الخدمات: الشركة الأهلية للنقل، المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق.

القطاع الزراعي: الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات- نماء.

القطاع الصناعي: الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية، شركة اسمنت البادية.

قطاع الاتصالات: شركة سيريتل موبايل تيليكوم، شركة MTN سورية.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول أن تفعيل دور السوق المالية في سورية لا يزال يواجه بعض المصاعب أهمها [2]:

1-عدم تنوع الأوراق المالية: يعد التنويع أحد أهم الركائز التي تقوم عليها الأسواق المالية في الدول المتقدمة، إذ تعرض أمام المستثمرين تشكيلة متنوعة و متعددة من الأوراق المالية، تفسح لهم المجال واسعاً لاختيار منها ما يلائم إمكانياتهم وميولهم الشخصية، والتنويع من هذا المنطلق يعمل على تخفيض حجم المخاطر. أما البورصة السورية فهي حديثة النشأة و لا يُتداول فيها إلا الأسهم ويُغلب عليها أسهم المصارف وقطاع التأمين، مما يجعلها بذلك تفتقر للتنوع, و يحد من رغبة المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

2-قلة المؤسسات المدرجة: تعتبر المؤسسات المحرك الأساسي للبورصة، فهي العامل الذي يؤدي إلى نموها، حيث كلما زاد عدد المؤسسات المدرجة في البورصة، زادت فعالية البورصة والعكس صحيح. وما يلاحظ الآن في

[1] الشركات المدرجة، موقع سوق دمشق للأوراق المالية:
http://www.dse.gov.sy/issuer-company/index

[2] فارس. (2018).

بورصة دمشق أن هناك عدداً محدوداً جداً من المؤسسات المدرجة، وذلك لأن عدد المؤسسات المؤهلة والقادرة على أن تدرج في البورصة محدود جداً، وهذا ما يعيق نمو البورصة.

3-النظام الضريبي: ما يميز النظام الضريبي هو أنه أخضع الشركات المدرجة إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، والتي تؤدي بدورها إلى تخفيض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين، زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى التوزيعات عند تحويلها إلى حسابات المساهمين. كل هذه الضرائب تضعف من مردودية الأموال المستثمرة في الأوراق المالية. لذلك فإن هذا الضغط الضريبي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الادخاري والاستثماري.

4-التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار، إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الادخار بل وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلاً. حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخول الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لاقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الاستهلاكية رغبةً منهم في المحافظة على مستويات استهلاكهم عندما لا تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الاستهلاك التي اعتادوا عليها. كما أن المستثمر عندما يتخذ قراراته الاستثمارية، لابد أن تكون حسابات التكلفة و العائد على أساس الأرقام الحقيقية وليست الاسمية، وذلك لأن العائد يفقد جزءاً من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعاً لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي الأقل إنتاجية، فعند ظهور الحالة التضخمية تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم؛ الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة. وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الاقتصاد فإنه يشجع على انتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالاستقرار، وهكذا فإن التضخم يمثل عائقاً بالنسبة لنشاط البورصة من خلال توجيه رؤوس الأموال في ميادين أخرى غير البورصة.

6- المعوقات السياسية: من المعروف أن بورصة دمشق للأوراق المالية افتُتحت في ظروف سياسية مستقرة وهذا ما أسهم في إقلاعها بشكل صحيح، إلا أن النشاط الفعلي لها تأثر بالأزمة التي مرت بها سورية. وبحكم أن المستثمر يبحث دائماً على عامل الأمان والمردودية بالدرجة الأولى، وهذان العاملان لا يتحققان إلا في محيط يتميز بالاستقرار، إذ عادة ما تنفر رؤوس الأموال من البلدان التي تعيش الحروب والاضطرابات، والتغيرات المستمرة للسياسات و القوانين المتعامل بها.

ثالثاً: كيف يمكن للاقتصاد السوري الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي:

1- ضرورة احترام الاستقلالية لمصرف سورية المركزي بالشكل الذي يضمن مرونة سياساته. وذلك في ظل مسؤوليته عن تنفيذ السياسة النقدية، واعتباره المستشار المالي للحكومة، فهو الأنسب حالياً لسن التشريعات والقوانين العامة وليس القوانين الخاصة به فقط.

2- لابد من تطوير سوق شهادات الإيداع وأذون الخزينة التي تقوم بتوفير أداة مهمة للمركزي في إدارة العرض النقدي عبر أدوات السياسة النقدية المختلفة، وتأمين السيولة اللازمة لوزارة المالية لسد حالة العجز التي تمر بها، بدلاً من عمليات الاقتراض المباشر من المركزي التي تؤدي بدورها إلى حدوث آثار تضخمية (الأمر الذي يتعارض مع أهداف السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار). وذلك من خلال جعلها أكثر شمولية (من خلال إشراك المواطنين في المزادات وليس المصارف فقط، وإشراك المصارف الإسلامية التي تتمتع بنسب ربح عالية من خلال إصدار الصكوك الإسلامية).

3- إصدار الأوراق المالية الحكومية بالعملة المحلية لن يكون له الدور الكبير في الغاية المطلوبة منها بعملية إعادة الإعمار التي تعتمد على المستوردات، فمن الأفضل إصدارها بالعملة الأجنبية، عندها ستؤدي الدور المطلوب منها (مع ضرورة مراعاة مخاطر القطع الأجنبي).

4- فيما يخص القطاع المصرفي، يلاحظ غياب أدوات السياسة النقدية التقليدية التي تمنح المركزي القدرة على التحكم في السيولة، فوجود أداة الاحتياطي القانوني بمفردها يحد من إمكانية ضبط السيولة وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل في تحريك الأنشطة الاقتصادية، وتحديداً في ظل التحديات التي فرضتها الأزمة. فلابد من العمل على تطوير القطاع المصرفي وأسواق الإقراض بين المصارف والعمل على تفعيل الأدوات الأخرى المتاحة والتي ستؤدي بدورها إلى زيادة قدرة المركزي على التحكم بالسيولة.

5- التطوير المستمر للتشريعات التي تتعلق بسوق دمشق للأوراق المالية للتكيف مع المستجدات والمعطيات ذات الطابع السياسي والاقتصادي، ودفع عجلة نمو الاقتصاد الوطني.

6- إنشاء فرع للسوق في مدينة ثانية غير دمشق (حلب مثلاً)، من أجل تنشيط عملية الاستثمار والتداول.

7- العمل على زيادة الوعي الاستثماري لدى الأفراد ونشر ثقافة التداول بينهم وتشجيعهم على توجيه مدخراتهم للاستثمار بالأوراق المالية (من خلال تكثيف الندوات والبرامج التلفزيونية).

8- إعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين، وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية.

9- قد يكون من الضروري إنشاء مراكز استشارية فعّالة داخل الأسواق المالية، تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات الكاملة عن الشركات المدرجة في السوق، والاطلاع أيضاً على الإجراءات التي تقوم بها السياسة النقدية والبنك المركزي بالتحديد.

10- إيجاد آلية مناسبة للتنسيق بين السياسة النقدية والمالية، للتأكد من توحيد الهدف والعمل على تحقيقه بشفافية من خلال تواصل دوري مُعلن.

11- تأهيل وتدريب الكوادر والموظفين للمتابعة المستمرة والاطلاع الدائم لكل مايضيف لقدراتهم الوظيفية وإكسابهم مهارات جديدة تساعدهم على تحقيق التميز، وذلك من خلال التدريب المهني المستمر وإقامة دورات رفع كفاءة الأداء.

تناول الفصل الثالث من هذه الرسالة (أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية) ثلاثة مباحث:

تم الحديث في المبحث الأول (آلية الانتقال النقدي للسياسة النقدية غير التقليدية) عن القناتان الرئيسيتان اللتان تتم من خلالهما آلية النقل وهما قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة.

أما المبحث الثاني (أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت) فتضمن الدراسة الإحصائية حيث تمت دراسة العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية التي قام البنك بتخفيضها إلى مستويات صفرية وسالبة (معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشية وتسهيلات الودائع)، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. ودراسة العلاقة أيضاً بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وذلك عن طريق البرنامج الإحصائي Eviews 12. وتبين من خلال تحليل البيانات عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية وأسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. بينما تم استنتاج علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية ومعدل الفائدة على تسهيلات الودائع وصافي مشتريات الأوراق المالية وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وبينت نتائج الاختبار أن هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وأسعار الأسهم. ووجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع وأسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل. ووجود علاقة طردية بين صافي مشتريات الأوراق المالية وأسعار الأسهم في المدى القصير.

وبالنسبة للمبحث الثالث (إمكانية الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي في سورية) فتم الحديث فيه عن أبرز ملامح السياسة النقدية والسوق المالية في سورية، وأهم المعوقات التي تواجه كل منهما، وكيف يمكن للاقتصاد السوري الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي.

النتائــج

1- عادة ما يلجأ واضعو السياسات الاقتصادية والحكومات إلى تبني سياسات وتدابير خاصة في الظروف غير الطبيعية والحالات الطارئة والأزمات. وفي هذا الإطار أيضاً قد تكون أدوات السياسة النقدية التقليدية غير كافية لتحقيق أهدافها.

2- إن الاضطراب المالي العالمي الذي انفجر أواخر عام 2007 والكساد الحاد اللاحق في النشاط الاقتصادي أثارا ردود أفعال لا مثيل لها من قبل البنوك المركزية الرئيسية في العالم (كالبنك الفيدرالي الأميركي، وبنك اليابان، والمركزي الأوروبي)، حيث تبنت إجراءات غير تقليدية (لم تكن معروفة من قبل) والتي كان من أهم ملامحها أن البنك المركزي يستخدم ميزانيته بشكل فعال ليؤثر بشكل مباشر في الأوضاع الاقتصادية وفي الأسعار.

3- قام البنك المركزي الأوروبي باستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (سياسة معدلات الفائدة الصفرية، سياسة معدلات الفائدة السالبة، سياسة التيسير الكمي)؛ من أجل توفير المزيد من الحوافز لاقتصاد منطقة اليورو بعد الأزمة المالية العالمية، وبهدف تحقيق الاستقرار في النظام المصرفي الأوروبي.

4- إن السياسات النقدية غير التقليدية التي استخدمها البنك المركزي الأوروبي بعد أزمة 2008، عادت بنتائج إيجابية _إلى حد ما_ على اقتصاد منطقة اليورو. فتطبيق البنك لسياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة عن طريق تخفيضه لمعدلات الفائدة الرئيسية لديه (والتي تشمل معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية IR، وعلى تسهيلات الإقراض الهامشية IL، وعلى تسهيلات الودائع ID) أدى إلى تحوّل معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2009 من مستوى سالب "انكماش" إلى مستويات موجبة. ولكن أزمة الديون السيادية التي واجهتها منطقة اليورو عام 2013 وجائحة كورونا COVID-19 عام 2020 جعلته ينخفض ويعود إلى الانكماش.

5- ساهم تخفيض معدلات الفائدة إلى رفع معدل التضخم ووصوله إلى المعدل المستهدف 2% حتى نهاية عام 2011، ثم انخفض مع بداية عام 2012 بسبب الانخفاض الكبير في أسعار الغذاء العالمية، والذي كان نتيجة النمو الكبير في الإنتاج الزراعي؛ وهذا الانخفاض دفع البنك المركزي الأوروبي بالبدء رسمياً ببرامج شراء الأصول (سياسة التيسير الكمي) في نهاية عام 2014، حيث بدأ ببرنامجين هما: برنامج شراء الأوراق المالية المدعومة بأصول ABSPP، والبرنامج الثالث لشراء السندات المغطاة CBPP3. أما برنامج شراء قطاع الشركات CSPP، وبرنامج شراء القطاع العام PSPP، فلم يبدأ البنك المركزي الأوروبي بهما حتى عام 2017.

6- ساهم تطبيق البنك لبرامج شراء الأصول لوصول معدل التضخم للمعدل المستهدف خلال شهر شباط من عام 2017، وشهر أيار وحزيران من عام 2018، وتجاوزه للمعدل المستهدف خلال عدة أشهر من عام 2018. ليعود للانخفاض بعده، ويعزي بعض المحللين هذا الانخفاض (وخاصة الانخفاض الذي حصل في شهر نيسان من عام 2020) إلى احتواء جائحة كورونا COVID-19 في جميع البلدان.

7- ارتفع مجموع الأصول في ميزانية البنك بشكل ملحوظ بعد تطبيق سياسة التيسير الكمي واستمر ارتفاعه من عام 2014 حتى عام 2020 (مع انخفاض قليل عام 2019، حيث قام البنك المركزي الأوروبي باستثمار المدفوعات الرئيسية من الأوراق المالية المستحقة المحتفظ بها في محافظ APP الخاصة به بالفترة بين كانون الأول عام 2018 وكانون الأول عام 2019؛ لذلك تباطأ نمو الميزانية العمومية للبنك في عام 2019).

8- مع اندلاع الأزمة المالية العالمية عام 2008، حدث أكبر انخفاض بالنشاط في قطاعات السوق غير المضمونة في سوق النقد في منطقة اليورو، ويمكن تفسير هذا الانخفاض بالتحول المستمر إلى التمويل المضمون. حيث بقي السوق المضمون له أكبر شريحة من سوق النقد في منطقة اليورو واستمر بالنمو. ويمكن القول إن هذا التغيير قد ساهم في المرونة النسبية لسوق النقد مع ظهور جائحة كورونا (COVID-19) أيضاً؛ حيث كانت المعاملات المضمونة أقل تأثّراً بالتوترات من المعاملات غير المضمونة.

9- أدت الأزمة المالية الكبرى التي ضربت الاتحاد الأوروبي (إلى جانب الاقتصاديات المتقدمة الأُخرى) إلى ظهور أسواق رأس المال الأوروبية على أنها متخلفة، مقارنة بالتطور والنضج الذي اتسم بهما الاقتصاد الأوروبي، حيث تم الاعتماد على النظام المصرفي. وبالتالي كانت المفوضية الأوروبية محقة في تحديد الحاجة إلى تطوير اتحاد حقيقي لسوق رأس المال CMU (Capital Market Union). حيث تعد CMU خطة لإنشاء سوق موحدة لرأس المال، الهدف منه هو الحصول على الأموال والاستثمارات عبر الاتحاد الأوروبي، بحيث يمكن أن تفيد المستهلكين والمستثمرين والشركات بغض النظر عن مكان وجودهم.

10- يشارك نظام اليورو في العديد من المبادرات التي تهدف إلى تعزيز الكفاءة، وتحقيق المزيد من التكامل في الأسواق المالية بأوروبا؛ حيث يبحث عن طرق لتعزيز البنية التحتية للسوق المالية، وذلك عن طريق توفير مجموعة من تسهيلات الدفع وأهمها نظام التحويل والتسوية الآلي للتسويات الفورية الإجمالية The Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system (TARGET).

11- تطورت أنظمة التداول على مر السنين لتوفر للمشاركين في السوق أنظمة تداول بديلة، والتنسيق الأكثر شيوعا لتداول الأسهم يتم من خلال سجل الأوامر المركزي central limit order book (CLOB) في البورصة، وهي عبارة عن منصة تجمع الطلبات المعلقة المقدمة إلى البورصة بناءً على الأولوية وتطابق أوامر البيع والشراء المقابلة وفقاً لقواعد التداول.

12- تُعد بورصة فرانكفورت Frankfurt Stock Exchange (FSE) أحد أكبر المراكز التجارية للأوراق المالية في العالم، فهي أكبر البورصات الألمانية السبعة، حيث تبلغ حصتها في المبيعات بينهم حوالي 90%، وتُعد اليوم مركزاً تجارياً دولياً، وينعكس هذا على هيكل المشاركين فيها؛ فمن بين حوالي مئتي مشارك في السوق، نصفهم تقريباً من بلدان غير ألمانية.

13- تمتد آثار السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية المختلفة، وقد يكون لها نتائج إيجابية أو سلبية، لذلك يجب أن يتمتع صانعو السياسة النقدية بالخبرة والكفاءة والقدرة على اتخاذ القرارات بالكم والوقت المناسبين؛ ومن هنا تتضح أهمية الفهم الكامل للقنوات التي ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية الأساسية. والقناتان الرئيسيتان اللتان تتم من خلالهما آلية الانتقال النقدي لتدابير السياسة النقدية غير التقليدية إلى الأسواق المالية هما: قناة التوقعات وقناة رصيد المحفظة.

14- تبين من خلال تحليل البيانات عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. بينما تم استنتاج علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية، ومعدل الفائدة على تسهيلات الودائع، وصافي مشتريات الأوراق المالية، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت.

15- بينت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وأسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت؛ فتخفيض معدل الفائدة أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم.

16- بينت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع وأسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت؛ فتخفيض معدل الفائدة أدى إلى ارتفاع أسعار الأسهم على المدى قصير الأجل والمدى طويل الأجل.

17- بينت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة طردية بين صافي مشتويات الأوراق المالية وأسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت؛ فبرامج شراء الأصول أدت إلى ارتفاع أسعار الأسهم على المدى قصير الأجل.

18- يؤكد واقع السياسة النقدية في سورية على عدم تحقيق متطلبات تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية، ويؤكد واقع السوق المالية في سورية على وجود عدة معوقات لتطور ونمو البورصة، ولكن من الممكن الاستفادة من تجربة البنك المركزي الأوروبي في استخلاص بعض التوصيات للانطلاق نحو التأثير الفاعل في النشاط الاقتصادي.

التوصيات

1. تقوية الأنظمة المصرفية في منطقة اليورو، والتحكم في الائتمان المصرفي وتوجيهه بشكل فعال.
2. من الممكن التوسع في برامج شراء الأصول (سياسة التيسير الكمي) أكثر لرفع معدلات النمو في منطقة اليورو وتحقيق معدل التضخم المستهدف وخاصة بعد جائحة كورونا (COVID-19).
3. ينبغي أن تكون إجراءات السياسة النقدية غير التقليدية متناسبة قدر الإمكان مع درجة الاضطراب التي يعاني منها السوق، والتي تسهم هذه السياسات في مواجهته.
4. ينبغي أن تتولى السلطات المصرفية الأوروبية الإشراف الكلي الدقيق على خطط عمل البنوك، كما ينبغي بذل جهود أكبر في إعادة هيكلة البنوك التي تتوفر لها مقومات الاستمرار، وتصفية البنوك الضعيفة.
5. التوسّع بالمعاملات المضمونة في السوق النقدية بمنطقة اليورو حيث يُعتبر أقل تأثراً بالتوترات من المعاملات غير المضمونة.
6. أما فيما يتعلق بمصرف سورية المركزي، فيجب عليه السعي للتحرر من تبعيته شبه المطلقة للحكومة. حيث تمكنه الاستقلالية من القيام بدوره الطبيعي والمحوري في الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال رسم السياسة النقدية وتنفيذها، وفقاً للحاجات الاقتصادية وليس رغبات الحكومة.
7. كل المعوقات التي تواجه سوق دمشق للأوراق المالية يمكن تجاوزها من خلال التطوير المستمر للتشريعات للتكيف مع المستجدات، ونشر ثقافة التداول وتشجيع الأفراد على توجيه مدخراتهم للاستثمار بالأوراق المالية؛ وذلك يسهل الوصول إلى نتائج إيجابية عن طريق زيادة دور السوق المالي في تعبئة الموارد المالية.
8. الاهتمام بسوق دمشق للأوراق المالية يمكن أن يساهم في رفع معدل النمو الاقتصادي لأنه مرآة الاقتصاد، وذلك من خلال التطوير المستمر للأنظمة البرمجية الضرورية لعمل السوق.
9. من الممكن أن يتم سن قوانين وتشريعات من شأنها أن تعالج المشكلات التي تنجم عن استخدام وسائل الدفع الالكتروني بصفة عامة، وتحديد العقوبات المناسبة بشأنها.
10. ينعكس نجاح الموظفين بشكل جذري على الأداء الفعال للمهام المطلوبة منهم، ويتطلب هذا مجهود كبير من التدريب والتطوير والمراقبة.

الملاحق

الجدول رقم (1): معدلات الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2009/1 حتى 2020/12 (%)

التاريخ	IR	IL	ID	التاريخ	IR	IL	ID	التاريخ	IR	IL	ID	التاريخ	IR	IL	ID
2009/1	2.32	3	1.65	2010/1	1	1.75	0.25	2011/1	1	1.75	0.25	2012/1	1	1.75	0.25
2009/2	2	3	1	2010/2	1	1.75	0.25	2011/2	1	1.75	0.25	2012/2	1	1.75	0.25
2009/3	1.66	2.66	0.66	2010/3	1	1.75	0.25	2011/3	1	1.75	0.25	2012/3	1	1.75	0.25
2009/4	1.30	2.30	0.30	2010/4	1	1.75	0.25	2011/4	1.15	1.9	0.4	2012/4	1	1.75	0.25
2009/5	1.09	1.94	0.25	2010/5	1	1.75	0.25	2011/5	1.25	2	0.5	2012/5	1	1.75	0.25
2009/6	1	1.75	0.25	2010/6	1	1.75	0.25	2011/6	1.25	2	0.5	2012/6	1	1.75	0.25
2009/7	1	1.75	0.25	2010/7	1	1.75	0.25	2011/7	1.4	2.15	0.65	2012/7	0.83	1.58	0.08
2009/8	1	1.75	0.25	2010/8	1	1.75	0.25	2011/8	1.5	2.25	0.75	2012/8	0.75	1.5	0
2009/9	1	1.75	0.25	2010/9	1	1.75	0.25	2011/9	1.5	2.25	0.75	2012/9	0.75	1.5	0
2009/10	1	1.75	0.25	2010/10	1	1.75	0.25	2011/10	1.5	2.25	0.75	2012/10	0.75	1.5	0
2009/11	1	1.75	0.25	2010/11	1	1.75	0.25	2011/11	1.32	2.07	0.57	2012/11	0.75	1.5	0
2009/12	1	1.75	0.25	2010/12	1	1.75	0.25	2011/12	1.1	1.85	0.35	2012/12	0.75	1.5	0

تابع الجدول رقم (1): معدلات الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2009/1 حتى 2020/12(%)															
ID	IL	IR	التاريخ	ID	IL	IR	التاريخ	ID	IL	IR	التاريخ	ID	IL	IR	التاريخ
−0.3	0.3	0.05	2016/1	−0.2	0.3	0.05	2015/1	0	0.75	0.25	2014/1	0	1.5	0.75	2013/1
−0.3	0.3	0.05	2016/2	−0.2	0.3	0.05	2015/2	0	0.75	0.25	2014/2	0	1.5	0.75	2013/2
−0.35	0.27	0.02	2016/3	−0.2	0.3	0.05	2015/3	0	0.75	0.25	2014/3	0	1.5	0.75	2013/3
−0.4	0.25	0	2016/4	−0.2	0.3	0.05	2015/4	0	0.75	0.25	2014/4	0	1.5	0.75	2013/4
−0.4	0.25	0	2016/5	−0.2	0.3	0.05	2015/5	0	0.75	0.25	2014/5	0	1.11	0.56	2013/5
−0.4	0.25	0	2016/6	−0.2	0.3	0.05	2015/6	−0.06	0.51	0.18	2014/6	0	1	0.5	2013/6
−0.4	0.25	0	2016/7	−0.2	0.3	0.05	2015/7	−0.1	0.4	0.15	2014/7	0	1	0.5	2013/7
−0.4	0.25	0	2016/8	−0.2	0.3	0.05	2015/8	−0.1	0.4	0.15	2014/8	0	1	0.5	2013/8
−0.4	0.25	0	2016/9	−0.2	0.3	0.05	2015/9	−0.17	0.33	0.08	2014/9	0	1	0.5	2013/9
−0.4	0.25	0	2016/10	−0.2	0.3	0.05	2015/10	−0.2	0.3	0.05	2014/10	0	1	0.5	2013/10
−0.4	0.25	0	2016/11	−0.2	0.3	0.05	2015/11	−0.2	0.3	0.05	2014/11	0	0.85	0.35	2013/11
−0.4	0.25	0	2016/12	−0.27	0.3	0.05	2015/12	−0.2	0.3	0.05	2014/12	0	0.75	0.25	2013/12

تابع الجدول رقم (1): معدلات الفائدة لدى البنك المركزي الأوروبي خلال الفترة 2009/1 حتى 2020/12(%)															
ID	IL	IR	التاريخ	ID	IL	IR	التاريخ	ID	IL	IR	التاريخ	ID	IL	IR	التاريخ
−0.5	0.25	0	2020/1	−0.4	0.25	0	2019/1	−0.4	0.25	0	2018/1	−0.4	0.25	0	2017/1
−0.5	0.25	0	2020/2	−0.4	0.25	0	2019/2	−0.4	0.25	0	2018/2	−0.4	0.25	0	2017/2
−0.5	0.25	0	2020/3	−0.4	0.25	0	2019/3	−0.4	0.25	0	2018/3	−0.4	0.25	0	2017/3
−0.5	0.25	0	2020/4	−0.4	0.25	0	2019/4	−0.4	0.25	0	2018/4	−0.4	0.25	0	2017/4
−0.5	0.25	0	2020/5	−0.4	0.25	0	2019/5	−0.4	0.25	0	2018/5	−0.4	0.25	0	2017/5
−0.5	0.25	0	2020/6	−0.4	0.25	0	2019/6	−0.4	0.25	0	2018/6	−0.4	0.25	0	2017/6
−0.5	0.25	0	2020/7	−0.4	0.25	0	2019/7	−0.4	0.25	0	2018/7	−0.4	0.25	0	2017/7
−0.5	0.25	0	2020/8	−0.4	0.25	0	2019/8	−0.4	0.25	0	2018/8	−0.4	0.25	0	2017/8
−0.5	0.25	0	2020/9	−0.44	0.25	0	2019/9	−0.4	0.25	0	2018/9	−0.4	0.25	0	2017/9
−0.5	0.25	0	2020/10	−0.5	0.25	0	2019/10	−0.4	0.25	0	2018/10	−0.4	0.25	0	2017/10
−0.5	0.25	0	2020/11	−0.5	0.25	0	2019/11	−0.4	0.25	0	2018/11	−0.4	0.25	0	2017/11
−0.5	0.25	0	2020/12	−0.5	0.25	0	2019/12	−0.4	0.25	0	2018/12	−0.4	0.25	0	2017/12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات اليومية المنشورة على الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي. حيث تم احتساب معدلات الفائدة (على أساس شهري) من خلال حساب متوسط الفترة.

https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?org.apache.struts.taglib.html.TOKEN=36558e47f2b7c28d4a3ce29a3f5a266c&df=true&ec=&dc=&oc=&pb=&rc=&DATASET=0&removeItem=&removedItemList=&mergeFilter=&activeTab=FM&showHide=&MAX_DOWNLOAD_SERIES=500&SERIES_MAX_=NUM=50&node=9691107&legendRef=reference&legendNor

الجدول رقم (2): صافي مشتريات الأوراق المالية خلال سياسة التيسير الكمي (المبالغ بملايين اليورو)

APP	PSPP	CSPP	CBPP3	ABSPP	التاريخ	APP	PSPP	CSPP	CBPP3	ABSPP	التاريخ
446	0	0	182	264	2015/11	0	0	0	0	0	2014/9
430	0	0	34	396	2015/12	0	0	0	0	0	2014/10
1457	0	0	1191	266	2016/1	12	0	0	10	2	2014/11
612	0	0	280	332	2016/2	4	0	0	0	4	2014/12
994	0	0	499	495	2016/3	28	0	0	6	22	2015/1
739	0	0	295	444	2016/4	82	0	0	53	29	2015/2
1711	0	0	1270	441	2016/5	66	0	0	25	41	2015/3
1514	0	0	1043	471	2016/6	201	0	0	96	105	2015/4
1377	0	0	945	432	2016/7	74	0	0	11	63	2015/5
766	0	0	398	368	2016/8	378	0	0	298	80	2015/6
952	0	0	425	527	2016/9	185	0	0	64	121	2015/7
1562	0	0	814	748	2016/10	491	0	0	263	228	2015/8
902	0	0	521	381	2016/11	554	0	0	355	199	2015/9
1451	0	0	948	503	2016/12	813	0	0	518	295	2015/10

تابع الجدول رقم (2): صافي مشتريات الأوراق المالية خلال سياسة التيسير الكمي (المبالغ بملايين اليورو)

التاريخ	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP	التاريخ	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
2017/1	716	2385	8	0	3109	2018/1	674	2870	165	4584	8293
2017/2	341	1078	101	0	1520	2018/2	792	1326	294	6299	8711
2017/3	611	2209	88	352	3260	2018/3	646	1241	240	3930	6057
2017/4	959	2156	8	1946	5069	2018/4	529	1133	87	22959	24708
2017/5	565	1059	70	698	2392	2018/5	426	1135	554	6190	8305
2017/6	815	1742	35	1872	4464	2018/6	691	3202	475	11553	15921
2017/7	498	907	78	5742	7225	2018/7	791	1617	345	16172	18925
2017/8	768	306	0	49	1123	2018/8	631	475	137	854	2097
2017/9	720	1317	112	3606	5755	2018/9	835	1465	717	6006	9023
2017/10	846	502	165	8462	9975	2018/10	865	1671	238	21126	23900
2017/11	440	410	95	2159	3104	2018/11	643	983	735	4758	7119
2017/12	614	1527	0	120	2261	2018/12	844	1137	257	12288	14526

تابع الجدول رقم (2): صافي مشتريات الأوراق المالية خلال سياسة التيسير الكمي (المبالغ بملايين اليورو)											
APP	PSPP	CSPP	CBPP3	ABSPP	التاريخ	APP	PSPP	CSPP	CBPP3	ABSPP	التاريخ
32001	24761	2503	3660	1077	2020/1	25538	20938	834	2792	974	2019/1
6836	4596	565	1184	491	2020/2	11985	8783	120	2388	694	2019/2
19017	13151	2608	2546	712	2020/3	13758	10811	529	1777	641	2019/3
34209	30333	1115	1722	1039	2020/4	23469	21194	504	1212	559	2019/4
15563	12511	2153	371	528	2020/5	16937	15319	281	908	429	2019/5
17963	13082	1271	2916	694	2020/6	11161	7072	205	2907	977	2019/6
34323	28686	1156	3601	880	2020/7	21203	17450	938	2307	508	2019/7
2699	423	74	1621	581	2020/8	5612	4542	29	458	583	2019/8
23943	18930	861	3447	705	2020/9	15281	10382	1097	3242	560	2019/9
34118	23629	2294	6218	1032	2020/10	32808	29024	1629	1590	565	2019/10
30143	22509	2238	4703	693	2020/11	14033	10669	688	1720	956	2019/11
11294	8871	1429	302	692	2020/12	12757	11150	216	647	744	2019/12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي.

https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html

الجدول رقم (3): معدل نمو الناتج في منطقة اليورو خلال الفترة المدروسة (%)

الفترة (الربع)	معدل نمو الناتج	الفترة (الربع)	معدل نمو الناتج	الفترة (الربع)	معدل نمو الناتج	الفترة (الربع)	معدل نمو الناتج
Mar-2009	-3.1	Mar-2012	-0.2	Mar-2015	0.7	Mar-2018	0.2
Jun-2009	0	Jun-2012	-0.3	Jun-2015	0.4	Jun-2018	0.4
Sep-2009	0.4	Sep-2012	-0.1	Sep-2015	0.4	Sep-2018	0.1
Dec-2009	0.5	Dec-2012	-0.4	Dec-2015	0.4	Dec-2018	0.5
Mar-2010	0.4	Mar-2013	-0.4	Mar-2016	0.6	Mar-2019	0.5
Jun-2010	1	Jun-2013	0.5	Jun-2016	0.3	Jun-2019	0.2
Sep-2010	0.5	Sep-2013	0.3	Sep-2016	0.4	Sep-2019	0.2
Dec-2010	0.6	Dec-2013	0.3	Dec-2016	0.8	Dec-2019	0.1
Mar-2011	0.8	Mar-2014	0.4	Mar-2017	0.7	Mar-2020	-3.8
Jun-2011	0	Jun-2014	0.2	Jun-2017	0.7	Jun-2020	-11.6
Sep-2011	0.1	Sep-2014	0.4	Sep-2017	0.8	Sep-2020	12.5
Dec-2011	-0.4	Dec-2014	0.4	Dec-2017	0.8	Dec-2020	-0.7

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي.

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/escb/html/table.en.html?id=JDF_MNA_A_GDP_GROWTH_QOQ&period=index

الجدول رقم (4): المؤشر المنسق لأسعار المستهلك HICP خلال الفترة 2009/1 حتى 2020/12 (%)

التاريخ	HICP	التاريخ	HICP	التاريخ	HICP	التاريخ	HICP	التاريخ	HICP
2009/1	1.1	2010/1	0.9	2011/1	2.3	2012/1	2.7	2013/1	2
2009/2	1.2	2010/2	0.8	2011/2	2.4	2012/2	2.7	2013/2	1.9
2009/3	0.6	2010/3	1.6	2011/3	2.7	2012/3	2.7	2013/3	1.7
2009/4	0.6	2010/4	1.6	2011/4	2.8	2012/4	2.6	2013/4	1.2
2009/5	0	2010/5	1.7	2011/5	2.7	2012/5	2.4	2013/5	1.4
2009/6	−0.1	2010/6	1.5	2011/6	2.7	2012/6	2.4	2013/6	1.6
2009/7	−0.6	2010/7	1.7	2011/7	2.6	2012/7	2.4	2013/7	1.6
2009/8	−0.2	2010/8	1.6	2011/8	2.5	2012/8	2.6	2013/8	1.3
2009/9	−0.3	2010/9	1.9	2011/9	3	2012/9	2.6	2013/9	1.1
2009/10	−0.1	2010/10	1.9	2011/10	3	2012/10	2.5	2013/10	0.7
2009/11	0.5	2010/11	1.9	2011/11	3	2012/11	2.2	2013/11	0.9
2009/12	0.9	2010/12	2.2	2011/12	2.8	2012/12	2.2	2013/12	0.8

تابع الجدول رقم (4): المؤشر المنسق لأسعار المستهلك HICP خلال الفترة 2009/1 حتى 2020/12 (%)									
التاريخ	HICP	التاريخ	HICP	التاريخ	HICP	التاريخ	HICP	التاريخ	HICP
2014/1	0.8	2015/1	−0.6	2016/1	0.3	2017/1	1.7	2018/1	1.3
2014/2	0.7	2015/2	−0.3	2016/2	−0.1	2017/2	2.0	2018/2	1.1
2014/3	0.5	2015/3	−0.1	2016/3	0.0	2017/3	1.5	2018/3	1.4
2014/4	0.7	2015/4	0.2	2016/4	−0.3	2017/4	1.9	2018/4	1.2
2014/5	0.5	2015/5	0.6	2016/5	−0.1	2017/5	1.4	2018/5	2.0
2014/6	0.5	2015/6	0.5	2016/6	0.0	2017/6	1.3	2018/6	2.0
2014/7	0.4	2015/7	0.5	2016/7	0.2	2017/7	1.3	2018/7	2.2
2014/8	0.4	2015/8	0.4	2016/8	0.2	2017/8	1.5	2018/8	2.1
2014/9	0.3	2015/9	0.2	2016/9	0.4	2017/9	1.6	2018/9	2.1
2014/10	0.4	2015/10	0.4	2016/10	0.5	2017/10	1.4	2018/10	2.3
2014/11	0.3	2015/11	0.1	2016/11	0.6	2017/11	1.5	2018/11	1.9
2014/12	−0.2	2015/12	0.3	2016/12	1.1	2017/12	1.3	2018/12	1.5

تابع الجدول رقم (4): المؤشر المنسق لأسعار المستهلك HICP خلال الفترة 2009/1 حتى 2020/12 (%)			
التاريخ	HICP	التاريخ	HICP
2019/1	1.4	2020/1	1.4
2019/2	1.5	2020/2	1.2
2019/3	1.4	2020/3	0.7
2019/4	1.7	2020/4	0.3
2019/5	1.2	2020/5	0.1
2019/6	1.3	2020/6	0.3
2019/7	1.0	2020/7	0.4
2019/8	1.0	2020/8	-0.2
2019/9	0.8	2020/9	-0.3
2019/10	0.7	2020/10	-0.3
2019/11	1.0	2020/11	-0.3
2019/12	1.3	2020/12	-0.3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي.

https://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?org.apache.struts.taglib.html.TOKEN=43b716499583204d2de4849e2ebfd63c&df=true&ec=&dc=&oc=&pb=&rc=&DATASET=0&removeItem=&removedItemList=&mergeFilter=&activeTab=ICP&showHide=&MAX_DOWNLOAD_SERIES=500&SERIES_MAX_NUM=50&node=9691209&legendRef=reference&legendPub=published&legendNor=&SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR

الجدول رقم (5): الأوراق المالية قصيرة الأجل المشمولة في المعلومات الإحصائية المبلّغ عنها بموجب لائحة MMSR

الورقة المالية	الوصف
شهادة الإيداع Certificate of deposit	أداة دين بسعر فائدة ثابت، سواء كانت قابلة للتداول أم غير قابلة للتداول، يتم إصدارها من قبل مؤسسات الوساطة المالية النقدية(MFIs) Monetary Financial Intermediaries ، وتمنح حاملها سعر فائدة محدد لفترة زمنية محددة بعد تاريخ التسوية، وتكون إما ذات سعر فائدة محدد أو تباع بخصم.
الورقة التجارية Commercial paper	أداة دين غير مضمونة يتم إصدارها من قبل المؤسسات المالية النقدية MFIs، وتكون إما ذات ذات سعر فائدة محدد أو تباع بخصم.
الورقة التجارية المضمونة بالأصول Asset-backed commercial paper	أداة دين يتم إصدارها من قبل المؤسسات المالية النقدية MFIs، وتكون إما ذات ذات سعر فائدة محدد أو تباع بخصم، وتدعمها بعض أشكال الضمان.
السندات ذات الفائدة المعومة Floating rate notes	أداة دين يتم فيها احتساب مدفوعات الفائدة الدورية من خلال تحديد سعر مرجعي أساسي مثل EURIBOR[178] وفي تواريخ محددة مسبقاً.
سندات دين أُخرى قصيرة الأجل	هي أدوات قابلة للتداول عادةً، ويتم تداولها في الأسواق الثانوية، لا تمنح حاملها أي حقوق ملكية على المؤسسة المصدرة، وهذا البند يشمل: 1- الأوراق المالية التي تمنح حاملها الحق غير المشروط في دخل محدد بموجب عقد، وذلك بشكل مدفوعات في تواريخ عدة أو مبلغ ثابت في تاريخ محدد. 2- الصكوك غير القابلة للتداول، والتي أصبحت قابلة للتداول لاحقاً، وتم إعادة تصنيفها على أنها سندات دين.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي.

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

[178] EURIBOR(سعرالفائدة بين البنوك) و EONIA (متوسط مؤشر اليورو خلال الليل) يوفران معاً مرجع الأسعار الموحدة للاستحقاقات من ليلة واحدة إلى عام واحد.

الجدول رقم (6): تفصيل عن مدة الصفقات المستخدمة في التقارير الإحصائية لسوق النقد

الرمز	المدة	الوصف
O/N	Overnight حتى صباح اليوم التالي	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو تاريخ المتاجرة (تاريخ التداول)، والتي تستحق في يوم العمل التالي.
T/N	Tomorrow/Next غداً/التالي	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يوم عمل بعد تاريخ التداول (T+1)، وتاريخ الاستحقاق في يوم العمل التالي له.
S/N	Spot/ Next مقدار وقت قليل/التالي	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق في يوم العمل التالي له.
1W	One Week أسبوع واحد	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق بعد أسبوع واحد تماماً من تاريخ التسوية.
1M	One Month شهر واحد	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق بعد شهر واحد تماماً من تاريخ التسوية.
3M	Three Months ثلاثة أشهر	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق بعد ثلاثة أشهر بالضبط من تاريخ التسوية.
6M	Six Months ستة أشهر	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق بعد ستة أشهر بالضبط من تاريخ التسوية.
9M	Nine Months تسعة أشهر	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق بعد تسعة أشهر بالضبط من تاريخ التسوية.
12M	Twelve Months اثنا عشر شهراً	المعاملات التي يكون فيها تاريخ التسوية هو يومي عمل بعد تاريخ التداول (T+2)، وتاريخ الاستحقاق بعد اثني عشر شهراً بالضبط من تاريخ التسوية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي.

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/money_market/html/index.en.html

الجدول رقم (7): أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت EP من عام 2009 حتى عام 2020.

التاريخ	EP	التاريخ	EP	التاريخ	EP	التاريخ	EP	التاريخ	EP
2009/1	4546.72	2010/1	5863.07	2011/1	7039.63	2012/1	6278.34	2013/1	7747.57
2009/2	4264.56	2010/2	5586.02	2011/2	7294.15	2012/2	6789.55	2013/2	7666.72
2009/3	3968.61	2010/3	5965.05	2011/3	6952.82	2012/3	7089.26	2013/3	7913.88
2009/4	4515.54	2010/4	6215.29	2011/4	7226.10	2012/4	6731.92	2013/4	7723.05
2009/5	4886.36	2010/5	6061.11	2011/5	7330.60	2012/5	6424.77	2013/5	8317.43
2009/6	4930.73	2010/6	6080.79	2011/6	7158.68	2012/6	6184.00	2013/6	8089.15
2009/7	4936.56	2010/7	6067.34	2011/7	7292.78	2012/7	6548.82	2013/7	8161.84
2009/8	5388.26	2010/8	6121.99	2011/8	5923.83	2012/8	6949.78	2013/8	8332.46
2009/9	5583.16	2010/9	6352.60	2011/9	5402.27	2012/9	7274.40	2013/9	8497.84
2009/10	5680.04	2010/10	6436.31	2011/10	5870.87	2012/10	7284.25	2013/10	8800.49
2009/11	5656.45	2010/11	6744.41	2011/11	5826.46	2012/11	7238.58	2013/11	9170.55
2009/12	5575.05	2010/12	6991.86	2011/12	5867.77	2012/12	7576.16	2013/12	9235.01

تابع الجدول رقم (7): أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت EP من عام 2009 حتى عام 2020.

التاريخ	EP	التاريخ	EP	التاريخ	EP	التاريخ	EP	التاريخ	EP
2014/1	9516.78	2015/1	10138.39	2016/1	9827.09	2017/1	11620.11	2018/1	13270.67
2014/2	9507.99	2015/2	10977.14	2016/2	9291.38	2017/2	11745.43	2018/2	12459.36
2014/3	9339.02	2015/3	11784.85	2016/3	9384.46	2017/3	12047.63	2018/3	12165.94
2014/4	9489.91	2015/4	11956.29	2016/4	10026.00	2017/4	12232.55	2018/4	12411.60
2014/5	9709.52	2015/5	11599.09	2016/5	10010.55	2017/5	12659.00	2018/5	12911.16
2014/6	9927.43	2015/6	11216.07	2016/6	9859.15	2017/6	12710.55	2018/6	12667.55
2014/7	9751.79	2015/7	11288.05	2016/7	9960.52	2017/7	12397.47	2018/7	12581.67
2014/8	9273.08	2015/8	10817.97	2016/8	10530.25	2017/8	12153.8	2018/8	12458.92
2014/9	9638.68	2015/9	9803.26	2016/9	10504.49	2017/9	12479.53	2018/9	12185.25
2014/10	8971.85	2015/10	10242.76	2016/10	10624.16	2017/10	13012.08	2018/10	11659.08
2014/11	9490.32	2015/11	10986.28	2016/11	10595.53	2017/11	13159.37	2018/11	11358.26
2014/12	9812.34	2015/12	10673.01	2016/12	11219.18	2017/12	13079.90	2018/12	10834.54

تابع الجدول رقم (7): أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت EP من عام 2009 حتى عام 2020.

التاريخ	EP	التاريخ	EP
2019/1	10968.89	2020/1	13370.52
2019/2	11280.84	2020/2	13330.55
2019/3	11542.59	2020/3	10034.26
2019/4	12067.98	2020/4	10374.51
2019/5	12079.57	2020/5	10993.74
2019/6	12164.20	2020/6	12309.33
2019/7	12406.86	2020/7	12741.23
2019/8	11719.75	2020/8	12882.41
2019/9	12289.54	2020/9	12960.89
2019/10	12538.20	2020/10	12603.10
2019/11	13200.83	2020/11	12960.69
2019/12	13193.27	2020/12	13425.95

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات اليومية المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة فرانكفورت. حيث تم احتساب أسعار الأسهم (على أساس شهري) من خلال حساب متوسط الفترة.

https://www.boerse-frankfurt.de/indices/dax/price-history/historical-prices-and-volumes

الجدول رقم (8): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: EP is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.165833
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (9): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير EP من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت)

Null Hypothesis: EP is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		1.355540
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (10): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IR من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: IR is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.264434
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (11): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IR من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت)

Null Hypothesis: IR is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		1.357764
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (12): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IL من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: IL is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.267500
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (13): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير IL من 2009/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت)

Null Hypothesis: IL is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		1.252167
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (14): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير APP من 2015/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت واتجاه)

Null Hypothesis: APP is stationary
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		0.153696
Asymptotic critical values*:	1% level	0.216000
	5% level	0.146000
	10% level	0.119000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

الجدول رقم (15): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية للمتغير APP من 2015/1 حتى 2020/12 عند المستوى Level (مع ثابت)

Null Hypothesis: APP is stationary
Exogenous: Constant
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic		1.074903
Asymptotic critical values*:	1% level	0.739000
	5% level	0.463000
	10% level	0.347000

المصدر: من إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. حساني، عبد الرزاق، حوراني، أكرم. (2013–2014). **النقود والمصارف**. منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دمشق.

2. عطية، عبد القادر. (2005). **الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**. الدار الجامعية، الاسكندرية، ص 737.

3. قاسم، عبد الرزاق، العلي، أحمد. (2017). **ادارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية**. منشورات جامعة دمشق، دمشق، سوريا.

4. كنعان، علي. (2009). **الأسواق المالية**. مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، دمشق.

5. موصلي، سليمان، سليمان، عدنان. (2012–2013). **الأسواق المالية**. منشورات جامعة دمشق.

الرسائل الجامعية:

1. بوكساني، رشيد. (2006). **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**. رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر.

2. جبرائيل، مريم محفوظ. (2013). **أثر التوريق في السيولة المصرفية في ظل أزمة الرهن العقاري**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

3. حساني، عبد الرزاق. (2002). **النظرية والسياسة النقدية والتوازن الاقتصادي– واقع السياسة النقدية وآفاقها في سورية**. رسالة دكتوراه، جامعة دمشق.

4. الحموي، سيرين. (2016). **تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

5. الخوري، فارس. (2015). **دور استقلالية السلطة النقدية في تعزيز الإصلاح النقدي (دراسة تطبيقية على مصرف سورية المركزي)**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

6. الريّس، سناء. (2018). **مدى فاعلية سعر الفائدة في التأثير على الناتج المحلي الاجمالي:تجربة المصرف المركزي الأوروبي وإمكانية الاستفادة منها في سورية**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

7. الريس، سناء. (2021). **دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بعد الحرب (التجربة الألمانية نموذجاً وإمكانية الاستفادة منها في سورية)**. رسالة دكتوراه، جامعة دمشق.

8. الزوبير، خليفي. (2001-2002). **العملة الأوروبية الموحدة وانعكاساتها على الجهاز المصرفي الجزائري**. رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التيسير، جامعة الجزائر.

9. طالب، بثينة. (2013). **تقييم الأداء المالي للمصارف وأثره على أسعار الأسهم: دراسة في سوق دمشق للأوراق المالية**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

10. عبيد، ميمون. (2013). **أثر إدارة أصول وخصوم المصرف المركزي على الربحية**. رسالة ماجستير، جامعة دمشق.

11. مسلّم، ميس. (2015). **استخدام أسلوب استهداف التضخم في الدول النامية وامكانية تطبيقه في سورية**. رسالة ماجستير، جامعة تشرين.

12. محمد، علي. (2020). **العوامل المؤثرة في قيمة مؤشرات الأسواق المالية في ظل مستوى كفاءتها دراسة مقارنة بين عينة من الأسواق الناشئة والمتقدمة**. رسالة دكتوراه، جامعة دمشق.

الدوريات:

1. ابراهيم، مفتاح، محمد فاضل، سايح. (2010-2011). **العملة الأوروبية الموحدة وانعكاسها على الاقتصاد الجزائري**. بحث لنيل شهادة الليسانس، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التيسير، الجزائر.

2. سمايلي، نوفل، بوطورة، فضيلة. (2015). **فاعلية أدوات السياسة النقدية التقليدية وغير التقليدية للبنك المركزي الأوروبي في مواجهة أزمة الديون السيادية الأوروبية**. بحث منشور، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد الرابع والأربعون.

3. العمر، حسين. (2009). **قنوات تأثير السياسة النقدية (حالة الكويت)**. مجلة جامعة الشارقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 2، العدد3.

4. علي، صاري. (2013). **السياسة النقدية غير التقليدية: الأدوات والأهداف**. بحث منشور، المجلة الجزائرلية للعولمة والسياسات الاقتصادية. العدد 4.

5. فاطمة، رحال، بلورغي، نادية. (2016). **دور الاتحاد الأوروبي في أزمة الديون السيادية الأوروبية**. بحث منشور، مجلة الاقتصاديات المالية والبنكية وإدارة الأعمال – جامعة بسكرة، العدد 1، الجزائر.

6. فارس، ديمة. (2018). **سوق دمشق للأوراق المالية بين الواقع والمعوقات**. بحث منشور، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (40)، العدد (5).

7. كنعان، علي، الجشي، محمد. (2018). **أثر السياسات النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا**. بحث منشور، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (40)، العدد (4).

8. نقار، عثمان، العواد، منذر. (2012). **استخدام نماذج VAR في التنبؤ ودراسة العلاقة السببية بين إجمالي الناتج المحلي وإجمالي التكوين الرأسمالي في سورية.** بحث منشور، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد الثاني.

القوانين والقرارات:

1. المرسوم التشريعي رقم 21، عام 2011.
2. المرسوم التشريعي رقم 55، عام 2006.
3. قانون رقم 22، عام 2005.
4. قانون النقد الأساسي رقم 23، عام 2002.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

Books:

1. Deutsche Börse Group. (2018, May). **From trading floor to electronic market place**. Book, Frankfurt am Main, Germany.

2. ECB. (2006). **The European Central Bank: History, Role and Functions**. 2d.ed, ECB Website.

3. ECB. (2011, May). **The Monetary Policy of the ECB.** Book, 3d.ed, Frankfurt am Main, Germany.

4. Kaplan University. (2017). **Fixed Income, Derivatives, and Alternative Investments.** Book, CFA exam prep, Level1, United States of America.

5. Mishkin, Frederic S. (2004). **The economics of money, banking, and financial markets**. 7d.ed, The Addison-Wesley Series in Economics, The United States of America.

6. Oxera Consulting LLP. (2019, March). **The design of equity trading markets in Europe**. Book, England.

7. Pierce, David G, Tysome, Peter J. (1985). **Monetary Economics theories, evidence and policy**. Book, Second edition, University Press, Cambridge.

Master Thesis:

1. Jamaldeen, Philip. (2015, October). **The Impact of Unconventional Monetary Policy on Uncertainty: Evidence from the U.S. and the EMU**. Master thesis in Advanced Economics and Finance, Copenhagen Business School.

2. Kragiopoulos, Periklis. (2013, February). **Unconventional Monetary Policy An Application to the Eurozone**. Master Thesis, University of Macedonia, Thessaloniki, Greece.

3. Pereira , Ines Leite. (2016, July). **Is The ECB Unconventional Monetary Policy effective?**. Master Thesis in Financial Economics, Erasmus school of economics, Rotterdam.

4. Roomeldi, Rille. (2011, November), **Alternative Monetary Policy Tools of the ECB: Impact of Financial Market**. Master Thesis: M.Sc. in Applied Economics and Finance, Copenhagen Business School.

Research:

1. Al-Ameer, Maryam, Hammad, Walaa, Ismail, Areej, Hamdan, Allam. (2018). **The Relationship of Gold Price with the Stock Market: The Case of Frankfurt Stock Exchange**. Research, International Journal of Energy Economics and Policy, Issue 5.

2. Cassola, Nuno, Morana, Claudio. (2004). **Monetary policy and the stock market in the euro area**. Research, Journal of Policy Modeling, North-Holland.

3. Ioannidis, Christos, Kontonikas, Alexandros. (2006). **The Impact of Monetary Policy on Stock Prices**. Research. Department of Economics, University of Glasgow, Glasgow, UK.

4. Nkoro, Emeka, Uko, Aham Kelvin. (2016). **Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation**. Research, Journal of Statistical and Econometric Methods, vol.5, no.4.

5. Nakashima, Kiyotaka, Shibamoto, Masahiko, Takahashi, Koji. (2019, April). **Risk-Taking Channel of Unconventional Monetary Policies in Bank Lending.** Research, Kobe University, Japan.

6. Trichet, jean-claude. (2013, January). **Unconventional Monetary Policy Measures: Principles-Conditions-Raison d'être**. Research, International Journal of Central Banking, Bank of France.

7. Yılmaz, Derya, Ertürk, Emin, Eryılmaz, Filiz. (2017, April). **The Unconventional Monetary Policy: A Theoretical Approach**.

Research, International Journal of Trade: Economics and Finance, No. 2, Turkey.

Working Papers:

1. ECB. (2005, January). **Trading European Sovereign Bonds the Microstructure Of The MTS Trading Platforms**. Working Paper Series, No 432, ECB Website.

2. Eurostat Press Office. (2017, January). **Euro area inflation up to 1.1%.** Statistical working paper, Eurostat.

3. ECB. (2018, December). **A macro-financial analysis of the corporate bond market**. Working Paper Series, No 2214, ECB Website.

4. ECB. (2019, February). **Do reputable issuers provide better-quality securitizations?.** Working Paper Series, No 2236, ECB Website.

5. ECB. (2019, June). **Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms**. Working Paper Series, No 2289, ECB Website.

6. Eurostat Press Office. (2020, February). **Annual inflation up to 1.4% in the euro area.** Statistical working paper, Eurostat.

7. Eurostat Press Office. (2020, May). **Annual inflation down to 0.3% in the euro area.** Statistical working paper, Eurostat.

8. ECB. (2020 , August). **Risk and return in international corporate bond markets.** Working Paper Series, No 2452, ECB Website.

9. Kang, Joong, C.Shambaugh, Jay. (2013, July). **The Evolution of Current Account Deficits in the Euro Area Periphery and the Baltics: Many Paths to the Same Endpoint.** IMF Working Paper, Research Department, International Monetary Fund.

10. Pattipeilohy, Christiaan, Tabbae, Mostafa, Frost, Jon, de Haan, Jakob. (2013, May). **Unconventional monetary policy of the ECB during the financial crisis: An assessment and new evidence**. Working paper, No.381, De Nederlandsche Bank, Netherlands.

Reports:

1. Baser, Abdul Alim. (2016, April). **Capital Market & the Evolution of Capital Market.** Report, University of Barisal, Barisal.

2. Deutsche Bundesbank. (2004, July). **Regulationof the European securities markets.** Monthly Report, Deutsche Bundesbank Website.

3. Deutsche Bundesbank. (2011). **TARGET2 balances in the Euro system**. Annual Report, Deutsche Bundesbank Euro system Website.

4. European Investors Working Group. (2010, March). **Restoring Investor Confidence in European Capital Markets**. Final Report, 2d.ed, Copy right for European Capital Markets Institute and CFA Institute Centre for Financial Market Integrity.

5. European Commission. (2017, November). **Improving European corporate bond markets**. Report, European Commission Website.

6. ECB. (2018, May). **Financial integration in Europe.** Annual report, ECB Website.

7. ECB. (2019, April). **Annual Report 2018**. Annual Report, ECB Website.

8. ECB. (2021). **Annual Accounts of the ECB 2020**. Report, ECB Website.

9. ECB. (2021, April). **ECB Annual Report 2020**. Annual Report, ECB Website.

10. Lannoo, Karel. (2001, March), **EU Securities Market Regulation Adapting to the Needs of a Single Capital Market.** Report, Centre for European Policy Studies, Place du Congrès.

11. Valinate, Diego. (2016, February). **Europe's Untapped Capital Market Rethinking Integration after The Great Financial Crisis**. Report, Center for European Policy Studies, European Capital Markets Institute, Brussels, Belgium.

Article and Others:

1. Bank for International Settlement. (2018, April). **Liquidity Coverage Ratio (LCR) – Executive Summary.** Executive Summary, Bank for International Settlement Website.

2. Deutsche Bundesbank. (2017, March). **TARGET2-Securities maximises settlement efficiency in the European securities market**. Article, Deutsche Bundesbank Euro system Website.

3. ECB. (2009, December). **Developments In The Euro Area Covered Bond Market.** Review, ECB Website.

4. ECB. (2014, June). **The ECB`s negative interest rate**. Article, ECB Website.

5. ECB. (2015, April). **Guideline (EU) 2015/510 OF THE European Central Bank of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (ECB/2014/60) (recast)**. Guidelines, Official Journal of the European Union.

6. ECB. (2015, May). **Decision (EU) 2015/774 OF The European Central Bank of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10).** Decision, Official Journal of the European Union.

7. ECB. (2015). **Euro system adjusts purchase process in ABS programme**. Article, ECB Website.

8. ECB. (2015, September). **Decision (EU) 2015/1613 OF The European Central Bank of 10 September 2015 amending Decision (EU) 2015/5 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme (ECB/2015/31).** Decision, Official Journal of the European Union.

9. ECB. (2016). **ECB Economic Bulletin 2016**. Economic Bulletin, Issue 5, ECB Website.

10. ECB. (2016, June). **Decision (EU) 2016/948 Of The European Central Bank of 1 June 2016 on the implementation of the corporate sector purchase programme (ECB/2016/16)**. Decision, Official Journal of the European Union.

11. ECB. (2016, August). **What are minimum reserve requirements?.** Article, ECB Website.

12. ECB. (2017, January). **Decision (EU) 2017/101 OF The European Central Bank of 11 January 2017 amending Decision ECB/2014/40 on the implementation of the third covered bond purchase programme (ECB/2017/2).** Decision, Official Journal of the European Union.

13. ECB. (2017, April). **Economic and Monetary Development.** Overview, ECB Economic Bulletin.

14. ECB. (2017, May). **Why are stable prices important**. Article, ECB Website.

15. ECB. (2017, July). **Decision (EU) 2017/1361 OF The European Central Bank of 18 May 2017 amending Decision (EU) 2015/5 on the implementation of the asset-backed securities purchase programme (ECB/2017/15).** Decision, Official Journal of the European Union.

16. ECB. (2018, March). **Update on Economic and Monetary Developments**. Summary, ECB Economic Bulletin.

17. ECB. (2020, June). **Euro area: economic outlook and financial stability during the pandemic crisis**. Speech, ECB Website.

18. Foucault, Thierry. (2012, April). **A central limit order book for European stocks**. Review, Government Office for Science, Paris.

19. Haldane, A G. (1991, February). **The exchange rate mechanism of the European monetary system: a review of the literature**. Review, Bank of England Quarterly Bulletin, England.

20. Jobst, Clemens, Martin, Handig, Holzfeind , Robert. (2012, January). **Understanding TARGET 2: The Euro system's Euro Payment System from an Economic and Balance Sheet Perspective**. Article, Research Gate Website.

21. Klyuev, Vladimir, Imus, Phil de, Srinivasan, Krishna. (2009, November). **Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies** . IMF Staff Position Note, IMF.

22. Office for Official Publications of the European Communities. (1992, February). **Treaty on European Union**. Treaty, Luxembourg.

23. QNB Group. (2014, August). **Declining Food Prices Increase the Risk of Global Deflation.** Article, Economic Commentary, QNB Economics.

24. SöderStröm, Ulf, WeStermark, Andreas. (2009). **Monetary policy when the interest rate is zero.** Article, Economic review journal.

25. Schnabel, Isabel. (2020, November). **Shifting tides in euro area money markets: from the global financial crisis to the COVID-19 pandemic**. Speech, ECB Website.

ثالثاً: المواقع الالكترونية:

1. الموقع الرسمي للبنك المركزي الأوروبي (ECB):
https://www.ecb.europa.eu
2. الموقع الرسمي لبورصة فرانكفورت:
https://www.boerse-frankfurt.de/en
3. موقع البورصة الألمانية (Deutsche Börse Group):
https://www.deutsche-boerse.com/dbg-en/our-company/contact/locations/location-frankfurt-eschborn
4. موقع المفوضية الأوروبية European Commission:
https://ec.europa.eu/info/index_en
5. موقع مؤسسة أسواق رأس المال الأوروبية (ECMI):
http://www.eurocapitalmarkets.org
6. موقع بنك التسويات الدولية Bank for International Settlement:
https://www.bis.org/
7. موقع قاموس كامبردج Cambridge dictionary:
https://dictionary.cambridge.org/
8. موقع البنك الاتحادي الألماني Deutsche Bundesbank:
https://www.bundesbank.de/en
9. موقع قانون الاتحاد الأوروبي European Union Low:
https://eur-lex.europa.eu/homepage.html
10. الموقع الرسمي لنظام xetra:
https://www.xetra.com/xetra-en/
11. موقع البنك الاحتياطي الأسترالي Reserve Bank Of Australia:
https://www.rba.gov.au/

12. موقع سوق دمشق للأوراق المالية:

http://www.dse.gov.sy/index/

Abstract

The European Central Bank (ECB) has used unconventional monetary policy tools (zero and negative interest rate policies, asset purchase programmes); In order to provide more incentives for the Eurozone economy after 2008 crisis. In this thesis, we will analyze the impact of unconventional monetary policies on the performance of European financial markets, in addition to examining the possibility of benefiting from this experience in Syria. In this context, we will study the relationship between the main interest rates that the bank has reduced to zero and negative levels (interest rates on main refinancing operations, marginal lending facilities and deposit facilities), and stock prices in Frankfurt Stock Exchange from 1st of 2009 until 12th of 2020.and the relationship between net purchases of securities for the asset purchase programmes, and stock prices in the Frankfurt Stock Exchange from 1st of 2015 until 12th of 2020. This relationship will be studied through the statistical program Eviews 12, by building appropriate models.

It was found through the analysis of the data that there is no statistically significant relationship between the interest rate on marginal lending facilities and stock prices in the Frankfurt Stock Exchange. While a statistically significant relationship was concluded between the interest rate on main refinancing operations, the interest rate on deposit facilities, net purchases of securities, and stock prices in the Frankfurt Stock Exchange. The results of the test showed that there is an inverse relationship between the interest rate on main refinancing operations and stock prices. And Inverse relationship between the interest rate on deposit facilities and stock prices in the short and long term. And Positive relationship between net purchases of securities and stock prices in the short-term. The reality of monetary policy in Syria confirms that the requirements for implementing unconventional monetary policy have unrealised. The reality of the financial market in Syria confirms that there are several obstacles to the development and growth of the stock exchange.

In conclusion, the researcher recommends strengthening banking systems in the euro area, bank credit control and direct it effectively. As for the Central Bank of Syria, it must strive to free itself from its dependence on the government. Where independence enables its to set and implement monetary policy, according to economic needs, not to desires of the government. As for the Damascus Securities Exchange, it is possible to continuously develop the relevant legislation adapt to developments. In addition, we must evolve in electronic payment methods, which have become an indispensable thing in developed countries. There are other recommendations that the researcher hopes to be implemented.

Keywords: European Central Bank, unconventional monetary policy, European financial markets, Frankfurt Stock Exchange, stock prices.

Syrian Arab Republic

Damascus University

Faculty of Economic

Banking and Insurance Department

Master in Financil Markets

The Impact of ECB Policy on European Financial Markets: Case Study on Frankfurt Stock Exchange and How We can Benefit From It in Syria

A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirments for the degree of master in Financial Markets

By

Farah Zaid Altufaily

Supervisor

Prof. Abdul Razzak Hassani

2021

الجمهورية العربية السورية

جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

ماجستير أسواق مالية

أثر سياسة البنك المركزي الأوروبي على الأسواق المالية الأوروبية:
حالة دراسية عن بورصة فرانكفورت وإمكانية الاستفادة منها في سورية

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد:

فرح زيد الطفيلي

إشراف:

د. عبد الرزاق حساني

2021

الملخص

قام البنك المركزي الأوروبي باستخدام أدوات السياسة النقدية غير التقليدية (سياسة معدلات الفائدة الصفرية والسالبة، وبرامج شراء الأصول)؛ من أجل توفير المزيد من الحوافز لاقتصاد منطقة اليورو بعد أزمة 2008. سنتناول في هذه الرسالة تحليل أثر السياسات النقدية غير التقليدية على أداء الأسواق المالية الأوروبية، بالإضافة إلى البحث في إمكانية الاستفادة من هذه التجربة في سورية. وفي هذا الإطار سنقوم بدراسة العلاقة بين معدلات الفائدة الرئيسية التي قام البنك بتخفيضها إلى مستويات صفرية وسالبة (معدلات الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وتسهيلات الإقراض الهامشية وتسهيلات الودائع)، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2009 حتى شهر 12 عام 2020. ودراسة العلاقة أيضاً بين صافي مشتريات الأوراق المالية لبرامج شراء الأصول، وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت من شهر 1 عام 2015 حتى شهر 12 عام 2020. وستتم دراسة هذه العلاقة عن طريق البرنامج الإحصائي Eviews 12، من خلال بناء النماذج المناسبة.

وتبين من خلال تحليل البيانات عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على تسهيلات الإقراض الهامشية وأسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. بينما تم استنتاج علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية ومعدل الفائدة على تسهيلات الودائع وصافي مشتريات الأوراق المالية وبين أسعار الأسهم في بورصة فرانكفورت. وبينت نتائج الاختبار أن هناك علاقة عكسية بين معدل الفائدة على عمليات إعادة التمويل الرئيسية وأسعار الأسهم. ووجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة على تسهيلات الودائع وأسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل. ووجود علاقة طردية بين صافي مشتريات الأوراق المالية وأسعار الأسهم في المدى القصير.

ويؤكد واقع السياسة النقدية في سورية على عدم تحقيق متطلبات تنفيذ السياسة النقدية غير التقليدية، ويؤكد واقع السوق المالية في سورية وجود عدة معوقات لتطور ونمو البورصة.

وفي الختام توصي الباحثة بتقوية الأنظمة المصرفية في منطقة اليورو، والتحكم في الائتمان المصرفي وتوجيهه بشكل فعّال. أما فيما يتعلق بمصرف سورية المركزي، فيجب عليه السعي للتحرر من تبعيته شبه المطلقة للحكومة. حيث تمكنه الاستقلالية من رسم السياسة النقدية وتنفيذها، وفقاً للحاجات الاقتصادية وليس رغبات الحكومة. وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية فمن الممكن التطوير المستمر للتشريعات التي تتعلق بها للتكيف مع المستجدات. بالإضافة إلى أنه يجب علينا أن نلحق بركب الحضارة فيما يخص وسائل الدفع الالكتروني التي باتت في الدول المتقدمة شيئاً لا يمكن الاستغناء عنه. وغيرها من التوصيات التي ترجو الباحثة أن يتم تطبيقها.

الكلمات المفتاحية: البنك المركزي الأوروبي، السياسة النقدية غير التقليدية، الأسواق المالية الأوروبية، بورصة فرانكفورت، أسعار الأسهم.

Abstract

The European Central Bank (ECB) has used unconventional monetary policy tools (zero and negative interest rate policies, asset purchase programmes); In order to provide more incentives for the Eurozone economy after 2008 crisis. In this thesis, we will analyze the impact of unconventional monetary policies on the performance of European financial markets, in addition to examining the possibility of benefiting from this experience in Syria. In this context, we will study the relationship between the main interest rates that the bank has reduced to zero and negative levels (interest rates on main refinancing operations, marginal lending facilities and deposit facilities), and stock prices in Frankfurt Stock Exchange from 1st of 2009 until 12th of 2020.and the relationship between net purchases of securities for the asset purchase programmes, and stock prices in the Frankfurt Stock Exchange from 1st of 2015 until 12th of 2020. This relationship will be studied through the statistical program Eviews 12, by building appropriate models.

It was found through the analysis of the data that there is no statistically significant relationship between the interest rate on marginal lending facilities and stock prices in the Frankfurt Stock Exchange. While a statistically significant relationship was concluded between the interest rate on main refinancing operations, the interest rate on deposit facilities, net purchases of securities, and stock prices in the Frankfurt Stock Exchange. The results of the test showed that there is an inverse relationship between the interest rate on main refinancing operations and stock prices. And Inverse relationship between the interest rate on deposit facilities and stock prices in the short and long term. And Positive relationship between net purchases of securities and stock prices in the short-term. The reality of monetary policy in Syria confirms that the requirements for implementing unconventional monetary policy have unrealised. The reality of the financial market in Syria confirms that there are several obstacles to the development and growth of the stock exchange.

In conclusion, the researcher recommends strengthening banking systems in the euro area, bank credit control and direct it effectively. As for the Central Bank of Syria, it must strive to free itself from its dependence on the government. Where independence enables its to set and implement monetary policy, according to economic needs, not to desires of the government. As for the Damascus Securities Exchange, it is possible to continuously develop the relevant legislation adapt to developments. In addition, we must evolve in electronic payment methods, which have become an indispensable thing in developed countries. There are other recommendations that the researcher hopes to be implemented.

Keywords: European Central Bank, unconventional monetary policy, European financial markets, Frankfurt Stock Exchange, stock prices

Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economic
Banking and Insurance Department
Master in Financil Markets

The Impact of ECB Policy on European Financial Markets: Case Study on Frankfurt Stock Exchange and How We can Benefit From It in Syria

A dissertation submitted in partial fulfillment of the requirments for the degree of master in Financial Markets

By

Farah Zaid Altufaily

Supervisor

Prof. Abdul Razzak Hassani

2021