



جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
ماجستير الاقتصاد المالي والنقدي

بحث أعد لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي
بعنوان:

**تحليل دور سوق الأوراق المالية في
عملية تشجيع الاستثمار في سورية**

**The analyzing role of Securities market exchange
to encourage the investment in Syria**

إعداد الطالب أنس هشام المملوك

إشراف

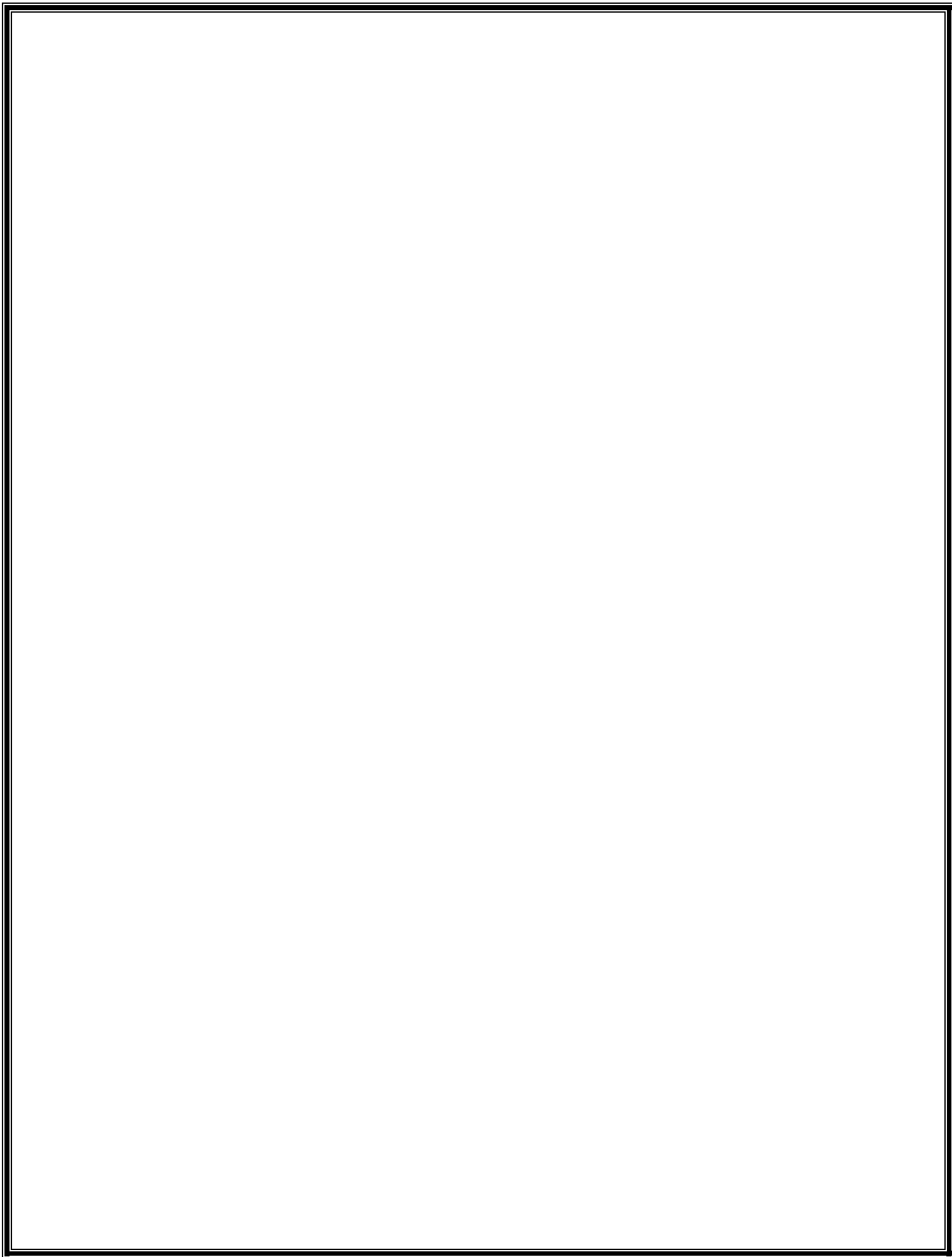
الدكتور عابد فضلية

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون ﴾

صدق الله العظيم

سورة التوبة (اية : ٩٤)



أعضاء لجنة الحكم

الأستاذ الدكتور عابد فضلية

عضواً مشرفاً

الأستاذ الدكتور مصطفى العبدالله الكفري

عضواً

الدكتور رغيد قصوعة

عضواً

الإهداء

■ إلى التي تعطي بلا ثمن

أمي

■ إلى الذي بفضلته تعلمت وكبرت

أبي

■ إلى من هم سندي في حياتي

رنا-اياد-ماريا

■ إلى التي أهدتني طريق العلم والإبداع

إيناس

شكرو تقدير

أحمد الله تعالى الذي أعانني بحوله وقوته على إنجائى هذا البحث وأصلى وأسلم
على رسوله الأمين محمد بن عبد الله وعلى أله وصحبه وسلم ومن تبعه بإحسان
إلى يوم الدين وبعد .

فأنه يسعدني أن أقدم بكل معاني الشكر والاحترام والتقدير إلى:

الأستاذ الدكتور عابد فضليه

على تفضله على الإشراف على هذا البحث ولرعايته الحميمة لي ولما قدمه لي من
توجيه بناء مشر لإخراج هذا البحث على هذا النحو فأدعو الله عز وجل أن
يديم عليه صحته ويمده بطول العمر .

السيد الدكتور مصطفى العبد الله الكفري عميد كلية الاقتصاد المحترم...

فيما يلي التعديلات التي قمت بأجرائها على رسالة الماجستير بعنوان: (تحليل دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية) والتي نوقشت بتاريخ ٢٠١٠ /٨/٩ وقد اشتملت التعديلات على أربعين تعديل.

أرجو الاطلاع والقبول ولكم جزيل الشكر والامتنان..

الطالب : انس المملوك

ملخص البحث

منذ سنوات والاقتصاد السوري يشهد سلسلة من الإصلاحات لامست مختلف جوانب الحياة الاقتصادية ومختلف القطاعات منها اصدار العديد من التشريعات والقوانين المشجعة للاستثمار وإنشاء سوق للأوراق المالية باعتباره داعماً أساسياً في الانتقال إلى سياسة اقتصاد السوق الاجتماعي وتشجيع الاستثمارات ودفع عملية التنمية ومن هنا برزت فكرة الباحث بالقيام ببحث للتعرف على الدور الذي يلعبه سوق دمشق للأوراق المالية في جذب الاستثمارات إلى سورية وخاصة في مجتمع يفتقد إلى الثقافة المالية والاستثمارية ويعتبر أن الاستثمار في الأوراق المالية نوع من انواع المضاربة .

وقد هدف البحث إلى التعرف على المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار ومدى توفرها في سورية ، متناولاً بالدراسة والتحليل سوق دمشق للأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمار إلى سورية وذلك من خلال توضيح مفهوم الأسواق المالية وأهميتها وارتباطها بالنظريات الاقتصادية التاريخية وعلاقتها مع المتغيرات الاقتصادية كما تناول البحث دراسة تحليلية وعملية عن سوق دمشق للأوراق المالية ومؤسساته المالية والأهمية الاقتصادية والتنموية له كأداة أساسية في توظيف المدخرات واستثمارها في سوق الأوراق المالية وتنشيط الاستثمار في مختلف القطاعات وزيادة معدلات النمو الاقتصادي ليخلص البحث إلى عدد من النتائج والتوصيات منها : ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق ورفع معدل الحدود السعرية لعمليات التداول وتنويع المحافظ الاستثمارية وتسهيل تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة في سوق دمشق للأوراق المالية والسماح لراس المال الاجنبي مع التاكيد على ضرورة القيام بحملات توعية وتنقيفية بمفهوم السوق وآلية عمله .



الفصل الأول
المبحث الأول
الإطار العام للبحث

- ٢..... مقدمة
- ٣..... أولاً- مشكلة البحث
- ٣..... ثانياً- أهمية البحث
- ٤..... ثالثاً- أهداف البحث
- ٤..... رابعاً- فرضية البحث
- ٥..... خامساً- مجتمع البحث
- ٥..... سادساً- منهج البحث
- ٦..... سابعاً- الدراسات السابقة
- ٨..... ثامناً - مناقشة الدراسات السابقة





المبحث الثاني أسواق الأوراق المالية

- مقدمة..... ١١
- أولاً- مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية ١١
- ثانياً- خصائص سوق الأوراق المالية..... ١٢
- ثالثاً- أنواع الأسواق المالية وأدواتها..... ١٤





المبحث الثالث

أهمية ووظائف اسواق الاوراق المالية

- أولاً- أهمية أسواق الأوراق المالية..... ٢١
- ثانياً- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ٢٣
- ثالثاً- متطلبات انشاء سوق الأوراق المالية ٢٥
- رابعاً- كفاءة أسواق الأوراق المالية ٢٧





المبحث الرابع

ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريات الاقتصادية التاريخية وعلاقتها مع المتغيرات الاقتصادية

- أولاً- مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية..... ٣٣
- ثانياً- مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة..... ٣٤
- ثالثاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي..... ٣٥
- رابعاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي..... ٣٦
- خامساً- تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار أسهم سوق الأوراق المالية





المبحث الخامس

دور مؤسسات المالية في توظيف المدخرات واستثمارها في سوق الأوراق المالية

- أولاً- الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية وأثرها على الأوراق المالية ٤٥
- ثانياً- الادخار وعلاقته بسوق دمشق للأوراق المالية وأهميته في الدخل القومي ٥٢
- ثالثاً- الاستثمار وأثره في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية ٥٥





المبحث الأول

دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية

- لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية.....٦٢
- أولاً- مؤسسات السوق المالية في الجمهورية العربية السورية٦٢
- ثانياً- الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية كأداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.....٧٠
- ثالثاً- متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية.....٧١
- رابعاً: تحليل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.....٧٣
- خامساً: تحليل الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية.....٧٤
- سادساً- تحليل الآثار المحتملة لتداول رأس المال الأجنبي للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية
- سابعاً- المؤشر المتقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية dwx٨٣
- ثامناً- أهمية التحليل المالي في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.....٨٤
- تاسعاً- التحليل الأساسي والتحليل الفني لسوق دمشق للأوراق المالية٨٥
- عاشراً- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين.....٩٠





المبحث الثاني

الدراسة العملية لسوق دمشق للأوراق المالية

- أولاً- جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.....90
- ثانياً- تحليل البيانات واختبار صحة الفرضيات96
- ١- تحليل مدى توفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار إلى سورية..... 100
- ٢- تحليل كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية 100
- ٣- تحليل إمكانية التحول من الشركات الفردية إلى شركات مساهمة 102
- ٤- تحليل قدرة السوق على التفاعل مع جمهور المستثمرين 106
- ٥- تحليل مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في توفير الآلية الرئيسية لتحويل المدخرات للاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية 108
- ٦- اختبار صحة الفرضيات 110
- ثالثاً- النتائج والتوصيات..... 114



الفصل الأول

الإطار العام للبحث

و

أسواق الأوراق المالية



الفصل الثاني

أسواق الأوراق المالية



الفصل الثاني
دراسة تحليلية وعملية
لسوق دمشق للأوراق المالية



الملاحق



مقدمة:

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية والأجنبية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني القومي وتزيد من معدلات نموه، كما تعتبر أسواق المال من المحركات الرئيسية لعجلة النمو الاقتصادي في أي بلد لما لها من أهمية كبيرة في تحويل المدخرات السلبية (الاكتناز) إلى مدخرات إيجابية يستفيد منها الاقتصاد المحلي وصاحب رأس المال على حد سواء، فأسواق الأوراق المالية لها القدرة على إجبار الفرد الذي يمتلك بعض الأموال الفائضة عن الحاجة (المكتنزة) بتحويلها من حالتها الجامدة إلى سوق الاستثمار، إضافة إلى أن أرباح الأسهم ستشجع الأفراد على التخلي عن بعض العادات الاستهلاكية الموروثة في مقابل الحصول على أرباح إضافية على أموالهم، كما وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع. فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.

ويأتي هذا البحث ليركز على دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية من خلال ثلاثة فصول يبين فيها الفصل الأول الإطار العام للبحث : متضمناً شرح لمشكلة

وأهمية وفرضيات ومنهج ومجتمع البحث والدراسات السابقة في هذا المجال، في حين يتكون الفصل الثاني من أربعة مباحث تتضمن مفهوم وتعريف لاسواق المالية وأهميتها ووظائفها وارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريات الاقتصادية التاريخية وعلاقتها مع المتغيرات الاقتصادية ويتناول المبحث الرابع والآخر من الفصل الثاني في الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية ودورها في توظيف المدخرات واستثمارها

أما الفصل الثالث يتكون من مبحثين يتناولان متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المشكلات والتحديات التي تواجه السوق والأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين بالإضافة إلى الأهمية التنموية والاقتصادية لإنشاء سوق دمشق للأوراق المالية كما يعرض المؤسسات المالية السورية المرتبطة ويتناول بالتحليل كل من: الشركات المدرجة - الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية - الآثار المحتملة للسماح لرأس المال الأجنبي بالتداول في السوق وإلغاء المضاربات ويتناول المبحث الثاني الدراسة العملية والنتائج والمقترحات.

أولاً- مشكلة البحث:

منذ سنوات قليلة والاقتصاد السوري يشهد سلسلة من الإصلاحات لامست مختلف جوانب الحياة الاقتصادية ومختلف القطاعات منها إنشاء سوق للأوراق المالية والذي يمكن اعتباره داعماً أساسياً في الانتقال إلى سياسة اقتصاد السوق الاجتماعي وتشجيع الاستثمارات ودفع عملية التنمية الاقتصادية ومن هنا يمكن تحديد مشكلة البحث من خلال النقاط التالية:

- أ- ما هي المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمارات إلى سورية؟
- ب- ما هو أثر فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار في سورية؟
- ج- ما هو أثر التحول إلى الشركات المساهمة على جذب الاستثمار في سورية؟
- د- ما هو أثر قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع جمهور المستثمرين في جذب الاستثمار إلى سورية؟

ثانياً- أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من تسليطه الضوء على مساهمة سوق الأوراق المالية في توفير البيئة الجاذبة للاستثمارات، ودفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في سوري من خلال الخدمات

التي يقدمها السوق كتخفيض تكلفة تحريك المدخرا والقيام بدور الوسيط المالي بين تجميع المدخرات وتوجيهها لتنشيط الاستثمار .

كما يستمد البحث أهميته من تحليله لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وواقع تحول الشركات الفردية والعائلية الى شركات مساهمة و مدى الشفافية في كيفية التعامل مع جمهور المستثمرين وأث ذلك على جذب الاستثمارات

ثالثاً- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تقييم واقع سوق دمشق للأوراق المالية استناداً إلى دورها في عملية النمو الاقتصادي ومساهمتها في تحويل سورية إلى مركز مالي يساهم في جذب الاستثمارات العربية والأجنبية ويمكن حصر الأهداف الرئيسية لهذا البحث فيما يلي:

- ١- تحديد مدى توفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار إلى سورية.
- ٢- التعرف على أهمية دور سوق دمشق للأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمار.
- ٣- تحليل مدى كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية.
- ٤- التعرف على دور سوق دمشق للأوراق المالية في تحفيز الشركات العائلية والفردية للتحويل إلى شركات مساهمة وإدراج أسهمها في السوق.
- ٥- التعرف على مدى مقدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التفاعل مع جمهور المستثمرين.
- ٦- تقديم بعض المقترحات والتوصيات لتلافي العقبات التي تعيق عمل سوق دمشق للأوراق المالية في سورية وبالتالي تساعد على تطويرها وتفعيل أدائها.

رابعاً- فرضيات البحث:

تتمثل فرضيات البحث فيمايلي:

١-الفرضية الأولى:

تتوفر المتطلبات الأساسية (مناخ الاستثماري، البنية التحتية، التشريعات والقوانين، إدارة الاستثمار) التي تساعد سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار إلى سورية.

٢-الفرضية الثانية:

هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار الى سورية ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

١/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وبين جذب

الاستثمار إلى سورية.

٢/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تحول الشركات العائلية إلى شركات المساهمة وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

٣/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

خامساً: مجتمع وعينة البحث:

أ- مجتمع البحث:

يشمل مجتمع البحث سوق دمشق للأوراق المالية السورية وموظفي السوق، وأصحاب الشركات المدرجة فيها، والمستثمرين المتداولين في السوق وبعض شركات الوساطة المالية.

ب- عينة البحث:

اشتملت عينة البحث على ١٢٠ مفردة سحبت عشوائياً من مجتمع الدراسة حيث تم توزيع الاستثمارات بعدد/ ١٢٠ /وعاد للباحث /١٠١/ استثماراً صالح منها ٦٠ أي بنسبة 59% وبناءً عليه تم التحليل.

سادساً: منهجية البحث:

اعتمد الباحث الأسلوبين المكتبي والميداني لتجميع المعلومات اللازمة لإنجاز الدراسة:

١- الأسلوب المكتبي: وتشمل ما كتب عن أسواق الأوراق المالية والاعتماد على المراجع العربية والأجنبية من كتب ودوريات.

٢- الأسلوب الميداني: حيث استخدم الباحث في دراسته الميدانية أسلوبين:

أ- المقابلة الشخصية: حيث تم إجراء مقابلات مع الأشخاص المسؤولين في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وسوق دمشق للأوراق المالية وذلك بهدف الحصول على معلومات إضافية توضح بعض الأمور الغامضة.

ب- الاستبيان: حيث تم توزيع الاستبيان على مجموعة من العاملين في شركات الوساطة المالية ومجموعة من العاملين في المؤسسات المالية ومجموعة من المستثمرين ضمن سوق دمشق للأوراق المالية السورية بهدف استطلاع آرائهم لاختبار فرضيات البحث واستشراف المستقبل.

سابعاً- الدراسات السابقة:

هنالك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع أسواق الأوراق المالية والآثار التبادلية بين هذه الأسواق معدلات النمو والتنمية الاقتصادية منها الدراسات التالية :

١- دراسة حسين الاسرج (٢٠٠٢) في وزارة الاقتصاد المصرية بعنوان دور سوق الأوراق المصرية في تنمية الادخار في مصر توصل الباحث الى أن سوق الأوراق المالية المصرية تسهم في تمويل النشاط الإنتاجي وتمنح الفرصة لكل من المدخرين لتعبئة مدخراتهم والمستثمرين من أجل تمويل مشروعاتهم وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج.

٢- دراسة لفخري الدين التقي ومحمد محمود (٢٠٠٧) في جامعة القاهرة بعنوان سوق الأوراق المالية بين دورها التنموي ودورها الإنمائي - فقد خلصوا إلى أن سوق الأوراق المالية ستساهم في تعبئة المدخرات وبالتالي تمويل النشاط الإنتاجي والاستثماري وبالتالي تحقيق عوائد اقتصادية تساهم في التنمية الاقتصادية الليبي.

٣- دراسة ياسر بو حسون وشادي زهرة عام ٢٠٠٥ جامعة تشرين - سورية بعنوان :الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية - حيث يتناول هذا البحث في التحليل دور سوق الأوراق المالية في الدول النامية وبصورة خاصة في البلدان النامية وإيجاد الحلول المناسبة لتلك الدول وخلص إلى أن إقامة سوق للأوراق المالية تتمتع بقدر كبير من الكفاءة سيسهم في جعل هذه السوق محركاً لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها.

٤- دراسة لبويد وبريسكوت وآخرون (٢٠٠١) بعنوان : الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية - الدور المؤثر على عملية التنمية الاقتصادية- حيث تبين أن لسوق الأوراق المالية الدور الأكبر في تحقيق التنمية خاصة في الدول النامية حيث يساهم ذلك في زيادة الإنتاجية وكبح معدلات التضخم ومعالجة التشوهات السعرية التي منشأها تحقيق استقرار بأسعار

الصرف وتحقيق استقرار مالي حكومي والتقليل من درجة حدة الممارسات الاحتكارية في السوق وزيادة درجة سيولة سوق الأوراق المالية .

٥- دراسة ليفين وسارة زيرفوس (٢٠٠٠) حيث استخدمت الدراسة عدة مؤشرات للدلالة على نمو سوق رأس المال (معدل القيمة السوقية كمؤشر لحجم السوق وقدرته على تحريك رؤوس الأموال، معدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدل دوران لقياس درجة سيولة السوق، واستخدام مؤشر درجة اندماج سوق رأس المال للدلالة على قدرتها على تنويع المخاطر) أما عن التغيرات المحددة للنمو الاقتصادي فتمثلت في متوسط الدخل الحقيقي، نسبة الالتحاق بالمرحلة الثانوية، عدم الاستقرار السياسي، الاستهلاك الحكومي، معدل التضخم، حجم التداول في السوق السوداء ، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات النمو المالي ومتوسط دخل الفرد الحقيقي سواء تم تثبيت المتغيرات الأخرى أو لم يتم تثبيتها.

٦- دراسة طمان عرفات إبراهيم طلعت (١٩٨٩) بعنوان: دراسة طبيعة سوق الأوراق المالية المصرية، حيث تناولت المشكلات والحلول و العوامل المؤثرة على استمرارية التعامل في الأوراق المالية والعوامل المرتبطة بكل من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ودوافع إقبال المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية كما تناولت قواعد التعامل التي يمكن الاسترشاد بها في مواجهة المشكلات التي قد تواجه سوق الأوراق المالية المرتقب إنشائها في اليمن.

٧- دراسة حسن الياسي (١٩٩٩) بعنوان :حول السوق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة وإمكانات رفع كفاءتها وتطويرها، وقد وقف الباحث على واقع ومشاكل سوق الأوراق المالية غير المنظمة في الإمارات، بالإضافة إلى متابعة التطورات المتلاحقة في السوق الغير رسمية للأسهم المحلية. وقد توصل الباحث إلى عدد من النتائج منها، تنصف سوق للأوراق المالية بندرة المؤسسات المختصة بالوساطة المالية، بالإضافة إلى غياب المؤسسات المتخصصة في صناعة الأسواق الثانوية والمحفزة لنشاط الأسواق المالية، فضلاً عن أن أعداد الشركات

المساهمة التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية قليلة مقارنة بعدد مؤسسات الأفراد، حيث تضم سوق الأسهم المحلية غير الرسمية ما يقارب من (٩٠) شركة يتداول منها (٤٢) شركة فقط.

ثامناً- مناقشة الدراسات السابقة وأوجه الشبه والخلاف بينها وبين البحث الحالي:

تتفق الدراسة الحالية، مع الدراستين الأولى والثانية في أنهما تناولتا بشكل عام، مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي وبالتالي تحقيق عوائد اقتصادية تسهم في التنمية الاقتصادية.

كما اتفقت مع الدراسة السادسة والسابعة من حيث المخاطر والمشكلات والعوامل المرتبطة بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وغياب المؤسسات المتخصصة في صناعة الأسواق الثانوية والمحفزة لنشاط الأسواق المالية مما أغنى البحث من الناحية النظرية. وبقلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق مقارنة بعدد الشركات المساهمة والقائمة .

تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من ناحية مكان التطبيق الذي شمل سوق الأوراق المالية في دمشق وت انطلاق هذه الدراسة من تحليل العوامل الأساسية المؤثرة على سوق دمشق للأوراق المالية وهي:

(المؤسسات المالية المساهمة، تأثير الحدود السعرية، تحليل دخول راس المال الأجنبي بالإضافة إلى كفاءة وفعالية السوق، تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، الإفصاح والشفافية)، ودراسة أثر هذه العناصر مجتمعة على القرار الاستثماري.

الفصل الثاني
أسواق الأوراق المالية
(مفهومها - خصائصها - أنواعها)



المبحث الأول

أسواق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم وتعريف سوق دمشق للأوراق المالية .

ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: أنواع الأسواق المالية وأدواتها.



مقدمة

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض لخلق حركة قوية للتعامل بالصفوك المالية والذي أدى إلى ظهور أسواق **النقد** التي تعتبر جزءاً من النظام النقدي في اقتصاد السوق وأهم الأفضية التي تمر بها الاستثمارات العالمية وأكثرها تقدماً.

وقد حققت سورية في الآونة الأخيرة إنطلاقة واسعة على صعيد الإصلاح والتطوير في مختلف المجالات الاقتصادية والمالية والمصرفية والتشريعية والإدارية معتمدةً في ذلك على إستراتيجية التحول التدريجي إلى اقتصاد السوق الاجتماعي، الذي يحقق التوازن بين الكفاءة الاقتصادية وعدالة التوزيع الاجتماعي، ويسهم في توفير البيئة الداعمة والجاذبة للاستثمارات الأجنبية، بالإضافة إلى تطوير الأطر التشريعية التي من شأنها المساهمة في دفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في سورية.

ويعتبر إحداث سوق الأوراق المالية في سورية خطوة هامة في هذا المجال لمواكبة التطورات الاقتصادية ولخلق سوق أولية وثانوية تساعد على جذب الاستثمار. ومن هنا لابد من البحث في تعريف السوق المالية وتحليل وظائفها ودورها ومتطلباتها وأهميتها في الاقتصاد الوطني.

أولاً- مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية:

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال شراء الأفراد والشركات لما يتم **إصداره** في هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة و خاصة الدول التي تتبنى برامج خصخصة القطاع العام^(١).

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك.

(١) عاطف النقلي، الخصخصة **وسوق الأوراق المالية** في مصر كتاب الأهرام الاقتصادي العدد (٧٨) أغسطس ١٩٩٤، ص ١٩-٢١.

كما تعرف: بأنها المكان المخصص لبيع وشراء الأصول المالية financial assets من أسهم وسندات وتوجيه مدخرات الأفراد نحو الاستثمار.

ومما تقدم يمكن تعريف سوق الأوراق المالية حسب رأي الباحث بأنها:

تجمع يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ويساهم الوسيط المالي في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بما يؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي بشكل عام.

ثانياً- خصائص سوق الأوراق المالية: (٢)

تمتاز سوق الأوراق المالية بعدد من الخصائص وهي:

١- مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون:

تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق والأصول المالية وتعد السوق المالية إحدى الأسواق التخصصية التي تجمع البائعين والمشتريين لبيع وشراء الأصول المالية، وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيداً عن الاحتكار من خلال ما تقوم به من تقديم المعلومات المتوفرة عن كل ما يتعلق بالسوق وعن جميع المتعاملين عبر اللوائح السعرية العلنية وعقد الصفقات بشكل علني وتقديم كافة المعلومات عن الشركات والمصارف والخطط والمشاريع التي ترغب بها هذه الشركات ، وذلك ليتمكن المستثمر من اختيار الأسهم التي يستطيع إجراء التوقع لها.

٢- مكان لتداول الأوراق المالية:

تتعدد أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق وتقسم إلى المجموعات التالية:

- أ- الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة.
- ب- الأوراق التجارية بكافة أنواعها (سند لأمر- سند لحامل - السفتجة- الكمبيالة).
- ج- القروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل.
- د- الأوراق المالية التي تصدرها الدولة مثل أنونات الخزينة **وسندات الدين العام أو الحكومية** طويلة الأجل.
- هـ- جميع الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق. يزيد من نشاط السوق ويساعد بالتالي على زيادة حجم التداول.

(٢) عبد الرحمن الحميدي، عبد الرحمن خلف، النقود والأسواق الإسلامية، دار الخرجي، الرياض، ١٩٩٧، ص ٢٧.

٣- تتكون السوق من عدة أركان:

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسية وهي:

أ- فئة المقرضين والمستثمرين:

ويقصد بهؤلاء الأفراد والذين تزيد دخولهم النقدية عن حاجاتهم الاستهلاكية والذين لديهم ادخارات كذلك المؤسسات المالية (**البنوك وبيوت السمسرة والشركات الاستثمارية**) القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية يعود عليهم بالنفع أو عوائد مالية وفيرة ومخاطر ضئيلة وبمقدور هؤلاء الأفراد والمؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما استطاع هؤلاء الحصول على عوائد مالية مقبولة إضافة إلى عاملي الأمان والاستقرار وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر.

ب- فئة المُصدرين أو المقترضين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال لان إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال والتي يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو مصرفاً أو شركة استثمار.

ت- فئة الوسطاء أو الوكلاء:^(٣)

وتقوم هذه الفئة بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية. وعندما يكون الشخص طبيعياً أو معنوياً ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال:

- أعمال السمسرة.
- التعهد بتغطية الإصدارات.
- العمل على تقليل مخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر.
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.

٤- وسيلة لتجميع المدخرات الوطنية:

تساهم أسواق الأوراق المالية بجذب المدخرات لتوظيفها في الاقتصاد عن طريق تداول الأسهم

(٣) منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات (دراسة مقارنة)، نقابة المحامين، فرع دمشق، ص ١٥-١٦ عام ٢٠٠٢.

والسندات أو الأوراق التجارية الأخرى، وتشجع أصحاب الادخارات على توظيف أموالهم بشكل قانوني ومنظم ويبعد عن الاقتصاد شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية بحيث تضمن للمدخر الذي اشترى سهماً محدداً لشركة معينة يستطيع الحصول في نهاية العام الحصول على العائد نتيجة توزيع الأرباح في هذه الشركة المساهمة.

٥- تؤدي السوق إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

تنظم السوق كل من الادخار والاستثمار بحيث تخدم في نهاية المطاف الاستقرار والتوازن الاقتصادي وتحسين معدلات النمو.

ثالثاً- أنواع الأسواق المالية وأدواتها:^(٤)

تختلف تصنيفات أسواق المال فيما بين الدول وفيما بين الأسواق نفسها وترتبط بدرجة تطور كل سوق الأسواق وفيما يلي نتناول تقسيمات هذه الأسواق بشكل مفصل:

1- أسواق رأس المال:

وتقسم أسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة أو الفورية وإلى سوق العقود المستقبلية.

أ- الأسواق الحاضرة:

وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات والأسهم الممتازة والسندات الحكومية وبقية الأصول المالية طويلة الأجل و تتضمن الأسواق التالية:

■ السوق المالية المنظمة:

يطلق مصطلح الأسواق المالية المنظمة على التعاملات التي تجري في أوقات محددة في مكان محدد وهو سوق الأوراق المالية، ويحكم المتعاملين فيها لوائح وتشريعات معينة، وتقوم بإدارتها هيئة الإشراف على تنفيذ و اللوائح والتشريعات.

■ السوق المالية غير المنظمة:

يطلق مصطلح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج سوق الأوراق المالية والتي يطلق عليها المنضدة (over the counter) التي تتولاها بيوت السمسرة ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية - أطراف الحاسب الآلي - وغيرها

(٤) علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد ٢٠٠٨، ص ٢٨٠-٣٠٠.

من الوسائل السريعة للاتصال) تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها (وتعتبر هذه السوق غير حقيقية وهدفها المضاربات والمقامرة والربح. وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ما هي إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر كونها مكانا لإجراء مثل هذا النوع من التعاملات.

• الأسواق الاحتكارية:

وهي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وعادة ما تكون هذه السوق أولية وثانوية بآن واحد، حيث يقوم المستثمر بشراء السند الحكومي من المصرف المركزي أو المصرف المخصص ببيع هذه الورقة وإذا أراد بيعها يعود ثانية لهذه السوق أو المصرف ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها لذلك سميت بالأسواق الاحتكارية.

ب- الأسواق الآجلة:

هي الأسواق التي يجري فيها الاتفاق على شراء أو بيع أصل (عملات، ذهب، فضة...) في وقت لاحق مقابل سعر معين. وتتم هذه العقود بين مؤسستين مالييتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها. ويتخذ أحد الأطراف في العقد الأجل مركز طويلا ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد متفق عليه يدعى سعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسوية نفسه، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه عندما يقوم صاحب المركز القصير بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم⁽⁵⁾.

وتقسم الأوراق المالية محل التعامل في سوق رأس المال إلى:

١- الأسهم : تمثل الأسهم ملكية أصحابها في الشركات التي تقوم بإصدارها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتمويل توسعاتها الاستثمارية ويمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية وتقسّم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة .

٢- السندات: السند عبارة عن شهادة دين يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق بتاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة.

(5) Hull, John.C ,Options, Futures and Other Derivatives,5th,ed,Prentice Hall ,New Jersey, U.S.A, 2003, p2 .

يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الحكومات أو الشركات أو المؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية.

٢- أسواق النقد: Money Market: (قصيرة الاجل :يوم - اسبوع-١٣-٢٦-٥٢ أسبوع)

تقسم أسواق النقد إلى سوقين رئيسيين هما سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية). وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز:

• سوق الإصدار (السوق الأولية) primary market

هي تلك السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام في الأوراق المالية سواء كانت سوق رأس المال، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، كما يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار^(٦). كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية كأسهم عادية أو أسهم ممتازة، التي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية الصناعية أو التجارية أو الخدمية، ومن ناحية أخرى، فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعينة^(٧).

• سوق التداول (السوق الثانوية) Secondary Market:

سوق التداول أو السوق الثانوية هو المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منتظمة أو غير منتظمة^(٨).

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وأنظمة وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء

(٦) عاطف النقلي، الخصخصة وسوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠.

(٧) صبري أحمد أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٥ دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٨٦، ص ٩٠.

(٨) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق المال وسوق للأوراق المالية الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣، ص ٥٢.

يتبادلون المعلومات فيما بينهم، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب^(٩). وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي فهي البنية التحتية اللازمة لتشجيع تأسيس الشركات المساهمة، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط - كما يتراءى للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري فرص داخل الاقتصاد القومي وبغض النظر عن طريقة الاستخدام هذه السيولة، فإن ذلك سيقفل تكلفة الفرصة (الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد، وسيؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري^(١٠).

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال أجالها المحددة مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقد اللازمة له في أي وقت يريده)^(١١).

كما أن السوق الثانوية تكون موازية للسوق الأولية الرئيسية، وتضم الشركات المساهمة التي لا يتحقق لها أن تدرج في السوق الأساسية.

حيث يباع ويشترى بشكل قانوني في سوق الأوراق المالية أسهما لنوعين من الشركات في نوعين من الأسواق:

- السوق النظامية للشركات المدرجة أصولاً في السوق.
 - السوق الموازية للشركات قيد الإدراج.
- وتتميز الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود بأن تاريخ استحقاقها يقل عن سنة واحدة وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة المصدر الأساسي لهذه الأدوات في هذه السوق.

ومن الأدوات الشائعة محل الشراء والبيع فيه ما يلي:

- ١- أذون الخزانة: وهي صكوك تصدرها الحكومة يحصل مالكيها على عائد في تاريخ محدد وتصدر هذه الأذون بتاريخ استحقاق مختلفة وتعتبر هذه الأذون استثماراً ممتازاً ومؤقتاً للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب وذلك للأسباب التالية:

(٩) صبري أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمار في مصر، مرجع سبق ذكره ص ٩٦.
(١٠) صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد (١٠٠)، (دار المعرفة الجامعية، القاهرة)، ١٩٩٥، ص ٨١.

- تعتبر استثمارات خالية من المخاطر (مضمونة الربح).

- لها سوق مستمر فالمتعاملون فيها على استعداد دائم لشرائها.

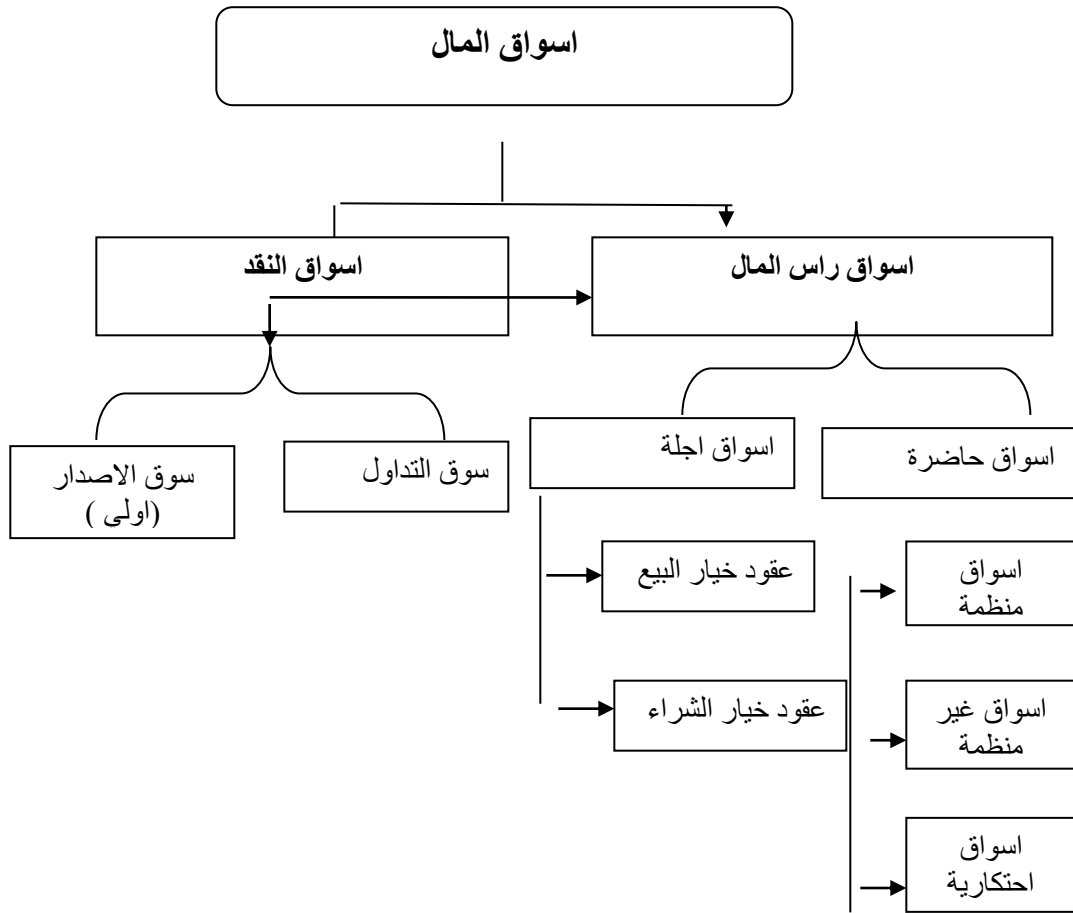
- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها.

٢- الأوراق التجارية: هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدره الشركات المعروفة جيداً والتي لها سمعة ائتمانية عالية ويقوم المقرضون بشرائه وعادةً ما يتراوح تاريخ استحقاق هذه الأوراق بين أيام قليلة إلى ٢٧٠ يوماً وتقوم غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالاحتفاظ في البنوك التي تتعامل معها "بحسابات اعتماد" غير مستخدمة لضمان قيمة هذه الأوراق وتبلغ قيمة هذه الحسابات إما قيمة الإصدار بالكامل أو تقل عنه قليلاً ولا شك في أن هذا يعزز الأمان الذي يشعر به المقرضون في هذه الحالة.

٣- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: عبارة عن صك تصدره البنوك يثبت ملكية حامله لمبلغ معين مودع لمدة معينة وبفائدة معلومة ويحتفظ حامله به حتى تاريخ الاستحقاق وفي هذه الحالة يظل متمتعاً بضمان البنك أو أن يقوم ببيعه عند حاجته لسيولة نقدية.

٤- القبولات المصرفية : تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد وقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية فهي أمر بالدفع يتضمن قيام البنك بالدفع له أو لشخص ثان معين بتاريخ محدد ويصبح هذا الأمر (مقبولاً) إذا قام البنك بمهره بالعبرة السابقة وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقود أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه الذي يتراوح عادةً بين ٣٠ إلى ١٧٠ يوماً وإن كانت فترة ٩٠ يوماً الفترة الشائعة

الشكل رقم (١)
أنواع الأسواق المالية



المصدر: من اعداد الباحث (٢٠١٠)



المبحث ١

أهمية الأسواق المالية ووظائفها

- أولاً- أهمية أسواق الأوراق المالية
- ثانياً- الوظائف الاقتصادية لسوق دمشق للأوراق المالية
- ثالثاً- متطلبات أسواق الأوراق المالية
- رابعاً- كفاءة أسواق الأوراق المالية



أولاً- أهمية اسواق الأوراق المالية:^(١٢)

تحتل الأسواق المالية أهمية خاصة، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية من خلال إحداث توافق بين تجميع المدخرات وتحويلها للاستثمار وفق متطلبات السوق والظروف الاقتصادية السائدة ، وتعزى أهمية الأسواق المالية إلى الأسباب التالية:

- ١- إن سوق الأوراق المالية توفر للمدخر مكاناً لاستثمار مدخراته، ولتسييلها عند الحاجة.
- ٢- إن سوق الأوراق المالية توفر مجموعه من الأدوات المالية التي تهئ للمستثمر خيارات أوسع في شتى مجالات الاستثمار كما توجه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- ٣- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشأ مشروعاً لقلّة رأسماله وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.
- ٤- تساهم سوق الأوراق المالية في إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- ٥- تساهم سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فسوق الأوراق المالية توجه مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تمثل التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع و الخدمة التي يحتاجها كما تمويل سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.

(١٢) صبري حسن نوفل: الاستثمار في الأوراق المالية: مرجع سابق ، ص ٤٤ .

- ٦- تسهم سوق الأوراق المالية في تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.
- ٧- تساعد على الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضيهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.
- ٨- تسهم في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي
- ٩- تتيح الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة، ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائض مالية ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.
- ١٠- تقلل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش^(١٣).
- ١١- يؤثر سوق للأوراق المالية في النظام الاقتصادي والنظام النقدي ويتأثر بهيكلية كلا النظامين:
 - فبعد التغيرات الهيكلية التي حدثت في أغلب الاقتصادات العالمية والقيام بإصلاحات اقتصادية فقد أدى ذلك إلى تزايد الظروف الاقتصادية التي تتطلب إنشاء سوق للأوراق المالية ومنها^(١٤):
 - ضرورة تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها في نشاط الاستثمار لتمويل عملية التنمية بشكل مستمر وعند حاجة الاستثمار لتمويل المطلوب وللاستفادة منها وترشيد استخدامها.
 - تتفاوت كمية المدخرات حسب الظروف الاقتصادية والاجتماعية فتكثر أو تقل من فترة إلى أخرى، فالسوق المالية تساعد في التوافق بين فترة جمع المدخرات من خلال الأوعية الادخارية وفترة حاجة المنشآت للتمويل.

(١٣) أحمد عبد الرحمن، العولمة المظاهر والأسباب، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد ٢٦، ١٩٩٨، ص ٤٣.

(١٤) نضال شعار، سوق الأوراق المالية، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، ٢٠٠٢، ص ٢١.

ثانياً- الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية:

تنهض أسواق الأوراق المالية بكافة إشكالها وتقسيماتها بأداء وظيفتين اقتصاديتين رئيسيتين، ينبثق عنها عدد من الوظائف الاقتصادية الثانوية وتتمثل هاتين الوظيفتين في:

أ- الوظيفة التعبوية.

ب- الوظيفة التمويلية.

أ- الوظيفة التعبوية لأسواق الأوراق المالية^(١٥):

عمدت بعض الدول في المراحل الأولى من مسيرة التنمية إلى إنشاء نظم للادخار تديرها الحكومة عن طريق مكاتب البريد، لاجتذاب صغار المدخرين، الذين وجدوا فيها قدراً كبيراً من الأمان، فكانت صناديق البريد قناة ادخار فعالة على المستوى الشعبي في جذب ذوي الدخل المنخفض إلى القطاع المالي الرسمي للدولة ، كما كانت أسلوباً فاعلاً لتعبئة المدخرات. وإذا كانت صناديق توفير البريد أداة فاعلة في تعبئة المدخرات إلا أنها ليست وسيطاً مالياً يقبل الودائع من المودعين ويمنح القروض للمنتجين ، إذ هي مؤسسة ودائعية فقط، ولهذا فإن الحاجة قد أفسحت الطريق أمام المصارف التجارية لتلعب دور الوسيط المالي من خلال عمليتين منفصلتين تقوم بهما وهما تلقي الودائع من المودعين ومنح القروض القصيرة والمتوسطة الأجل للمقترضين، ولهذا فإنها توصف بمؤسسات مالية ودائعية ائتمانية.

إلا أن البنوك التجارية ومع قدرتها على خلق الائتماني ينحصر نطاق تعاملها مع القطاع العائلي وصغار رجال الأعمال.

ومن هنا تولدت الحاجة وجود إلى وجود أسواق أوراق مالية لتكون بحكم وظيفتها همزة الوصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية ، حيث تعمل بجميع مؤسساتها كآلية أو أداة لخلق روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من الأفراد والمؤسسات الاقتصادية في المجتمع، لتلبية احتياجات المشروعات الإنتاجية من هذه التدفقات .

وكما قدمنا فإن سوق الأوراق المالية يتكون من سوقين رئيسيين مرتبطتين ببعضهما، وهما:

١. سوق الإصدار:

(١٥) منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص ٦٦٣-٦٦٤.

الذي يتكون من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية والتي تتمثل ببنوك الاستثمار وبيوت السمسرة الكبيرة والبنوك التجارية.

٢. سوق التداول:

وهو الذي يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار ويرغبون ببيعها بالسعر وفي الوقت المناسب. ولاشك أن السوقين معا يلعبان دوراً حيوياً للمستثمرين وللمنشآت المصدرة للأوراق المالية بل للاقتصاد القومي ككل بما يؤديانه من:

- جميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي.
- توفير منافذ مشروعة للمدخرين لنقل مدخراتهم للغير.
- تحقيق منافذ مشروعة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات.

ب- الوظيفة التمويلية لأسواق الأوراق المالية:

- تعزف البنوك التجارية عن التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى لأسباب متعددة منها:
- ١- تجنب الآثار التضخمية لمثل هذا التمويل ، إذ لو قامت البنوك التجارية بمثل هذا التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وإحداث موجات تضخمية خاصة إذا اخذ التمويل شكل القروض طويلة الأجل، دون أن يقابلها زيادة مماثلة في الناتج القومي تستطيع امتصاص السيولة الناتجة عنها بعد فترة زمنية طويلة.
 - ٢- مشكلات المخاطرة التي تتعرض لها البنوك التجارية من هذه القروض طويلة الأجل، ومخاطر الإفلاس، ومخاطر تصفية المنشآت المقترضة.
 - ٣- تحتاج خطط التنمية الاقتصادية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدى الدولة، كما تحتاج إلى تضافر منشآت القطاع الخاص في إحداثها، فإن الضرورة تقتضي قيام سوق للأوراق المالية تستطيع من خلالها الحكومة ومنشآت القطاع الخاص طرح بعض الأصول المالية للمشروعات الجديدة في صورة أسهم وسندات للاكتتاب العام في هذه السوق لتمويل المشروعات المصدرة لها^(١٦).

وبهذا فان سوق الأوراق المالية تعتبر من أهم القنوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة

(١٦) حسني خربوش وآخرين، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، مرجع سابق، ص ١٢.

إلى استثمارات حقيقة من حيث كونها مكانا لتداول الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس المال مؤسسات صناعية أو زراعية أو تجارية أو عقارية أو ديونا عليها فضلاً عن قيامها بتحويل هذه الاستثمارات طويلة الأجل (الأسهم والسندات) إلى أموال سائلة عند الحاجة.

ثالثاً- متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية :

يتطلب إقامة سوق للأوراق المالية توفر بيئة اقتصادية ومالية واستثمارية ونقدية مناسبة لعمل تلك السوق ولا بد من وجود التشريعات المناسبة ذات الصلة بتأسيس الشركات المساهمة وتوفير حرية في تحويل الأموال واستقلالية المصرف المركزي واستخدامه أدوات السياسة النقدية لتأمين الاستقرار الاقتصادي والنقدي مع وجود هيئات لمراقبة أعمال السوق ومنع الغش والتدليس والمحافظة على العدالة والشفافية لترسيخ الأمان في التعامل مع السوق المالية ، كما يشترط أن تتوفر مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية وضرورة الانفتاح على الأسواق المالية الدولية ومواكبة المخرجات الحديثة لتلك الأسواق المالية الدولية وحسن الاستخدام والاستفادة من تقنية الاتصالات الحديثة في ظل الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي والقانوني والمالي والمصرفي والضريبي ووفرة المدخرات الفردية والجماعية ووجود جهاز متكامل من المصرف المركزي والمصارف والمؤسسات النقدية التي تستخدم فنية متقدمة وحديثة فضلاً عن الإدارة الفنية المتخصصة.

ويتوقف نجاح أداء السوق المالية في أي اقتصاد على درجة النضج المالي الذي يتمتع به البلد الذي توجد به السوق وتوفر المؤسسات الاستشارية وخبرات التحليل المالي الأساسي والفني والوعي العام للمستثمر والمدخر والمقترض والشفافية في العمل المؤسسي أي تطبيق الحكومة والقوانين الأخرى في إطارها.

وفي الوقت ذاته يعتبر من أحد الدعائم الأساسية لعملية الارتقاء بالنضج الاقتصادي وجود أسواق مالية متطورة وقادرة على التوزيع الكفء للموارد الاقتصادية و دعم عملية التطور الاقتصادي .

كما أن أسواق الأوراق المالية لا تنشأ لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدر قرارات من السلطة المختصة، ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية منها:

أ- تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من أفراد والهيئات

- القائمة بالنشاط الاقتصادي وتأتي أهمية هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة توزيعها بحيث تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها حائز للثروة.^(١٧)
- ب- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها من المدخرات الوطنية والمدخرات الأجنبية المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
- ج- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.
- د- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات (كقوانين الناظمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية وقوانين الاستثمار والقوانين المتعلقة بالجهاز المصرفي) يساعد كثيراً في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية و توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.
- هـ- وجود المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى. فلا شك في أن هذه المؤسسات تلعب دوراً هاماً في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.
- و- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة (الأسهم العادية -أسهم جديدة - أسهم حقوق الأولوية- السندات أو الصكوك الإسلامية) بما يضمن للسوق فعالية أكبر تتيح الفرص أمام كافة المتعاملين. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدراتهم المالية.
- ز- ربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال بحيث تسمح بحدود معينة لرأس المال غير الوطني بالدخول إلى السوق^(١٨).

^(١٧) مصطفى رشيد شبيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبورصات، مرجع سابق، ص ٤٥٥.

^(١٨) البنك المركزي المصري، دراسة عن تطوير أسواق المال العربية مؤتمر: آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة، ٢٩/٢ - ٣/٣ . ١٩٩٨.

رابعاً- كفاءة سوق الأوراق المالية :

لكي يقوم سوق رأس المال بتوجيه المدخرات نحو أفضل الاستثمارات لابد أن تكون هذه السوق على مستوى عال من الكفاءة^(١٩).

ويعد مؤشراً على كفاءة السوق **المعلومات والأسعار** (بالنسبة لمجموعة من المعلومات) إذا اتضح استحالة تحقيق أرباح غير عادية - في المتوسط - باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرار البيع والشراء^(٢٠).

ويمكن تصنيف **(أنواع)** كفاءة سوق الأوراق المالية على النحو التالي^(٢١):

أ- كفاءة تشغيلية: اقتراب أسعار الشراء بأسعار البيع أي أسعار العرض وأسعار الطلب وهي قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة ممكنة، بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية وتعبّر عن قيمتها الحقيقية: **كلما قل التشّتت كلما زادت الكفاءة التشغيلية.**

لكي يحقق السوق الكفاءة التشغيلية **(الكفاءة بصيغتها القوية)** لابد من توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي كل الأوقات وبأقل التكاليف الممكنة.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم دون شروط وبكل سهولة ويسر.

- اتصاف المستثمرين بالرشد أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

أ- الكفاءة الاقتصادية والاستثمارية :

وهي قدرة السوق على تقديم المعلومات المالية بأقل تكلفة ممكنة للأفراد والمؤسسات الاستثمارية ، فيما يتصل بالأوراق المالية المتداولة في السوق ، والوضع المالي لجهات إصدارها

^(١٩) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٧، ص ١١١.

^(٢٠) نفس المرجع السابق مباشرة، ص ١١٢.

^(٢١) محمد عبيد محمد مصطفى، تقييم الشركات الأولية لأغراض التعامل في سوق الأوراق المالية، الإسكندرية الدار الجامعية، ١٩٩٨، ص ص ٣٤-٣٥.

بما يمكن المستثمر من المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة وبما يحمي المستثمر من ضربات وهمية^(٢٢) وهي قدرة السوق على توزيع تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مع ضمان عدم فقدان المدخرين لسيطرتهم على مدخراتهم^(٢٣).

١- متطلبات الكفاءة العالية للسوق:^(٢٤)

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث كل من هذه الخصائص على حدة فيما يلي:

أ- السيولة liquidity:

تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق Marketability، وصار من المطلوب إعطاء خصومات و/أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.

ت- استمرارية السعر Price Continuity:

تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، وتتميز السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى بالسيولة.

ث- عمق السوق Market Depth:

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق.

^(٢٢) منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٧٧.

^(٢٣) محمد صالح الحناوي، جلال العبد، سوق الأوراق المالية: الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية بالاسكندرية، ٢٠٠٢، ص ٢٧.

^(٢٤) محمد أيمن عزت الميداني، جمعية العلوم الاقتصادية، ندوة حول تطوير أسواق رأس المال في سورية ١٩ شباط-٢٠٠٢، ص ٢٣.

والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية) دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى لجم أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق.

فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى. ينتج عن ذلك أن المتعاملين (المتاجرين) بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل، فإن الفارق (أي الربح المطلوب) ما بين أسعار الطلب والعرض في الأسواق العميقة يكون ضيقاً، ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة، وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتموا الصفقات.

ج- شمولية السوق Market Breadth:

تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو الواسعة) إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلاً، وكان حجم التداول الناتج صغيراً، فإن السوق تكون ضيقة.

وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً.

ح- حيوية السوق Market Resiliency: تتميز الأسواق المالية بالحيوية عندما يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار سعر الطلب ضيقاً ، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً.

ويعد وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

خ- كفاءة المعلومات (أو التسعير) Informational (Or Pricing) Efficiency:

يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية. إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية.

د- انخفاض تكاليف (التداول) المبادلات Low Transaction Costs:

لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص الرأسمال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة. هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية (رخيصة)، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً (عمليات مقاصة وتسديد ونقل ملكية سريعة).

إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (أو التشغيلية). ففي سوق الأوراق المالية بنيويورك تحسنت كفاءة التعامل (التشغيل) في عام ١٩٧٥ عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية Securities and Exchange Commission قانوناً يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى وألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة. فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي ٢٥ بالمائة، وازداد عمق وشمولية وحيوية السوق بظهور المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين Specialists العاملين في سوق الأوراق المالية بنيويورك. كذلك فإن وجود وسطاء الخصم Discount Brokers والتداول على الإنترنت (E@Trade مثلاً) بعمولات مخفضة جداً في أواخر التسعينات قد ساهما بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق الرأسمال. بناءً على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية كلعبة عادلة (Fair Game) للمتعاملين بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي

يحققها باقي المتعاملين وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.



المبحث الثالث

ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريات الاقتصادية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية

- أولاً - مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.
- ثانياً - مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.
- ثالثاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي.
- رابعاً"- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي.
- خامساً"- تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على اسعار أسهم سوق الأوراق المالية .



أولاً- جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية^(٢٥):

لم تتناول النظريات والآراء الاقتصادية موضوع سوق الأوراق المالية بصورة صريحة ومباشرة ولكن هناك بعض الجوانب للارتباط غير المباشر بين سوق الأوراق المالية وبعض النظريات .

وإذا ما تناولنا ارتباط الكلاسيك بسوق الأوراق المالية نجد أن التقليديون (الكلاسيك) حتى مارشال اعتبروا أن سوق المنافسة الكاملة والاحتكار هما الأدوات التحليلية التقليدية في دراسة السوق وذلك على أساس إنهما يمثلان نقيضين لنماذج السوق يمكن على أساسهما دراسة كيفية تكوين الأثمان. كما اعتبروا أن نظام المنافسة الكاملة هو النظام مثالي القادر على تحقيق المصالح الخاصة من جهة وإقامة التوازن الاجتماعي الاقتصادي من جهة أخرى.

وبناء عليه يعتبر سوق الأوراق المالية (وخاصة الاسواق المنظمة) أقرب الأسواق إلى تحقيق أسباب المنافسة الكاملة واستقامة قانون العرض والطلب وذلك على أساس توافر الشروط التالية:

١- اتصال البائعين والمشتريين (أو من ينوب عنهم) ببعضهم:

تكفل سوق الأوراق المالية تقابل جميع عروض البيع المتوافرة في أية لحظة بجميع طلبات الشراء المتوافرة في تلك اللحظة، فتؤدي المساومة العلنية العامة إلى إحداث السعر الوحيد الذي يعبر عن الحكم الجماعي عندئذ، ويصبح هذا السعر دون سواه المقياس الصحيح السائد في كل مكان داخل وخارج سوق الأوراق المالية ويحقق سوق الأوراق المالية ميزة العرض والطلب من كونه مكان ثابت لا يجوز أن تجري المعاملات في سواه.

٢- حرية المساومة في تحديد الثمن:

في سوق الأوراق المالية يعلن الطالب في الشراء على الملأ رغبته في شراء صك معين بسعر معين كما يعلن العارض انه على استعداد لبيعه عند سعر محدد ، فإذا تقابل السعران تمت الصفقة، أما إذا لم يتوافق السعران أرجئت الصفقة إلى أن يعدل كل عميل الثمن الذي حدده أو تنتهي الفرصة المناسبة لوجود طرف آخر يقبل بالتعاقد بالثمن الذي حدده العميل.

(٢٥) حمدية زهران، النظرية الاقتصادية، القاهرة، مكتبة عين شمس، ٢٠٠١، ص ٢٨٧.

أما إذا لم يكن الثمن محددًا من جانب المستثمر المحتمل فإن السمسار الطالب يحدد الطلب بثمن أعلى والعارض بثمن أدنى على أن يجد مجيب فتعقد الصفقة.

٣- انتفاء التأمر على تحديد أسعار البيع والشراء:

يتعذر عملياً وقوع التأمر بين السماسرة ،حيث أن كل سمسار يتلقى من عملائه أوامر البيع والشراء على حد سواء، كما يتعذر وقوع التأمر بين العملاء على البيع بما لا يقل عن سعر معين أو الشراء بما لا يزيد عن سعر معين.

٤- توافر العلانية الكاملة:

تتوافر العلانية التامة في بورصات الأوراق المالية حيث أن العرض والطلب يتم الإعلان عنهما عن طريق النداء، كما يدونان على لوحات متخصصة لهذا الغرض متى أراد العارض أو الطالب ذلك كما أن الصفقات تعقد علناً ويدون سعرها على الفور في الجدول الرسمي.

٥- التعامل في وحدات متجانسة:

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية على كميات وفيرة من الصكوك موحدة النوع والرتبة بحيث يمكن إحلال أية وحدة منها محل الأخرى بلا فارق ولا تمييز ، ويعتبر توحيد نوع الصكوك شرطاً لا غنى عنه في سبيل الوصول إلى وحدة السعر في أية لحظة كما أن وفرة كميات الصكوك المعدة للتعامل يعتبر شرطاً لازماً لنشاط الأخذ والعطاء بحيث يسهل تقابل العرض والطلب.

ثانياً- جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة:

أعطى كينز أهمية كبيرة لمستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية كمحدد لمستوى الاستثمار، ويبدو أن كينز كان مقتنعاً بأن الأسعار في سوق الأوراق المالية يمكن أن **تؤثر** على مستوى الاستثمار، لأنها كما يبدو تعطينا حكماً وتقديراً قائماً على أساس الظروف حول العوائد المتوقعة على الأصول المنتجة التي تمتلكها المنشآت الآن. وحتى لو كان المستثمر الجديد لا يقبل تقديرات وأحكام السوق، فإنه يستطيع عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية منخفضة الحصول على الأصول المنتجة بواسطة شراء أصول جديدة، وأنه يستطيع عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية مرتفعة أن يقوم بالاستثمار مباشرة في الأصول العينية بدلاً من الشراء في أسواق الأوراق المالية.

وعلى هذا فإن الأسعار في سوق الأوراق المالية تؤثر في الاستثمار. ونظراً للتغيرات الكثيرة في سوق الأوراق المالية فقد اقترح كينز أن يكون شراء أي نوع من أنواع الاستثمار مسألة أبدية، ولكنه يعود ليقول أن هذا العمل لو تم فسوف يحول الاستثمارات القديمة إلى شكل جامد، وهذا يعوق الاستثمارات الجديدة إلى حد كبير. كما خلص كينز إلى أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة يرتبط أساساً بعامل عدم التأكد وتوقع حدوث تغييراً في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة.

- فعندما يسود توقع بأن أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات سوف ترتفع فإن الأفراد سيفضلون شراء هذه الأوراق فوراً وبسعرها الحالي مستخدمين ما في حوزتهم من نقدية سائلة، وذلك حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلاً بسعر مرتفع ويحققون أرباحاً وهو ما يعرف المضاربة على الصعود.
 - أما الحالة العكسية، عندما يسود توقع بانخفاض أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات فهذا يعني تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالسيولة وتصفية محافظهم المالية، بحيث يمكن استخدام هذه السيولة في المضاربة مستقبلاً وهو ما يسمى بحالة المضاربة على الهبوط.
- وبناء على ما سبق فإن توقع ارتفاع أسعار الأوراق المالية يدفع الأفراد إلى تفضيل السيولة وذلك يتم من خلال توقعات أسعار الفائدة حيث أن انخفاضها يعني ارتفاع أسعار السندات وارتفاعها يعني انخفاض أسعار السندات.

ثالثاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي:^(٢٦)

- يتمثل دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي في ما يلي:
- تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة، إن سوق الأوراق المالية توفر للمدخر مكاناً لاستثمار مدخراته، ومكاناً أيضاً لتسييلها عند الحاجة، كما أنه توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.
 - بيع الحقوق وشرائها عن طريق سوق الأوراق المالية، حيث يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام سوق الأوراق المالية بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول.

(٢٦) المرجع السابق مباشرة، ص ٤٤.

- توفير مجموعه من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.
- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشأ مشروعاً لقلّة رأسماله وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.
- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهناً لا يمكن تحويله إلى أصل سريعاً وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة مكانة المركز المالي للشركة واستقرار أسعارها في سوق الأوراق المالية .
- التأمين ضد تقلبات الأسعار، يستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع و الزارع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحويط والتغطية فالمضارب مثلاً يشتري سلعة ليبيعهها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه، كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.
- إيجاد مجال للمضاربة إن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناءً على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان، وهي لازمه لاستمرار العمل في سوق الأوراق المالية ولكن تخرج عن وظيفتها و تتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار.

رابعاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي:(٢٧)

يمكن دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي فيما يلي:

- إيجاد سوق مستثمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، **طلباً للربح الرأسمالي** المتولدة منها أو تغيير لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر،

(٢٧) أحمد عبد الرحمن، العولمة المظاهر والأسباب، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد ٢٦، ١٩٩٨، ص٤٣.

حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.

➤ إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

➤ تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فسوق الأوراق المالية توجه مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تمثل التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها كما تمويل سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.

➤ تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

➤ الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكتمل بعضيهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

➤ جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي

➤ إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لآجال طويلة أو متوسطة، ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة ، فتبقى عندها فوائض مالية ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.

➤ التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

خامساً- تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار أسهم سوق الأوراق المالية: (٢٨)

تتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادي في المجتمع وتؤثر فيه بدورها . وفيما يلي نتناول بعضاً من هذه المتغيرات:

١. السياسة المالية fiscal policy: (٢٩)

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي وإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية وهو الضرائب **فإذا ما لجأ** واضعو السياسات إلى تخفيض معدلات الضرائب على دخول منشآت العمال والتوسع في منح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة حجم الإنتاج، فسوف تكون محصلة كل ذلك هو زيادة حجم الأرباح المحققة بواسطة منشآت الأعمال، مما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها في السوق بالارتفاع، والعكس صحيح في حالة رفع معدلات الضريبة ، حيث سينعكس ذلك سلباً على أسعار المنشآت في السوق. وأيضاً إذا لجأت الحكومة إلى التمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة فان ذلك يؤدي إلى انخفاض حجم الأرباح الحقيقية المحققة بواسطة المنشآت نظراً لارتفاع معدل التضخم ، مما سينعكس سلباً على أسعار أسهمها (٣٠)، **صحيح في حال أن التضخم لم ينعكس على أسعار منتجات أو خدمات المؤسسة، صحيح في حال ثبات الرقم الاسمي لأرباح الشركات.**

٢. السياسة النقدية monetary police

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.

وتؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال (٣١).

فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة النقدية هو عرض النقود على سبيل المثال نجد أن زيادة عرض

(٢٨) مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص ٤٩٨.

(٢٩) منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٨٨.

(٣٠) علاء الدين محمود زهران، الاستثمار في سوق للأوراق المالية ، معهد التخطيط القومي، ٢٠٠٠، ص ٥١.

(٣١) منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٩١.

النقد سوف ينعكس على أسعار الفائدة في السوق بالانخفاض ، ومن شأن ذلك تشجيع الاستثمار وما لذلك من تأثيرات على متغيرات كلية أخرى داخل الاقتصاد مثل رفع معدلات الناتج وانخفاض معدلات البطالة، ومن المؤكد إن يؤثر ذلك ايجابياً على دخول منشآت الأعمال وعلى مستويات الأرباح المحققة وهو ما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمهما بالارتفاع.

الأساس هو أن انخفاض معدلات الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية وذلك لأنه يؤثر على معدلات الخصم التي هي عبارة عن سعر الفائدة الأساس + علاوة خطر.

وفي الوقت نفسه يمكن أن يكون لزيادة عرض النقد آثاره السلبية على أسعار الأسهم، حيث من المتوقع أن يؤدي زيادة عرض النقد إلى ارتفاع معدل التضخم ومن ثم ارتفاع معدل العائد المرغوب على الاستثمار من جانب المستثمر ، ومضمون ذلك هو انخفاض القيمة التي يدفعها المستثمر في الأسهم على سبيل المثال. وقد يدفع ذلك الوضع واضعي السياسات إلى تخفيض حجم المعروض من النقد. (٣٢)

٣. سعر الصرف exchange rate: (في إطار التمويل الدولي) الراجعة على أسعار الفائدة في ظل تقلب سعر الصرف.

تعتبر قيمة العملة التي يدفعها المشتري لورقة مالية أو يتقاضاها عن بيعها أو عندما يحصل على عائدها ، ذات اثر هام على وضع السوق ويظهر ذلك بأكثر من صورة، فانخفاض قيمة العملة يتوقف على أثره طبيعة أصل المال، إذ يتحول جامعو الأصول المالية ذات الدخل الثابت والتي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، وعلى العكس يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائدا بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة. وبالنسبة للسندات التي يتم تقييمها وهي سندات ذات عائد بالعملة الوطنية فسوف يزداد عائدها، وتمثل قيمة استردادها إغراء بالنسبة لمالكها. كذلك بالنسبة للأوراق المالية ذات العائد المتغير.

وباختصار فإن معدل العائد المتوقع لأي أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء هي إيرادات العوائد، الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة ارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، وأخيراً الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة للتغيير في سعر الصرف، ويمكن حساب الكسب أو الخسارة الرأسمالية بالفرق بين القيمة الاسمية للصك والسعر المدفوع. (الفرق بين الربح سعر الشراء . سعر البيع) أو بين سعريين في لحظتين مختلفتين.

(٣٢) علاء الدين محمود زهران، الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ٦٤.

٤. التضخم inflation :

لايعني التضخم في حقيقته انخفاضاً في القوة الشرائية للنقود ولو أن هذا يتحقق فعلاً ، بمقدار ما يعني انخفاض في القدرة الشرائية لحائزي النقود بدرجات متفاوتة. فليست القوة الشرائية للنقود في حد ذاتها المتغير الهام الذي يتأثر بالتضخم وإنما بالقدرة الشرائية للأشخاص (الوحدات) الاقتصادية حائزة النقود وهي التي تتأثر حقيقة وفعلاً بالتضخم^(٣٣).

ويمكن القول بأن زيادة الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية ، بمعنى أن قيم الأوراق المالية لايمكن اعتبارها في جميع الحالات قيم حمائية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية.

وقد يبدو للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولاً حقيقية يتم تقويمها بالنقود الجارية لابد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد أخطار الاستهلاك والتناقص في القيمة، وهي ميزة نظرية للأسهم بالمقارنة بالسندات ذات العائد الثابت^(٣٤).

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تؤثر عكسياً على أسعار الأسهم وذلك لما قد يثار من مخاوف حول إمكانيات مزيد من الارتفاع لذلك المعدل وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، ومن جانب آخر قد يزيد حجم الوعاء الضريبي على أرباح صورية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشآت وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية.

٥- سعر الفائدة (interest rate):

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولاً مالية، فمن الطبيعي في لحظة محددة يتوقف **سعر الورقة المالية** على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود.

وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما أدى ذلك إلى انهيار سوق الأوراق المالية وذلك لاعتبارها عنصر هام في نفقة المشروعات من ناحية ومن ناحية أيضاً له أثر هام على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، حيث يقوم المدخرون الراغبون في توظيف أموالهم بالمقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد المنخفض والثابت المعروف مقدماً دون تحمل أية مخاطر وبين تحمل مخاطر والحصول على عوائد

(٣٣) مصطفى رشيد شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي - الإسكندرية، دار المعرفة الجامعية، ١٩٨٨، ص ٤٣٣.

(٣٤) مصطفى رشيد شيحة، زينب عوض الله مرجع سبق ذكره، ص ٥٠٣-٥٠٦.

مرتفعة ومتغيرة.

وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها وهذا التنافس الحديث في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهرياً وأساسياً، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة، غير أنه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وإن كان هذا الأثر آلياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه، إما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في سوق الأوراق المالية (٣٥).

٦- النمو الاقتصادي ECONOMIC GROWTH:

لاشك أن سوق الأوراق المالية يشكل إحدى الدعائم المهمة للنمو في اقتصادات الأسواق الناضجة، غير أن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في الدول النامية مازالت موضع تباين في الآراء، فأهم ماتعانيه الدول النامية هو انخفاض مستويات الدخل الحقيقي ومن ثم انخفاض نصيب الفرد من هذا الدخل، وهو الأمر الذي يؤدي إلى ضعف تكوينات رؤوس الأموال اللازمة لعملية التنمية، وإن التفكير في الحصول على موارد طويلة الأجل واللازمة لعملية التنمية الاقتصادية، يمكن أن يتحقق من خلال مصدرين رئيسيين، مصادر التمويل الداخلي ومصادر التمويل الخارجي. ويلعب المصدران دوراً مهماً وحيوياً في تكوين بنیان سوق الأوراق المالية الذي يقوم بدوره بتوفير عملية تمويل المشاريع الاستثمارية..

وتؤكد الدراسات الاقتصادية أن العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي تبادلية تربط الاتجاهين من خلال أدوات عديدة كالسياسة المالية والسياسة النقدية ومعدل التضخم ومعدل أسعار الفائدة وسعر الصرف والنتائج المحلي الإجمالي وغيرها.

كما تؤثر أسواق المال و تتأثر بالنمو الاقتصادي لذلك فإن الاهتمام بها وبالأسس التي تقوم عليها يعتبر خطوة صحيحة في طريق التنمية المستدامة.

وتؤكد نتائج معظم الدراسات التطبيقية أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي وما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية وبصفة خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات فإنه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي وهذا ما يحدث في الدول النامية.

(٣٥) مصطفى رشيد شحبة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص ٥١٠-٥١٣.

إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة إذ إن مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة فإن الطلب التابع يأخذ في الظهور.

وفي هذه الحالة فإن أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة وتابعة لعملية النمو الاقتصادي. من جانب آخر توءكد بعض الدراسات على أن الاقتصاديين قد يبالغون في التركيز على دور القطاع المالي وسوق رأس المال في دفع عملية النمو الاقتصادي.

وتتم الاستعانة بدراسة بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لاختبار فرضيتها مثل الناتج المحلي والتضخم وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي تساعد أسواق المال في الدول النامية في عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى الاستثمار المحلي وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق التنمية المتواصلة فأسواق المال تتيح فرصا تجارية لا يمكن تجاهلها وهذه الفرص حققت إنجازات عظيمة في نمو اقتصاديات بعض الدول.

لقد أثبتت الدراسات المقارنة والوقائع ثمة علاقة ايجابية بين نجاح سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو في العديد من الدول النامية ومن أهم المؤشرات التي دلت على صحة ذلك مايلي⁽³⁶⁾:

أ- ارتفاع نسبة رأس مال السوق مع بقاء العوامل الأخرى على حالها- يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ب- تحسن نسبة التداول ومعدل الدوران (المعبر عنها بدرجة سيولة السوق) يؤدي إلى تحسن معدل النمو الاقتصادي.

من جهة أخرى يلاحظ أن الدول النامية التي لديها أجهزة مصرفية متطورة **ولديها** أسواقها المالية جديدة ، قد حققت نمواً اقتصادياً أسرع مع الأخذ بالحسبان الاختلاف النسبي في نوعية الخدمات المالية التي تقدمها أسواق الأوراق المالية لتعزيز السيولة ومقايسة الخطر عن الخدمات التي تقدمها البنوك التي تتركز على إقامة علاقات طويلة الأجل مع الشركات.

تؤثر أسواق الأوراق المالية على معدل النمو الاقتصادي من خلال التأثير على قرارات التمويل في الشركات، فالأسواق الناجحة تؤدي إلى تشجيع التمويل بالأسهم بدلاً من الديون، ومن ثم تنخفض الديون منسوبة إلى حقوق الملكية مع بقاء العوامل الأخرى على حالها مع الإشارة إلى أن قوة ومصادقية سوق الأوراق المالية تتعلق بقوة وربحية الشركات المرتبطة بها ، كما إن تطوير وتنمية

(36) FU -SHENG "ESSAYS ON FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMICS GROWTH " VIRGINIA POLYTECHNIC INSTITUTE ,OP -CIT ,P.110.

سوق الأوراق المالية من شأنه أن يحسن مستوى المعلومات والرقابة على الشركات لتحسين أدائها ما يزيد من رغبة الدائنين في إقراض الشركات.

وبالتالي أن سوق الأوراق المالية تؤثر على الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري وخاصة في حالات زيادة قيمة ثروة المستثمرين نتيجة لارتفاع القيم السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الاسمية حيث ينفق قسم من هذه الزيادة على الاستهلاك والاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي ومن ثم زيادة الطلب الكلي ومن ثم زيادة الدخل ورفع معدل النمو الاقتصادي، علماً أن معدل الحد الأدنى للربحية يجب أن يكون أعلى من معدل التضخم.

وهنا لابد من الإشارة إلى أن بعضاً من النقاد ينظرون سلباً إلى أسواق الأوراق المالية لأسباب عدة في رأيهم وهي أن التمويل عن طريق إصدار الأسهم من عدد من الدول النامية يشكل نسبة محدودة من استثمار الشركات في هذه الدول على حين يمول القسم الأكبر من هذه الاستثمارات من القروض المصرفية أو من الأرباح المحتجزة في تلك الشركات.

ويرون أيضاً أن أسواق الأوراق المالية تساهم عادة في حدوث التقلبات الاقتصادية وخاصة مع زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وما يحدثه من تغيرات سعرية، وتقلبات في أسعار الصرف وعدم استقرار على مستوى الاقتصاد، ما ينعكس سلباً على معدل النمو الاقتصادي.

أما الرؤية الأخرى الإيجابية فإنها تشير إلى أن أسواق الأوراق المالية تساهم بشكل فعال في تحقيق زيادة في معدل النمو الاقتصادي، كما أن أسواق الأوراق المالية تعتبر وسيلة مهمة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وتشكل عاملاً إيجابياً وفعالاً خاصة في مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق في الدول النامية حيث تعطى للقطاع الخاص مساحات أوسع في النشاط الاقتصادي^(٣٧).

إن أسواق الأوراق المالية تساهم في توفير السيولة التي تحتاجها الاستثمارات المربحة التي تتطلب رؤوس أموال طويلة الأجل وتجعل مخاطر الاستثمار أقل، وجاذبيتها أكثر، ناهيك عن سهولة بيع هذه الأوراق بسهولة إذا احتاج مالكوها لاسترداد مدخراتهم.

(٣٨) سميرة المسالمة: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في سورية، الاقتصادية، العدد ٣٤٥، ٢٠٠٨.



المبحث الرابع

دور مؤسسات سوق الأوراق المالية في توظيف المدخرات واستثمارها في سوق
الأوراق المالية

أولاً- الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية
ثانياً- الادخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية وأهميته في الاقتصاد القومي
ثالثاً- الاستثمار وأثره في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية



أولاً- الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية :

أ- الأجهزة المصرفية وسوق الأوراق المالية^(٣٨):

المؤسسات المالية وجهاز مصرفي (المصرف المركزي - المصارف التجارية والمتخصصة والمؤسسات المالية الأخرى) أهمية قصوى في إيجاد سوق أوراق مالية نشطة وفاعلة، فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمرين والمدخرين، من خلال تعبئة الموارد المالية، من نقود وأدوات استثمارية وتحويلها من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز.

كما تعمل على تقديم خدمات التداول للأوراق المالية، وتسعى لتشجيع العملاء على الدخول الاستثمار في الأوراق المالية وتقديم اسهاماتها عبر الاتجار بالأوراق المالية وشراء اصدارات الأوراق المالية وبيعها للجمهور أو القيام بخدمات التعامل مثل: الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يسلمها المصرف للعملاء، وخدمتها من حيث تحصيل الأرباح والفوائد أو تنفيذ طلبات الاكتتاب في أسهم الشركات، بالإضافة إلى تنفيذ أوامر الشراء والبيع للأوراق المالية مع منح التسهيلات الائتمانية بضمانة الأوراق المالية أو لتمويل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية^(٣٩).

وتعتبر المصارف الحاضنة لسوق المال، لذا فإن الدول التي تملك أسواق مال نشطة هي من تملك بالضرورة بنية تحتية مصرفية متطورة والعكس صحيح ولتحقيق هذا الهدف تم السماح للمصارف الخاصة لتعمل في السوق السورية إضافة للمصارف الإسلامية لتعبئة كامل المدخرات وبالتالي تهيئة البدائل المتاحة لجذب جميع الاستثمارات.

وباعتبار أن المصارف تعمل تحت إشراف ومراقبة البنك المركزي في مختلف بلدان العالم سيتم بحث دور كل من البنك المركزي والمصارف على الأسواق المالية مع الأخذ بالاعتبار بعض المؤسسات ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية كبنوك الاستثمار وشركات التأمين.

١- البنك المركزي:

يمكن تحديد أهمية البنك المركزي في علاقته مع سوق الأوراق المالية من خلال الأبعاد الرئيسية التالية:

• إدارة عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية:

^(٣٨) واقع وآفاق تطوير الجهاز المصرفي في سورية من وجهة نظر مصرفية، أبحاث طلاب سنة أولى ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٧.

^(٣٩) عبد الحميد، عبد المطلب: البنوك الشاملة وإدارتها وعملياتها، الدار الجامعية، ٢٠٠٠، ص ١٧٤.

يعتبر المصرف المركزي المدير الفعلي لعملية إصدار الأوراق المالية الحكومية وهو المعني بتنشيط سوق السندات باعتبارها أصل مالي قابل للتداول عن طريق البيع والطرح والتعامل مع المصارف ويساهم في إنشاء سوق الأوراق المالية من خلال بيع لأذونات الخزنة وبعض السندات الحكومية وشهادات الإيداع على جمهور المستثمرين من أفراد ومؤسسات مالية وغير مالية.

• التحكم في أسعار الفائدة :

يشكل سعر الفائدة العامل الاستراتيجي الذي ينشط حركة انتقال رؤوس الأموال بين السوق النقدية وسوق رأس المال حين ترغب البنوك المركزية بتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية تقوم باتباع سياسة النقود الرخيصة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، وبالتالي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة النقود الغالية أو ما تسمى بالسياسة الشحيحة، فإن أسعار الفائدة سوف تتجه نحو الصعود، بينما تتجه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض. مما يؤدي إلى تحفيز المؤسسات المالية للاقراض بغرض الاستثمار المنتج في المجالات الاقتصادية.

• القيام بعمليات السوق المفتوحة:

يقصد بعمليات السوق المفتوحة أن يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية في السوق المالية إذا مارغب في امتصاص السيولة الزائدة من السوق لمكافحة التضخم والتأثير على أسعار الفائدة بالارتفاع من ناحية، أو تمويل العجز قصير وطويل الاجل (المواسم **الزراعية**) أو شراء الأوراق المالية من السوق إذا مارغب في زيادة النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى^(٤٠).

وتتطوي عمليات السوق المفتوحة غالباً على مبيعات مباشرة للأوراق المالية، أو اتفاقيات إعادة الشراء، أو اتفاقيات معكوس إعادة الشراء.

(٤٠) خالد عبدو الزامل: دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، ص ١٤، ٢٠٠٥.

عمليات الـ Repo و Repoinu ليست محصورة بالبنوك المركزية ولا يمكن اعتبارها من عمليات البنك المفتوح، كل Repo يقابله Repo inv اتفاقية إعادة شراء يقابله اتفاقية إعادة بيع وإن بشكل ضمني.

• اتفاقيات إعادة الشراء:

تعني بيع أصل مالي من قبل المصرف المركزي (عادة أوراق حكومية) بموجب عقد ينص على إعادة شراء هذا الأصل بسعر محدد بتاريخ لاحق. تمثل هذه الاتفاقيات أحد الأساليب الاقتراض التي يلجأ إليها المصرف وتستخدم هذه الأداة بهدف ضخ السيولة إلى الجهاز المصرفي وعادة ما تتم باستخدام الأوراق المالية الحكومية المحلية.

• اتفاقيات معكوس إعادة الشراء:

وتعني شراء أصل من قبل المصرف المركزي بموجب عقد ينص على إعادة بيعه سعر محدد في تاريخ لاحق، وتعتبر عمليات إعادة الشراء في الأوراق المالية الحكومية الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية وهذه العمليات تتدخل في تنشيط تداول الأوراق المالية الموجودة في السوق الثانوية، لكن بدرجة أقل مقارنة بالأعمال الفورية، لأنها توفر أساساً تمويلياً مؤقتاً للنقص أو الزيادة في السيولة^(٤١). وتتوقف قدرة المصرف المركزي على إتباع سياسة السوق المفتوحة على عدة اعتبارات أهمها ما يلي^(٤٢):

• جدية المصرف المركزي:

تتوقف جدية تأثير المصرف المركزي في السوق المالية على مقدار ما يمتلكه من أوراق مالية للقيام بعمليات البيع أو مافي حوزته من أوراق نقدية للقيام بعمليات الشراء. وبذلك أي نقص فيما يمتلكه المصرف المركزي من الحد اللازم للسيطرة على سوق الأوراق المالية لتنفيذ خطته في توجيه الاقتصاد القومي سيقول من أهمية سياسة السوق المفتوحة. وهذا ما يحدث في الكثير من الدول النامية حيث تكاد تنعدم مقدرة المصرف المركزي للقيام بعمليات السوق المفتوحة لنقص من أوراق مالية وأوراق نقدية كافية لممارسة هذه العملية.

(٤١) زيدان، منذر: الأجهزة المصرفية ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٩، ص ٨٦-٨٨.

(٤٢) محي الدين الغربي: اقتصاديات النقود والبنوك، جامعة القاهرة، ١٩٨٢، ص: ٢٤.

● استعداد المصرف المركزي لتقبل الخسائر:

من الملاحظ أن المصرف المركزي قد يتعرض للخسائر عند قيامه بعملية طبع الأوراق النقدية بأسعار منخفضة حتى يستطيع التأثير في السوق، وفي كثير من الأحيان لا يستطيع المصرف المركزي التماذي في مواجهة بعض الاحتكارات في السوق وخفض الأسعار لتحقيق السياسة المطلوبة، مما يضطر الحكومة إلى التدخل بوسائل أخرى مكمله لسياسة السوق المفتوحة. ويؤثر مدى تطور وكفاءة المصرف المركزي على تفادي وتخطي **آثار** الأزمات والمخاطر التي قد تعترض الأسواق المالية من خلال قدرته على في توقع هذه المخاطر وبالتالي يعمل على تحليلها واتخاذ الخطوات المناسبة للحماية^(٤٣):

٢- المصارف التجارية:

تعتبر المصارف من المؤسسات المالية الهامة في الاقتصاد الوطني نظراً لأنها تقوم بتجميع المدخرات الوطنية وتوفير القروض لمن يرغب بها وللقطاعات التي تحتاج إليها وهي بذلك تقوم بدور الوساطة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات الاقتصادية ذات العجز أي التوسط بين المدخرين والمقترضين^(٤٤).

تقدم المصارف التجارية للزبائن والمتعاملين في سوق المال الخدمات التالية:

١. القيام بدور السوق الأولي للأوراق التجارية قصيرة الأجل وذلك من خلال خصم الورقة للمرة الأولى لتأخذ طريقها إلى البيع والشراء في السوق الثانوي.
٢. القيام بدور السوق الأولي عند تسويق الأسهم للشركات المساهمة المبتدئة حيث تقوم بدور المروج والبائع لهذه الأسهم مقابل عمولة محددة.
٣. تقديم المعلومات المالية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وخاصة المدخرين حيث يحصل هؤلاء على تطورات حركة الأسهم والسندات من المصارف التجارية دون تكلفة بعكس بيوت السمسة والاستشارات التي تقدم المعلومات مقابل مبالغ وعمولات محددة.

(43) Donald L.Kohn, financial markets. financial fragility, and central banking at a symposium sponsored by the federal reserve bank 1 of kanas city, Jackson hole ,Wyoming august 27,2005

(٤٤) أحمد زهير شامية: اقتصاديات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، جامعة حلب، ٢٠٠٠، ص ٢٥٦-٢٥٣.

٤. تقوم المصارف باستثمار أموال العملاء في أسواق الأوراق المالية: عن طريق توظيف أموال العملاء وإدارتها لحساب العميل وذلك بشراء أو بيع الأوراق المالية حيث يعهد العميل ويخول المصرف القيام بهذه المهمة وتخصص المصارف جهازاً خاصاً لإدارة عمليات الاستثمار الناشئة بينه وبين العميل، كما يمكن أن تقوم بدور شركات الوساطة المالية وتقديم كافة أعمال الوساطة المالية والمشورة الفنية في إدارة حافظ الأوراق المالية وتنفيذ أوامر بيع والشراء في الأسواق المالية.

٥. تلعب المصارف دوراً هاماً بالتأثير على أسعار الأسهم بسبب الثقل الكبير للقيمة السوقية ولحجم التداول لأسهم المصارف في أغلب الأسواق العالمية مقارنة بالقيمة السوقية والتداول الكلي في هذه الأسواق بالإضافة إلى أن المصارف تتبنى مجموعة خدمات ومنتجات مرتبطة مباشرة بالخدمات والمنتجات التي تقدمها أسواق الأسهم ككل.

٦. يقرر مدى النشاط والرواج الذي تشهده أسهم المصارف مدى الرواج والنشاط الذي تشهده أسواق الأسهم وأحد أسباب هذه الظاهرة الحجم الكبير لرؤوس أموال المصارف مقارنة برؤوس أموال الشركات الأخرى حيث أن طبيعة أنشطة المصارف تستدعي أن تكون رؤوس أموالها المصدرة كبيرة نسبياً ويترتب على كون القيمة السوقية لأسهم المصارف دوراً رئيسياً في تحديد مسارات مؤشر أسعار السوق.

٧. تلعب المصارف دوراً هاماً بتطوير الوعي الاستثماري لدى جمهور المتداولين عبر إصدار النشرات والدوريات وتنظيم الملتقيات التي تركز على تطوير وعي المتداولين بالاستثمار في الأسهم وغيرها من الأدوات المالية.

٨. تقوم المصارف بتطوير وتنشيط التداول بالأسواق المالية عبر تقديم القروض للوسطاء والمتعاملين في هذه الأسواق وتقوم بتقديم قروض بضمانة الأوراق المالية وتحتفظ بالأوراق المالية المأخوذة كضمانة أو قد يقدم المصرف تمويلاً لشراء أسهم.

ب- المؤسسات المالية ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية :

١- بنك الاستثمار:

هو مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية وتقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والمضاربين والشركات في الإصدار الأولي كما تقدم التمويل للمستثمرين الذين يرغبون بالمضاربة وتحقيق الأرباح إضافة إلى الأعمال الأخرى في السوق^(٤٥). ويقوم بنك الاستثمار بالمهام التالية:

➤ تقديم النصح والمشورة للشركات المساهمة بشأن حجم الإصدار **وتوقيته** والوسائل الأخرى الأكثر ملاءمة بحيث يمكن للشركة إعادة النظر بقرارها في زيادة الإصدار أو تخفيضه أو الانتقال لأشكال أخرى.

➤ القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة المالية والقيام بكافة إجراءات الرعاية والتسويق والاتصال بالجهات صاحبة العلاقة بالإصدار.

➤ بيع الأوراق التي أصدرتها الشركات إما مقابل عمولة أو حسب الاتفاق لأنه قد يشتري كافة الأوراق ويبيعها مقابل الحصول على الأرباح.

٢- مؤسسات ترويج الاكتتاب:

هي مؤسسات مالية تعنى بالأسواق المالية وتداول الأوراق المالية من الإصدار الأولي وحتى التداول في سوق الأوراق المالية وتقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية للعملاء والوساطة في التداول وتقديم الخبرات والمشورة للآخرين^(٤٦).

ومؤسسات ترويج الاكتتاب تعتبر ضرورية لأنها تسعى لتحقيق الأهداف التالية:

➤ تسهيل عمليات الإصدار وتسويق الأسهم للشركات الجديدة أو الشركات القائمة بحيث تحصل على التمويل اللازم وبأقصر فترة زمنية.

➤ تقديم النصح والمشورة للشركات حول الشكل الملائم للتمويل وحول سهولة بيع تلك الأوراق وما يرافق البيع من صعوبات.

(٤٥) منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٨٤.

(٤٦) علي كنعان: الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٧٤.

- تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها مباشرة في القطاعات الإنتاجية أو الخدمية.
- تقديم المعلومات والدراسات العلمية عن أحوال السوق للأجهزة الحكومية والسلطات المسؤولة عن سوق الأوراق المالية بحيث يمكن تجنب الأزمات.

٣- صناديق الاستثمار^(٤٧):

وهي شركات مالية متخصصة في إدارة وتكوين تشكيلات الاستثمار المناسبة لعدد من المستثمرين تهدف إلى تجميع الأموال من عدد كبير من المستثمرين وإدارتها وفقاً لاستراتيجية يضعها مدير الاستثمار بالصندوق لتحقيق أرباح توزع على المستثمرين في وثائق الصندوق. وهي شكل من أشكال شركات الاستثمار التي ظهرت في أوروبا وأمريكا تهدف لتجميع أموال صغار المدخرين الأفراد للحصول على رأس مال كاف لتوظيفه بشكل اقتصادي في الأسواق المالية.

وقد ظهر في أوروبا نوعان من شركات الاستثمار: شركات الاستثمار المغلقة Closed end investment co. وشركات الاستثمار المفتوحة Open end investment co. ويقوم صندوق الاستثمار بالأعمال التالية:

- تجميع المدخرات الصغيرة التي يمتلكها صغار المدخرين في شكل استثمار مشترك لتشكل قوة مالية قادرة على المضاربة في الأسواق المالية.
- تشكيل رأس مال كاف للدخول إلى الأسواق المالية حيث يتطلب تأسيس أي شركة لرأس مال كبير وبالتالي يساهم جميع هذه المدخرات في تشكيل رأس مال يساعد الصندوق على ممارسة نشاط المضاربة في سوق المال.
- تشكيل محافظ استثمارية متنوعة من الأسهم والسندات والأوراق المالية تستطيع أن تدر للشركة الأرباح وتجنبها مخاطر الإفلاس.
- يتم تشكيل إدارة للصندوق من الأعضاء المشاركين أو يعهد للخبراء والاختصاصيين بإدارة الصندوق مقابل عمولة محددة وعادة ما يكون عدد أعضاء مجلس إدارة الصندوق

(٤٧) خلف فليح: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب، الأردن، ص ١٤٥.

من الأعضاء المشاركين وحوالي ٤٠٪ من خارج الصندوق وذلك لدعم نشاطات الصندوق وإنجاحه.

٤- شركات التأمين:

يلعب التأمين دوراً هاماً في الاقتصاد الوطني نظراً للتعويض الذي يحصل عليه صاحب المنشأة التي تعرضت للخطر وبالتالي تعاود نشاطها مباشرة، وإذا ما أخذنا ذلك في عدة قطاعات وفروع نلاحظ بأن التأمين يجنب المنشآت المخاطر المحتملة ويدفعها للاستمرار في العمل والانتهاج وتشغيل العمالة وإنتاج السلع. ويتضح من خلال أنشطة التأمين وتوفر الفوائض الكبيرة بأن شركات التأمين تحقق الفوائد التالية:

- تشجع الاستثمار في الأسواق المالية وتنشيط المضاربة حيث ستزداد الأموال المخصصة للمضاربة عندما توجه شركات التأمين أموالها لهذا المجال.
- تحسين دخول شركات التأمين وزيادة قدرتها على تعويض الأضرار الكبيرة.
- دعم القطاعات الإنتاجية عن طريق شراء الأصول المالية وتشجيعها بشكل مستمر للتوسع وتحسين ظروف إنتاجها الأمر الذي ينعكس إيجاباً على قطاعات الاقتصاد الوطني^(٤٨).

ثانياً- الإدخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية وأهميته في الاقتصاد القومي:

تتصف علاقة الادخار بسوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة من الأهمية، حيث ترتبط هذه السوق - لكونها آلية من آليات تجميع المدخرات وتنميتها داخل الاقتصاد القومي - بجميع الظواهر المثارة في إطار علاقة الاستثمار بالادخار، بالإضافة إلى ذلك فإنه كلما ساعدت سوق الأوراق المالية على تحقيق أهداف المدخرين والمستثمرين، كلما مكنها ذلك من تحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في تعبئة المدخرات وتنميتها.

١- الادخار وأهميته للاقتصاد القومي:

يعتبر معدل الادخار حجر الزاوية لأية خطة تنموية، فكلما كان هذا المعدل مرتفعاً، كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف، والعكس صحيح. ولذلك فإن قضية تنمية الادخار تعد من أهم قضايا النمو والتنمية التي يجب أن تنال قدراً كبيراً من الأهمية والدراسة.

فإذا ما عرفنا الادخار (saving) فهو ذلك الجزء من الدخل (الناتج) الجاري الذي لم يستخدم

(٤٨) علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٨٠.

في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، وإنما توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل أو تحافظ على مستواه المحقق فعلاً. وهناك من يعرف الادخار على أنه ناتج عن النشاط الاقتصادي الذي لاستهلاك بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات(٤٩). ويسري التعريف السابق على المستويين الفردي والمجتمعي:

- بالنسبة للأفراد:

اغلب الافراد لا ينفقون كل دخولهم الجارية على الاستهلاك الجاري من السلع والخدمات، وإنما يجنون جزءاً منه ليودعوه في البنوك أو صناديق توفير البريد، أو ليشتروا سندات أو أسهم أو ليسددوا التزاماتهم ومن ثم يتمثل الادخار في الفرق بين دخلهم المتاح الجاري وإنفاقهم الجاري على السلع والخدمات خلال نفس الفترة.

- بالنسبة للمجتمع:

يلاحظ أن ناتج الاقتصاد القومي خلال سنة معينة لا ينفق كلية في اغلب الأحوال على أغراض استهلاكية جارية بل يقتطع منه ليكون الادخار القومي و عند هذا المستوى يكون الادخار القومي بمثابة تيار أو تدفق مرتبط بالمستوى الكلي للاقتصاد.

ويلاحظ أن الادخار ينتهي إلى شكل من أشكال الاستثمار العيني، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة بين الادخار العيني والتكوين الرأسمالي. فالادخار في حد ذاته لا يدر دخلاً بمجرد تكوينه، وإنما يجب لكي ينتج دخلاً أن يتحول إلى رأسمال عيني منتج أي لا بد له أن يستثمر استثمار منتجاً(٥٠).

وقد يكون الادخار اختيارياً، بأن يقوم أحد أطراف النشاط الاقتصادي بتجنيب جزء من دخله طوعية وبإرادته ودون إجبار أو تعسف من قبل الحكومة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، كما يكون الادخار إجبارياً عن طريق إجبار الأفراد على ادخار جزء من الدخل بصورة إلزامية بوسائل مباشرة (الضرائب) أو غير مباشرة (إحداث درجة معينة من التضخم) عن طريق الحكومة، وبحيث تنتفي إرادة النشاط الاقتصادي.

٢- شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية :

حتى يقبل المدخر فكرة توظيف مدخراته في أسواق الأوراق المالية، فإنه يلزم أن تساهم هذه السوق في تحقيق أهدافه من ناحية، وأن تتوافر مجموعة من الشروط من ناحية أخرى، كما يلي:

(٤٩) محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار: الأبعاد- الأسباب طرق العلاج، القاهرة، مكتبة زهراء الشرق، ١٩٩٠، ص ١.
(٥٠) مرجع سابق مباشرة، ص ٢-٤.

أ- الشروط التي تتعلق بأهداف المدخرين:

يقبل المدخرون على توظيف أموالهم في الأوراق المالية لتحقيق احد هدفين، فهناك من يقبلون على شراء الأوراق المالية بقصد حيازتها لفترة تطول أو تقصر، إلى أن يرتفع ثمنها فيقومون ببيعها، وبذلك يحققون أرباحا تنجم عن الفرق بين ثمن الربح و ثمن الشراء، وعلى ذلك فان الأوراق المالية عند هؤلاء تكون سريعة الدوران.

وعلى خلاف ذلك، قد يقوم البعض بشراء الأوراق المالية ببنية الاحتفاظ بها وتوظيف أمواله لكي يحصل على عائد منها هو قيمة كوبونات الأسهم وإرباح السندات، فتدر عليه دخلا منتظما هو عائد الاستثمار^(٥١).

ب- الشروط التي تتعلق بسوق الأوراق المالية :

هناك مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في سوق الأوراق المالية لكي يقبل المدخرون توظيف أموالهم بها، واهم هذه الشروط مايلي:^(٥٢)

➤ **الأمان:** ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي قد تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق ، ومن أمثلة ذلك تلك المخاطر الناجمة عن الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف، بالإضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة والذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

➤ **العدالة والمساواة:** حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصا متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات، وهو المقصود بعدالة السوق.

➤ **أما المساواة،** فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين في سوق الأوراق المالية بحيث تمكنهم من الحصول بيانات معينة عن الشركات التي ألزمها القانون بنشرها، فالمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية، بحيث يكون المتعاملون على دراية بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها.

(٥١) صبري حسن نوفل، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر السماسرة والمستثمر، مؤتمر مستقبل الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية ، القاهرة، ٢-٣ آذار، ١٩٩٩، ص ٣-٤.

(٥٢) شعبان يوسف مبارز، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء سوق دمشق للأوراق المالية ، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية ، مجلة الدراسات المالية والتجارية، السنة الخامسة، العدد الأول، كانون ثاني، ١٩٩٥، ص ٢٤٤-٢٤٧.

➤ **السيولة:** ينبغي أن يكون هدف السيولة واضحاً في السوق، بما يضمن بعض الوفاء باحتياجات المستثمر إلى أموال سائلة. ويقصد بالسيولة إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة وبدون خسائر على الإطلاق، فصاحب الصك يجب أن يكون بمقدوره في أية لحظة إن يستبدل الصك بالنقد، إذا ما طرأ ما يجعله راغباً بذلك. والسيولة على النحو المتقدم تتفادى خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعوق وضع وتسخير المدخرات في خدمة الاقتصاد.

➤ **المنافسة:** حتى يتسنى للسوق الأوراق المالية أن تساهم بفاعلية في تنمية المدخرات، يجب أن تتحقق المنافسة الحرة بين البائعين وكل المشتريين، أو على الأقل توافر شروط الأقرب إلى المنافسة الحرة وذلك بحكم التقائهم بمكان واحد الأمر الذي يعطي قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره أكمل صورة.

ثالثاً- الاستثمار وأثره في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية :

لقد تطور مفهوم الاستثمار كثيراً في السنوات الأخيرة حيث أقامت أكثر الدول النامية أسواق مالية الأمر الذي شجع على تشكيل رساميل وطنية للمضاربة في سوق الأوراق المالية وشجع أيضاً المضاربين الأجانب للدخول إلى البورصات في هذه الدول كما وان تعاظم الأرباح نتيجة المضاربة في أسواق المال قد دفع المضاربين للضغط على حكومات الدول المتقدمة وعلى منظمة التجارة العالمية لتخفيف القيود المفروضة على حركة البورصات وفتح أسواق سوق الأوراق المالية أمام المستثمرين الأجانب.

إن تطور مفهوم الاستثمار في الأصول المالية لم يقف عند تحقيق الأرباح، بل تعداه إلى تنويع الأصول وتحقيق الأمان وهذا الأمر قد دفع البعض لاعتبار الاستثمار في الأصول المالية فن وعلم له أصوله وقواعده^(٥٣)

أي يحتاج المستثمر في الأسواق المالية للخبرة والمهارة لكي يستطيع أن يوظف ما يتوفر لديه من أموال في الأصول الرباحة والأمانة بنفس الوقت، لذلك يعرف احد المستثمرين الاستثمار المالي بقوله: القدرة على التنبؤ بالمستقبل استناداً لتحركات الأسعار الأسهم والسندات وعنصري العرض والطلب بهدف شراء الأصول المالية الرباحة والأمانة التي تدر دخلاً مستقراً خلال الفترات القادمة. في حين يرى الخبير الأردني محمد صالح جابر بان الاستثمار المالي هو قيام المؤسسات أو

(٥٣) محسن احمد الخضير ، كيف نتعلم الاستثمار في سوق للأوراق المالية ، إيترا للنشر والتوزيع، القاهرة ٢٠٠١، ص ١٣١.

الأفراد بشراء أحد الأصول المالية التي نتيج عوائد معينة خلال فترة زمنية وذلك بأقل المخاطر الممكنة^(٥٤).

وانطلاقاً من هذا التعريف يمكن تحديد خصائص الاستثمار المالي بمايلي:

- ١- توفر الإمكانات المادية والمالية اللازمة لتمكن المستثمر من شراء الأصول المالية والمضاربة بها بهدف الحصول على العائد.
 - ٢- تجمع المضاربة في الأسواق المالية بين شراء أصل معين (أسهم) أو عدة أصول أو القيام بتنويع المحفظة التي يرغب المستثمر بتكوينها.
 - ٣- الحصول على العائد وغالباً ما يسعى المستثمر في الأصول المالية للمضاربة في الأصول التي تدر دخلاً ويمكن أن ترتفع أسعارها بأن واحد لكي يحقق هدفه في المضاربة.
 - ٤- المضاربة في الأصول الآمنة والابتعاد عن الأصول مجهولة المصير أو الأصول التي تمتلكها الشركات الحديثة لأنها تكون عرضة للمخاطر، أو الابتعاد عن السندات الحكومية في بعض الأحيان خاصة إذا كانت الحكومة تعاني من عجز كبير في الموازنة العامة للدولة أو أي أصل يكون مرتبطاً بدرجة مخاطرة معينة فالمستثمر في الأصول المالية يكون عرضة للمخاطر والتقلبات أكثر من المستثمر في الحقل الصناعي أو التجاري لذلك يحتاج إلى الحيلة والحذر والدقة لكي يبعد نفسه عن شبح الخسارة والإفلاس^(٥٥).
- إن المستثمر في الأسواق المالية ينبغي عليه المعرفة والدراسة في كافة إشكال وأنواع الاستثمارات الصناعية والخدمية والمالية وغيرها، فالمستثمر الصناعي يهتم بدراسة الصناعات المنافسة وكيف يمكن أن يحصل على الربح من خلال رفع قدرته التنافسية.
- أما المستثمر في الأوراق المالية فينبغي دراسة الظروف والعوامل التالية:
- ١- دراسة الوضع السياسي والاقتصادي والاجتماعي والتعرف على هذه الأوضاع بشكل جيد لان أي عامل من هذه العوامل يؤثر مباشرة على الأسعار في سوق الأوراق المالية .
 - ٢- دراسة أوضاع الشركات التي سيضارب بأسهمها وهل لديه خطط مستقبلية وما هو تأثير هذه الخطط على ربحية الشركة.
 - ٣- دراسة حركات الأسعار للأسهم خلال فترة زمنية طويلة بهدف رسم توجه مستقبلي والتنبؤ بما سيكون عليه الوضع لو بقيت الظروف على حالها.

(٥٤) محمد صالح جابر، الاستثمار في الأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية، عمان، ١٩٨٩، ص ٦٠.

(٥٦) علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٠.

٤- دراسة العرض والطلب وحركة الاستثمار والمستثمرين وأين يتوجه المستثمرون وما هي الكميات المعروضة والمباعة وذلك لتحديد الأوراق التي يمكن المضاربة بها.

٥- التأكد من عنصر المخاطرة لأنه كلما ارتفعت الأرباح لسهم ما أو لسند ما كلما ازدادت درجة المخاطرة، فالمستثمر يجب ألا يهتم بالربح على حساب عنصر المخاطرة و أيضاً ألا يبالغ في درجة الأمان فلا يحقق الأرباح.

كما يسعى أي مستثمر مهما كان حجم عمله وتعددت مصادر تمويله والأصول التي سيضارب بها لتحقيق الأهداف التالية:

١- زيادة حجم الإنتاج:

وذلك عن طريق المضاربة بالأصول التي ترتفع درجة مخاطرها لأنه كلما ازدادت درجة مخاطرة كلما ازدادت الأرباح، وبالتالي على المستثمر في سوق المال دراسة السوق بشكل جيد والاستعانة بالخبرات لاختيار الأسهم والسندات التي تدر له أرباح وفيرة.

٢- تنمية محفظة الأوراق المالية:

وتحتل المرتبة الثانية بعد الربح حيث ينبغي على كل مستثمر إذا بدأ أعماله بمليون دولار على سبيل المثال أن ينمي هذا المبلغ بحيث يصل بعد فترة لعدة أضعاف وهذا الأمر يتطلب تجميع الأرباح وزيادة الأصول (من الأسهم والسندات) بحيث تؤدي في نهاية المطاف للوصول إلى محفظة متنوعة ومليئة بالأصول الراجعة.

٣- زيادة حجم الملاعة المالية:

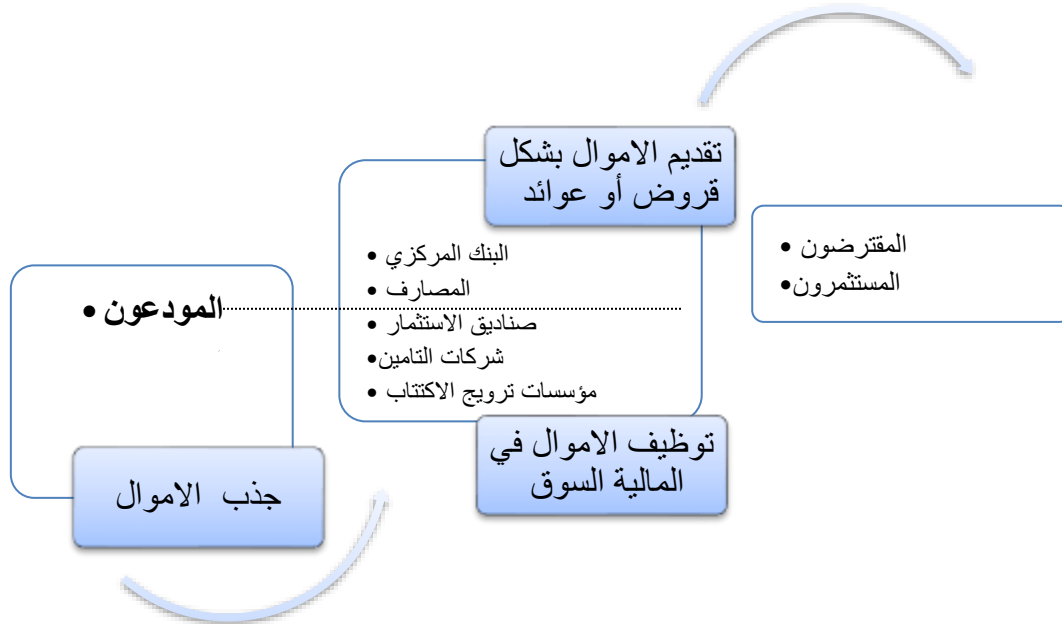
تعني الملاعة المالية ما يمتلكه المستثمر من أصول مالية وأراض ومبان وسيارات وشقق سكنية وغيرها، وبالتالي كلما ازدادت الملاعة المالية كلما ارتفعت درجة الثقة بهذا المستثمر في السوق واستطاع ان يحصل على القروض التي تساعد على زيادة حجم مضاربهه وبالتالي زيادة الأرباح.

٤- رفع مكانة السوق المالي وتحسين سمعته:

لان الاستثمارات النظامية والتقييد بالأنظمة والقوانين وعدم اللجوء إلى الاستثناءات والانحرافات والمضاربات غير النظامية ترفع من سوية ونوعية المضاربة في هذه السوق وتزيد من حجم أصولها وقد يدفع الأمر الشركات الأجنبية لتسجيل أصولها في هذه السوق وعلى العكس من ذلك تؤدي الانحرافات إلى الفوضى وهروب المستثمرين إلى أسواق أخرى أكثر أماناً واستقراراً.

الشكل رقم (٢)

العلاقة بين مؤسسات سوق الأوراق المالية والمدخرون والمستثمرون والمودعون



المصدر: من اعداد الباحث (٢٠١٠)

يوضح الرسم رقم (٢) أن المقترضون يحصلون على حاجتهم من الموارد المالية من المودعون وذلك عن طريق المؤسسات المالية، والأسواق المالية أو من خلال الصفقات المباشرة إذاً المواجهة بين المقترضين والمودعين تتم بأحد أسلوبيين:

أولاً: الأسلوب المباشر (direct transfer):

يجري التعامل مباشرة ما بين المقترضين والمودعين دون وساطة طرف آخر، إذ يحصل المقترضين على الموارد مقابل إصدار أوراق مالية مباشرة (أسهم، سندات) لصالح المودعين. ومن أهم المعوقات لهذا النوع من التعامل^(٥٦):

(٥٦) محمد الداغر الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، ٢٠٠٥، ص ٤٠.

- إلزامية تطابق رغبة وحدات العجز، ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه.
- قبول المودعين للأدوات المالية للمقترضين بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الإقراض.

ثانياً: الأسلوب غير المباشر:

إن التطور الاقتصادي والحاجة المتنامية لرأس المال بالإضافة إلى سلبيات الطريقة المباشرة، استوجب تطور طرق المواجهة بين المودعين والمقترضين، وتحولت المواجهة بين المودعين (الراغبين بتكبير عائد أموالهم الخاضعة للخطر) والمقترضين أو مستخدمي الأموال (الراغبين بتخفيض تكاليف التمويل) إلى مواجهة غير مباشرة عبر المؤسسات المالية الوسيطة والأسواق المالية.

الفصل الثالث

دراسة تحليلية وعملية عن سوق دمشق للأوراق المالية



المبحث الأول

دراسة تحليلية عن سوق دمشق للأوراق المالية والمؤسسات التابعة لها

لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية

أولاً- مؤسسات السوق المالية في الجمهورية العربية السورية.
ثانياً- الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية كأداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

ثالثاً- متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً- تحليل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً- تحليل الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

سادساً- تحليل الآثار المحتملة للسماح لراس المال الأجنبي بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

سابعاً- إلغاء المضاربات في سوق دمشق للأوراق المالية بين الإيجابيات وسلبيات.

ثامناً- المشكلات والتحديات التي تواجه سوق دمشق للأوراق المالية.

تاسعاً- المؤشر المنقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية dwx .

عاشراً- أهمية التحليل المالي في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية .

أحدى عشر- تحليل أسباب ضعف التداول في سوق دمشق للأوراق المالية

اثنا عشر- التحليل الأساسي والتحليل الفني لسوق دمشق للأوراق المالية.

ثلاثة عشر- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين.



لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية

في إطار سياسة التحديث والتطوير التي تنتهجها سورية وتماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية صدرت العديد من التشريعات اللازمة لاتمام البنية التحتية القانونية اللازمة لإنشاء بيئة استثمارية متكاملة الملامح منها :

- القانون رقم ٢٢/ لعام ٢٠٠٥ والمتضمن إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وأسندت إليها **عملية** إعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية السورية
- المرسوم التشريعي رقم ٤٧/ لعام ٢٠٠٦ المتضمن تشكيل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وأولى مجلس المفوضين عناية بالغة لإعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية السورية
- المرسوم التشريعي رقم ٥٥/ الخاص بسوق دمشق للأوراق المالية في شهر تشرين الأول لعام ٢٠٠٦ الذي نص ان تتمتع السوق ذو الشخصية الاعتبارية بالاستقلال المالي والاداري.

وقد نص قانون سوق دمشق للأوراق المالية أن ترتبط السوق بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت اشرافها وتقوم الهيئة بمراقبة الأسواق المالية والتأكد من قيامها بعملها وفق أسس الكفاءة والعدالة والشفافية وحدد أهداف السوق المالية وفق مادته السادسة بتوفير المناخ المناسب لاستثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعاقل للأوراق المالية.

كما اهتم مجلس الإدارة بإعداد الكادر البشري المؤهل من خلال اختيار الكفاءات الشابة المؤهلة علمياً والواعية لحجم المسؤولية الملقاة على عاتقها بتأسيس سوق مالية في بيئة اقتصادية سليمة وامنة وتدريبها على كيفية عمل الأسواق المالية.

أولاً- مؤسسات السوق المالي في الجمهورية العربية السورية:

١ - هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

وهي هيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري، ولها جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها، وبما يحقق أهدافها.

تعمل الهيئة على تحقيق الأهداف الأساسية التالية:

١. تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحق بها، وذلك بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
 ٢. حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
 ٣. تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها، ولها في سبيل ذلك القيام بمايلي:

١. تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
٢. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية.
٣. تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
٤. مراقبة الأسواق المالية.
٥. تخضع لإشراف ورقابة الهيئة الجهات التالية:
٦. الشركات المصدرة للأوراق المالية.
٧. شركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها.
٨. مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.
٩. الأسواق المالية.
١٠. شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

٢- سوق دمشق للأوراق المالية:

مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية، وهي السوق الثانوية التي يتم فيها تداول أوراق مالية تم إصدارها سابقاً في السوق الأولي، وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية 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.

أ- أهداف سوق دمشق للأوراق المالية ووظائفه:

- تشجيع الادخار والنهوض بالوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية ذات العائد الأمثل.
- الإشراف على تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية وعمليات نقل ملكيتها.
- خدمة أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية بما يحققه من توظيف لمدخرات الأفراد من خلال السماح بعمليات البيع والشراء للأسهم والقيام بعمليات الاستثمارية.
- المساهمة في وضع القواعد اللازمة لحماية وضمان سلامة التعامل في السوق بما يحقق تدأولاً يركز على الكفاءة الاقتصادية.
- تنظيم الروابط وعلاقات التعاون مع السوق السورية والأسواق العربية والاقليمية والعالمية بما يعزز ثقة المستثمرين في الاقتصاد الوطني.
- تنظيم طرح الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة الجديدة.
- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للشركات والخدمات والوساطة المالية.

ب- الهيكل التنظيمي لسوق دمشق للأوراق المالية:

تشتمل السوق على المديريات والمكاتب التالية:

١. أمانة السر.

٢. مكتب تقييم المخاطر والالتزام.

٣. مكتب التدقيق الداخلي.

٤. مديرية الشؤون القانونية.

٥. مديرية الإدراج والعمليات.
٦. مديرية تقانة المعلومات.
٧. مديرية الدراسات والتوعية.
٨. مديرية الشؤون الإدارية والمالية.
٩. مديرية الموارد البشرية.

ج-البنية التشريعية لسوق دمشق للأوراق المالية:

قامت سوق دمشق للأوراق المالية منذ إنشائها بإصدار مجموعة من الأنظمة والتعليمات اللازمة لضمان تحقيق السوق لأهدافها ومهامها على مستوى عال من الكفاءة والعدالة والتي تم وضعها بناء على المعايير الدولية في هذا المجال، وقامت سوق دمشق بمواكبة التطورات الدولية بما يضمن رفع كفاءتها وزيادة الشفافية وحماية المستثمرين فيها.

وصدر النظام الداخلي للسوق دمشق للأوراق المالية الذي يتضمن مجموعة من الأحكام تتعلق بتشكيل الهيئة العامة للسوق دمشق للأوراق المالية ومجلس إدارتها ومديرها التنفيذي إضافة إلى التزامات الأعضاء وإجراءات التفتيش معهم وفرض غرامات على المخالفين منهم الأحكام التشريعات. كما حددت تعليمات تداول الأوراق المالية المتضمنة إجراءات تداول الأوراق المالية في السوق من خلال نظام التداول الإلكتروني ومعايير السلوك المهني لأعضاء السوق وكافة الأمور الإدارية والتنظيمية المتعلقة بالتداول.

وحددت مسؤولية الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق كمايلي :

- الإفصاح عن المعلومات للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.
- نشر جميع المعلومات الإيضاحية التي تتعلق بأوضاعها المالية والتشغيلية والذي يضمن سلامة التعامل والحفاظ على حقوق المستثمرين متى طلب منها ذلك.
- يحظر على الشركات المساهمة تقديم أي معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية لان ذلك يمثل تضليلاً للمستثمرين.

د- أقسام سوق دمشق للأوراق المالية :

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى

- سوق نظامي: يتم فيه تداول أسهم الشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة.
- سوق موازي: يتم من خلاله تداول أسهم شركات تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة عمل هذا السوق.

➤ سوق السندات: يتم في هذا السوق تداول: السندات الحكومية وأسناد القرض للشركات المساهمة الخاصة.

ويعتبر السوق النظامي والموازي سوقان افتراضيان حيث تجري التداولات على الأسهم المدرجة في كليهما ضمن سوق دمشق وعبر أجهزتها، ألا أن تقسيم الشركات بهذا الشكل هو لتبيان اختلاف أوضاع الشركات، كما يبينها الشكل التالي :

الشكل رقم (٣)

الأدراج في السوقين النظامية والموازية

السوق النظامية	السوق الموازية	
٣٠٠ مليون	١٠٠ مليون	رأس المال
٣ سنوات	١ سنة	المدة
٣٠٠ مساهم	١٠٠ مساهم	عدد المساهمين
٥٪ خلال عامين	١٠٪	الأرباح
٢٠٪ أسهم حرة	١٠٪	أسهم حرة

يبين الشكل السابق أن الشروط التي يجب على الشركات أن تحققها كي تدرج أسهمها في السوق النظامي هي: (٥٧)

- ١- لا يقل رأسمالها عن ٣٠٠ مليون ل.س.
 - ٢- لا تقل مدة عملها عن ثلاث سنوات.
 - ٣- لا يقل عدد مساهميها عن ٣٠٠ مساهم، كما لا يقل معدل نسب أرباحها عن ٥٪ من رأس المال خلال العامين الماضيين.
 - ٤- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة القابلة للتداول عن ٢٠٪ من أسهم الشركة.
- بينما يشترط الإدراج في السوق الموازي مايلي:
- ١- ألا يقل رأس مالها عن ١٠٠ مليون ل.س.
 - ٢- لا يقل مدة عمل الشركة عن العام.
 - ٣- لا يقل عدد المساهمين فيها عن ١٠٠ .

ويسمح للشركات الخاسرة في السنة الأولى بسبب مصاريفها التأسيسية أن تدرج في هذه السوق بحيث أن لا تتجاوز تلك الخسائر ١٠٪ من رأس المال.

٣- **مركز المقاصة والحفظ المركزي:** وهو مركز يتبع لسوق دمشق للأوراق المالية يهدف إلى إيداع وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق.

٤- **شركات الخدمات والوساطة المالية:** تكمن أهمية دور هذه الشركات من خلال الخدمات التالية التي تقدمها:

- أ- الوساطة المالية في الأسواق المالية.
- ب- تقديم الاستشارات وتحليل البيانات عن الأوراق المالية.
- ج- إدارة الاستثمارات الخاصة بحسابات العملاء لديها.

(٥٧) الاقتصادية العدد ٣٩١ بتاريخ ٢٦ نيسان ٢٠٠٩. ص ٢٠.

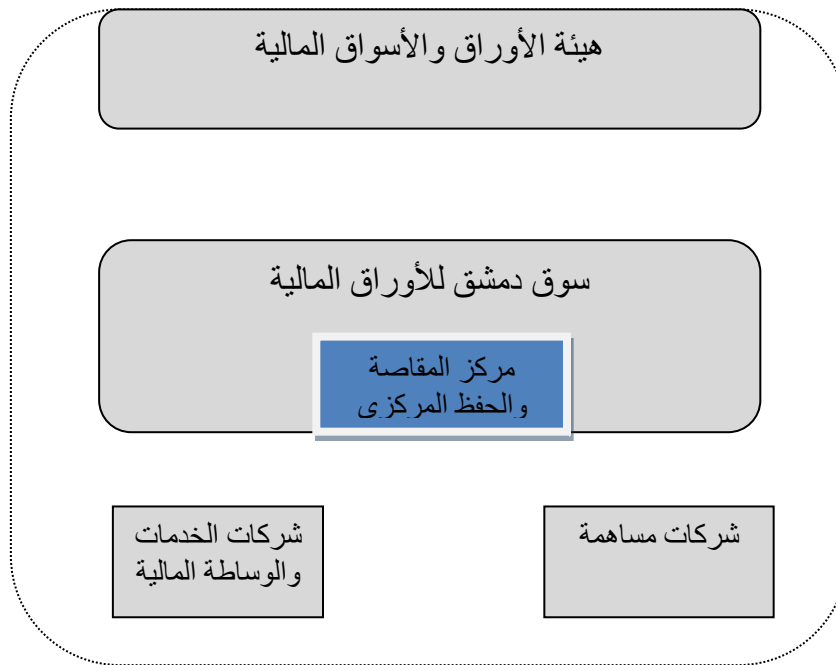
٥- **الشركات المساهمة:** تقوم هذه الشركات بطرح أوراقها المالية من أسناد قروض أو أسهم على الاكتتاب العام للمواطنين بعد أخذ موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من أجل الحصول على أموال مقابل تلك الأوراق، وتقع على عاتق هذه الشركات مسؤولية من حيث:

أ- الإفصاح عن المعلومات للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.

ب- نشر جميع المعلومات الإيضاحية التي تتعلق بأوضاعها المالية والإدارية متى طلب منها ذلك. ويحظر عليها تقديم معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية لأن ذلك يمثل تضليلاً للمستثمرين.

شكل رقم (٤)

هيكل السوق المالي السوري



المصدر بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

ثانياً- الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية كأداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي:^(٥٨)

من المتوقع أن يلعب سوق دمشق للأوراق المالية دوراً في استقطاب المدخرات السورية و توسيع الشركات المساهمة القائمة ودفع عجلة الاستثمار ، وأن يكون لاعباً أساسياً في جذب المدخرات السورية سواء المكتنزة (كالذهب والعملات أو اليرات السورية) أو المجمدة (كالعقارات من أراض وأبنية)

وتجدر الإشارة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية عامل مهم من العوامل الذي يوجه رأس المال للصناعات التي يمكن أن تكون خيراً للبلد فهو من الركائز المهمة لجذب الأموال وتطوير الاستثمار والمساهمة في النمو والتنمية الاقتصادية من خلال الخدمات التي تقدمها السوق علماً أن منشأ الارتباط بين معدلات النمو الاقتصادي وسوق دمشق للأوراق المالية يقوم على أنه مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي يزداد من الادخار والاستثمار وبالتالي هناك حاجة إلى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات بين المستثمرين والمدخرين، وبهذا الشكل فإن هذه السوق أداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي في سورية حيث تؤدي السوق إلى تخفيض تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية حيث تلعب السوق المالية دور الوسيط المالي الذي يتمثل في تجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمار على شكل أسهم أو تمويل سندات فسوق دمشق للأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في زيادة كفاءة الشركات من خلال عدة نقاط أهمها أن القطاع المالي هو المسؤول عن نقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز وبالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال عن طريق توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد في الاستثمارات التي تحقق معدلات عائد أعلى.

ثالثاً- متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية:^(٥٩)

يستوجب نجاح سوق دمشق للأوراق المالية السورية تجنب الآثار السلبية للأسواق المالية، كالخوف من الدخول في لعبة المضاربات المالية، وتعرّض الاقتصاد الوطني للدخول في أزمات مالية واقتصادية كما حدث خلال التسعينات في الفلبين والمكسيك ودول جنوب شرق آسيا، والتي نجمت

(٥٨) جريدة الثورة الصادرة بالعدد ١٣٨٦١ ، ٢٠٠٩/٣/١٠

(٥٩) مجلة الاقتصادي السورية الصادرة في ٢٠٠٧/٣/٥ .

عن خطر الاستثمار في المحافظ المالية قصيرة الأجل، وبقدر ضرورة وجود الأسواق المالية لتعزيز مساهمة القطاع الخاص أو استثمار القطاع الخاص في تمويل عملية التنمية عن طريق تعبئة المدخرات المحلية، بقدر ضرورة وجود جهاز رقابي فعال يستطيع القيام بأعمال الرقابة والتدقيق على العمليات ونشاطات التداول.

إن أي خلل في عمل الرقابة على السوق قد يؤدي إلى كوارث مالية حقيقية من شأنها إلحاق أضرار جسيمة بالاقتصاد الوطني.

ويقتضي التنويه إلى أن التعليمات التنفيذية للسوق لحظت ذلك، فمنعت بيع وشراء الأسهم في اليوم نفسه إلى عدم السماح بتقلب سعر السهم بأكثر من ٥%. ومن المؤكد أن نجاح سوق دمشق للأوراق المالية يكون بتضافر الجهود بين جميع الجهات المعنية وبالتنسيق بينها وذلك من خلال مايلي:

أ- حماية المستثمرين: ليس المقصود في توفير الحماية للمستثمرين، قيام جهة الإشراف والرقابة بتأمين المتعاملين ضد مخاطر الخسائر الاقتصادية، وإنما المقصود بالحماية هو حماية المستثمرين من ممارسات الإحتيال أو التضليل أو الإحتكار في السوق.

تتمثل أفضل السبل لتوفير الحماية في وجود إفصاح عن كافة المعلومات والبيانات ذات الأثر على القرار الاستثماري -تطوير مهن المحاسبة والتدقيق المالي والعمل بالمعايير والمبادئ الدولية المتعارف عليها.

- وجود ضوابط بشأن الأطراف المخوّل لها تقديم خدمات الوساطة المالية (توفّر المؤهلات ورأس المال الكافي).
- وجود قواعد للممارسات المهنية والأخلاقية السليمة لدى الشركات المساهمة (المصدّرة للأوراق المالية) وشركات الوساطة.
- وجود نظام شامل من برامج الإشراف والتفتيش ومراقبة الامتثال للقواعد والتعليمات والقدرة على الالتزام بتطبيق صارم للقوانين والتعليمات.
- توفير الآليات الحيادية والمناسبة لحلّ المنازعات، وإجراءات وأحكام صريحة فيما يتعلق بالعقوبات والجزاءات للمخالفين.

ت- العدالة والشفافية:

يقصد بالعدالة : التأكد من توفر المعاملة المتساوية لجميع المستثمرين من حيث دخول السوق، والحصول على المعلومات وتنفيذ قراراتهم الاستثمارية. ويتحقق ذلك من خلال الإشراف والمتابعة على نظام وإجراءات طرح وتداول الأوراق المالية وآليات تسعيرها، والتأكد من سلامة هذه الإجراءات في الكشف عن حالات التلاعب أو التحكم في السوق ومعاقبته، والتأكد من أن هذه الإجراءات لا تميز بين مستثمر وآخر لا من حيث دخول السوق ولا من حيث تنفيذ الطلبات، كذلك التأكد من موثوقية آلية تحديد السعر.

ويقصد بالشفافية : التأكد من توفر المعلومات والبيانات عن نشاط التداول للجمهور (معلومات قبل التداول وبعد التداول) وفقاً للوقت الفعلي.

بالإضافة إلى هذه الغايات هناك دور تنموي للنشاط الإشرافي يتمثل في العمل على تنمية وتطوير النشاط الادخاري والاستثماري وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية

رابعاً- تحليل الشركات المدرجة في السوق ونوع النشاط الذي تمارسه:

جدول رقم (١)

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

رمز الشركة	اسم الشركة	نوع القطاع
1	بنك سوريا والخليج SGB	
2	بنك الأردن سوريا SJB	بنك الأردن سوريا
3	المصرف الدولي للتجارة والتمويل IBTF	المصارف
4	البنك العربي - سورية ARBS	
5	بنك بيبيلوس- سورية BYB	
6	بنك قطر الوطني QNB	
7	بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF	
8	بنك سورية والمهجر BSO	
9	بنك عوده سورية BASY	
١٠	بنك سورية الدولي الاسلامي SII	
١١	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق UG	الخدمات
1٢	الشركة الأهلية للنقل AHT	
١٣	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات - نماء- زراعي NAMA	الصناعة
١٤	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية AVOC	

التأمين	الشركة المتحدة للتأمين	UIC	١٥
	السورية الوطنية للتأمين.	NIC	١٦
	السورية الدولية للتأمين.	AROP	١٧

المصدر: من إعداد الباحث عن بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يلاحظ الباحث من الجدول السابق أن عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق محدود لم يتجاوز سبعة عشرة شركة، بالإضافة إلى غياب قطاعات أخرى مهمة في الاقتصاد السوري عن الإدراج في السوق، وهو ما يجعل خيارات المستثمر محدودة في الاستثمار فمن المفترض لمن يريد أن يشكل محفظة استثمارية متوازنة أن تكون خياراته ضمن تشكيل محفظة متنوعة ضمن عدة قطاعات صناعية وخدمية وتجارية ومالية، **وهذا الأمر متوفر وإن بشكل محدود جداً.**

كما أن توزع الشركات المساهمة ضمن القطاعات مازال غير متوازن، فالواضح حالياً أن هناك نسبة كبيرة من الشركات المدرجة تقع ضمن القطاع المصرفي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على دخول المساهمين، فكان سهلاً عليها الإدراج في تلك السوق .

خامساً- تحليل الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

وضعت إدارة سوق دمشق للأوراق المالية مجموعة من القواعد الناظمة لعمل سوق دمشق للأوراق المالية لإبعاد المضاربين، منها وضع حد أعلى هو ٢٪ لارتفاع سعر **السهم أو انخفاضه** حيث تعد هذه النسبة صغيرة مقارنة بباقي الدول ٥٪ + ٥٪، إضافة إلى قانون آخر ينص على منع شراء السهم وبيعه في اليوم نفسه، بل يجب الانتظار إلى اليوم التالي على الأقل، وعدم السماح بالشراء على الهامش (الاقتراض للإتجار بلا أسهم)

وقد تبين للباحث وجود وجهات نظر مختلفة حول الحدود السعرية تقسم هذه الوجهات إلى:

- ١- المتأنون الذين يفضلون استمرار العمل بالقوانين الخاصة بحدود التداول والتي لا تسمح بالتحرك أكثر من ٢٪ صعوداً أو هبوطاً والتي أصبحت فيما بعد تسمح بالهبوط أكثر من ذلك في ظروف معينة بالإضافة إلى القانون الخاص بعدم بيع ما اشتري في اليوم نفسه.

ويرون في ذلك تحقيق لهدف ابعاد سوق دمشق عن المضاربين الذين لا يهتمون بالقيمة أو الاستثمار بل اتو بسبب فرصة معينة ليقوموا بالشراء والبيع بسرعة ثم ليخرجوا استثماراتهم من السوق^(٦٠).

حيث أن تغير قيم الأدوات المالية بسرعة بسبب سهولة التدأولآت هو شيء جديد على مجتمعنا، ودخوله دون محددات واضحة قد يؤدي لضياع بعض المستثمرين وانفعالهم مع تغيرات السوق ما قد يزيد من شدة تلك التغيرات، إذ قد ترتفع الأسعار بقوة لتتهبط بقوة أيضاً ما سيؤثر في مدخرات الناس ويسبب مشاكل تدعو الناس للنفور من العمل في السوق، وحدث مثل هذا السيناريو في بعض من دول الخليج العربي، ودول من شرق آسيا في وقت سابق.

كما أن وضع حدود عليا ودنيا لتحرك الأسعار، وبطء التدأولآت بسبب غياب البيع والشراء في اليوم الواحد، يؤدي لبطء التغير في الأسعار ويلغي فكرة التغير السريع في قيم الأسهم ما يعطي بعض الأمان للمستثمرين وخاصة المحللين الذينهم حديثون على مثل هذا النظام، وخاصة طريقة إدارة المخاطر في حالة التغيرات السريعة.

٢- المشجعون على اتخاذ اجراءات أكثر جرأة فيما يتعلق بتغيير القوانين الحالية المتعلقة بأسواق المال وفتح الباب بحرية أكبر للسوق المالية كي تقوم بدورها في خدمة الاقتصاد بالشكل الحقيقي والمتعارف عليه في جميع دول العالم. ويرون ان احداث السوق ترافق مع الازمة المالية العالمية و

قد حددت الحدود السعرية بـ ٢٪ ولكن خلال ستة اشهر ارتفعت اسعار بعض الأسهم المدرجة بنسبة تتراوح بين ٤٠٪ و ١٥٪ نتيجة الرغبة في الشراء وغياب الوعي الاستثماري مما أدى إلى زيادة عدد المستثمرين من ١٠٠ مستثمر في شهر اذار ٢٠٠٩ إلى نحو ٣٢٠٠ مستثمر قاموا بفتح حسابات لدى الوسطاء، وتداول منهم فعليا نحو ال ٢٠٠٠ لذلك يرى انصار هذا الراي انه في ظل الرقابة المحكمة من السوق لمنع الممارسات غير العادلة فقد اصبح من الممكن رفع الحدود السعرية إلى بالمئة^(٦١).

فإلغاء المضاربة قد لا يكون صحيحاً دائماً فهو يحمل أيضاً سلبيات من منظور معين منها:

➤ احتمال ضعف التدأولآت بشكل كبير:

(٦٠) الاقتصادية ملف خاص بسوق دمشق للأوراق المالية، اذار ٢٠١٠ ص:٢.

(٦١) المرجع السابق مباشرة ص:٢.

حيث إن غياب المضاربين يعني حصر التداول بالمستثمرين هذا شيء جيد من ناحية، إنما قد يتسبب بضعف في السيولة والتداولات من ناحية أخرى فإبعاد المضاربين نهائياً هو استبعاد لفكرة نشأت عليها البورصات بشكل رئيسي، فالمضاربات تلعب دور الآلة التي تسمح بتسييل الأسهم في أي لحظة أراد المستثمر أن يقوم بذلك.

➤ انخفاض مرونة السوق:

من الأهداف الرئيسية أيضاً لإبعاد المضاربين هو إضعاف التحركات وعدم السماح لظهور شذوذ كبير في الأسعار، هذه الأسباب نفسها تمنع التحرك المرن في الأسواق.

➤ احتمال بقاء السيولة المضاربة في أسواق مضاربين أخرى موجودة مسبقاً كقطاع العقارات.

ويؤيد الباحث أصحاب الاتجاه الثاني ويرى ضرورة رفع الحدود السعرية وذلك وفقاً لنتائج الاستبيان الذي أعده (ستم التطرق لها لاحقاً) وانطلاقاً من أهمية هذا القرار على السوق من حيث التداول والأسعار والتطور سيتطرق الباحث إلى تأثير زيادة الحدود السعرية على كل مما يلي:

أ- تأثير زيادة الحدود السعرية على حركة التداول:

زيادة الحدود السعرية سيدفع مزيداً من الكتلة النقدية إلى سوق دمشق للأوراق المالية الأمر الذي سيزيد من حجم التداول كما أنه سيشجع العديد من الشركات المساهمة غير المدرجة من إدراج أسهمها للاستفادة من حدود سعرية أعلى.

وبالتالي فإن رفد السوق بكتلة نقدية أكبر سيزيد من مستوى عمق السوق، كما إن زيادة الحدود السعرية في السوق سيعطي مضاعفاً لاتجاه السوق سواء في عملية الصعود أو في عملية الهبوط أي إن زيادة الحدود السعرية ستولد ضغطاً أكبر تجاه الاتجاه السائد في السوق ولا يعني بالضرورة أن زيادة الحدود السعرية سيرفع من الأسعار السوقية من الأسهم ولكنه سيضاعف من تسارع الاتجاه السائد في السوق.

ويرى الباحث أن زيادة الحدود السعرية ستزيد من حال التذبذب العام في حركة الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وفي حال كان الوضع الاستثماري في السوق صحياً وشفافاً والنتائج المالية للشركات المساهمة تنعكس بشكل صحيح على سعر السهم السوقي فإن زيادة الحدود السعرية ستدفع مزيداً من الشركات المساهمة إلى تقديم طلب إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- تأثير زيادة الحدود السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية على كفاءة السوق:

إن كفاءة السوق تعني مدى سرعة استجابة السوق للأسعار العادلة للورقة المالية وكلما كانت كفاءة السوق أكبر كانت أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق أي إن كفاءة السوق مرتبطة بصورة مباشرة بالمعلومة وسرعة انتشارها وهذا العامل مرتبط بكفاءة إدارة السوق وقدرتها على ضمان وصول جميع المعلومات المتعلقة بالشركات المساهمة بالسرعة الممكنة إلى جميع المستثمرين وبوقت واحد وتوافر أجهزة إعلامية محترفة قادرة على نشر المعلومة بأقصى سرعة ممكنة إلى أكبر شريحة ممكنة من المستثمرين.

ويرى الباحث أن زيادة الحدود السعرية لن تغير في كفاءة السوق ولكن ستجعله أكثر حساسية للمعلومة وأشد استجابة لها مع اتساع هذه الحدود في سعر السهم بجلسة التداول الواحدة.

ج- تأثير زيادة الحدود السعرية على قدوم رؤوس أموال أجنبية للاستثمار المباشر في السوق:

رأس المال الأجنبي هو رأس مال مضارب بالدرجة الأولى وهو يبحث عن فرص استثمارية واعدة في الأسواق المالية الناشئة ورفع الحدود السعرية للسوق سيجعله أكثر جذباً لهذه الأموال الأجنبية المضاربة بل من الممكن أن يشجع شركات مساهمة أجنبية على الاندراج في السوق ومن ثم خطوة للانخراط في النظام الاقتصادي العالمي.

ولكن من السلبيات التي لا بد من ذكرها هي سرعة هروب رأس المال الأجنبي من السوق عند حدوث هزات مالية فيه وخبرة رأس المال الأجنبي المتفوقة على رأس المال المحلي في توقيت عملية البيع والشراء الأمر الذي سيزيد من حدوث التذبذبات السعرية في السوق.

إلا أن ذلك مرتبط في النهاية بالسماح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية الذي لم يصدر قرار به حتى الآن وسيتم لاحقاً بحث هذا الموضوع وتحليله.

ه- تأثير زيادة الحدود السعرية على تحول السوق إلى سوق للمضاربة بدلاً من الاستثمار وتأثيره بالأزمات العالمية:

تحمي الحدود السعرية الضيقة المستثمر الصغير بالدرجة الأولى بسبب ضعف خبرته باتجاهات السوق المستقبلية ودخول عامل الخوف والطمع إلى قراراته الاستثمارية بمعزل عن اعتبار المؤشرات المالية الأخرى التي تؤثر في سعر السهم السوقي.

ويعتبر المستفيد الأكبر من زيادة الحدود السعرية هو المضارب لأن زيادة الحدود السعرية تعني زيادة هوامش الربح وكلما ازدادت قوة المركز المالي للمضارب زادت قدرته في التأثير على الهوامش السعرية صعوداً ونزولاً الأمر الذي يجعل المستثمر الصغير في حال ارتباك في تحديد اتجاه السوق العام.

أما من جهة حساسية السوق تجاه الأزمات المالية الخارجية فبال تأكيد زيادة الحدود السعرية ستجعله بالضرورة أكثر سرعة بالتأثر بالأزمات المالية الخارجية ولكن هذا التسارع يعتمد بالدرجة الأولى على مدى اتصال سوق دمشق بالأسواق المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أسرع استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي أي إن زيادة الحدود السعرية ستزيد من تسارع اتجاه السوق ولكن قوة هذا التسارع ستعتمد على مدى ارتباط سوق دمشق بالأسواق المالية الدولية مستقبلاً.

و- تأثير زيادة الحدود السعرية على صغار المستثمرين المحليين في سوق دمشق للأوراق المالية:

من أهم عناصر السوق المالية صغار المستثمرين لأنهم يشكلون من حيث الكم كتلة نقدية ضخمة تؤثر في حجم التداول واتجاهاته السعرية ولذلك فإن دور صغار المستثمرين كبير ومهم جداً إلا أنه بالوقت نفسه خطر لأن الأغلبية منهم تقع ضمن فئة ضعيفي الخبرة والمعرفة بالسوق ومن ثم فهم عادة الذين يطلق عليهم التابعين وتبرز خطورة الحدود السعرية العالية من هذه الزاوية إذ إن احتكار

القلة لعدد كبير من الأسهم يدفع السوق وخاصة الناشئة إلى اتجاه سعري يجعل التابعين من صغار المستثمرين يتبعونه دون التفكير بأسبابه الدافعة إلى هذا الاتجاه إذ يعتمد أصحاب الكتل النقدية الكبيرة في السوق إلى دفع الأسعار للارتفاع ثم بيعها لتخلق بذلك اتجاهاً نزولياً بالأسعار يجعل معظم المتضررين من صغار المساهمين.

ك- تأثير زيادة الحدود السعرية على ثقافة المواطن السوري تجاه الأوراق المالية:

يحتاج المواطن إلى بيئة آمنة ليوجه مدخراته نحو الاستثمار وحتى هذه اللحظة لم تستطع السوق أن تخلق هذه الصورة فالمواطن السوري ينظر إلى الأسهم على أنها استثمار غير مأمون النتائج ويحمل مخاطر عالية على الرغم من ضرورة التوعية في إبراز أهمية الشركات المساهمة ودورها وميزاتها للمستثمر الفرد كقناة استثمارية مهمة لمدخراته.

أي أن ثقافة تحويل الادخار إلى استثمار هذه لم تكتمل بعد وانطلاقاً من أهمية هذا المبدأ الذي قامت عليه سوق دمشق للأوراق المالية فإن عملية زيادة الحدود السعرية في هذا التوقيت لن تخدم أهداف السوق بل من الممكن أن يحدث أثر عكسي تجاه مفهوم المواطن السوري للسوق المالية، ولذلك من وجهة نظر الباحث لا غنى بالفترة الحالية عن الندوات التعريفية في المراكز الثقافية والبرامج التلفزيونية والإذاعية وحملات اعلانية مستمرة على مدار العام كما أن للجامعات ضمن برامجها التعليمية لنشر الثقافة ضمن الجيل الشاب الدور المهم دون أن نغفل ضرورة الترويج لموقع السوق الالكتروني بين فئات مستخدمي الانترنت.

ي- تأثير الحدود السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية على شركات الوساطة المالية:

تعتمد شركات الوساطة المالية في إيراداتها بشكل رئيسي على العمولات المتحققة من عمليات البيع والشراء للعملاء أي إنه كلما زاد حجم التداول وعدد الصفقات المسجلة في السوق زادت إيرادات شركات الوساطة المالية إلا أن الحدود السعرية الواسعة لن تزيد بالضرورة عدد الصفقات المسجلة بالسوق لأن عدد الصفقات مرتبط بكثافة عمليات التداول ووجود طلبات شراء وبيع كثيفة، فوجود طلبات شراء دون وجود طلبات بيع أو العكس حتى بظل توسيع الحدود السعرية لن يزيد من حجم التداول بل وجود بائع لكل مشتر ووجود مشتر لكل بائع وهذه المعادلة تتحقق بمعزل عن ضيق أو اتساع الحدود السعرية. سوق عمقه حتى مع ازدياد عدد الصفقات ومن ثم حركة التداول.

سادساً- تحليل الآثار المحتملة للسماح لرأس المال الأجنبي بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية^(٦٢):

سمح قانون الشركات رقم ٣ للعام ٢٠٠٨ للأجانب بالاكتتاب على أسهم الشركات المساهمة السورية، وفق قواعد معينة، وعلى الرغم من أن الكثير من المستثمرين الأجانب لهم حصص في العديد من الشركات المساهمة السورية، المدرج بعضها الآن في سوق دمشق، ولكنهم غير قادرين على ممارسة حقوقهم في التداول وعلى الرغم من أن قانون سوق دمشق للأوراق المالية وفي المادة رقم (٧٠) قد أجاز للأجانب إمكانية التداول في السوق، وفق تعليمات تصدر عن هيئة الأوراق المالية السورية.

ومنذ فترة قريبة أعدت هيئة الأوراق المالية دراسة من أجل تفعيل المادة رقم ٧٠ من قانون سوق دمشق وتم إرسالها للجهات المختصة من أجل إصدار التعليمات التنفيذية لمباشرة الأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية وانطلاقاً من أهمية هذا القرار على السوق من حيث التداول والأسعار والتطور فقد تم توقع هذه الآثار .

أ- تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق المالية على حركة التداول فيه:

من المؤكد أن السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية سيحول سوق دمشق من سوق محلية إلى سوق دولية أي إنه سيسمح بالكتلات النقدية الأجنبية وهي بمئات المليارات من الدخول إلى السوق للقيام بعمليات التداول بيعاً وشراءً وسيؤدي ذلك إلى زيادة الكتلة النقدية وزيادة حركة التداول في السوق.

كما أن هناك الكثير من المستثمرين الأجانب لهم أسهم في شركات مساهمة سورية سيتمكنون من تفعيل القانون من ممارسة حقوقهم في البيع والشراء للأسهم أي القرار سيسمح بتحريك الكتلة النقدية الموجودة حالياً والمجمدة للأجانب المالكين كما سيسمح بدخول كتلة نقدية خارجية للتداول في السوق. ورفد السوق بكتلة نقدية أكبر سيزيد من مستوى عمق السوق ومن ثم لا يؤثر عدد قليل من الصفقات على اتجاه السوق.

ب- تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق على اتجاهات الأسعار فيه:

(٦٢) الاقتصادية، العدد ٣٩٩، ٢١ حزيران ٢٠٠٩، ص ١٦.

إن السماح للأجانب سيسمح بدخول كتلة نقدية كبيرة على السوق ما يعني أن ذلك سيعطي مضاعفات لاتجاه السوق سواء في عملية الصعود أم في عملية الهبوط أي إن زيادة الكتلة النقدية ستولد ضغطاً أكبر تجاه السائد في السوق ولا يعني بالضرورة أن السماح للأجانب بدخول السوق سيرفع من الأسعار السوقية من الأسهم ولكنه سيضاعف من تسارع الاتجاه السائد في السوق .

ج- تأثير السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية على كفاءة السوق:

إن كفاءة السوق تعني مدى سرعة استجابة السوق للأسعار العادلة للورقة المالية وكلما كانت كفاءة السوق أكبر كانت أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق أي إن كفاءة السوق مرتبطة بصورة مباشرة بالمعلومة وسرعة انتشارها وهذا العامل مرتبط بكفاءة إدارة السوق وقدرتها على ضمان وصول جميع المعلومات المتعلقة بالشركات المساهمة بالسرعة الممكنة إلى جميع المستثمرين وبوقت واحد وتوفر أجهزة إعلامية محترفة قادرة على نشر المعلومة بأقصى سرعة ممكنة إلى أكبر شريحة ممكنة من المستثمرين .

إذاً لن يغير دخول الأجانب من كفاءة السوق بقدر ما سيجعل السوق أكثر انفتاحاً على العالم الخارجي .

د- تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق على جذب الاستثمار الاجنبي :

إن السوق المالية في أي بلد بالعالم هي مرآة للاقتصاد الوطني وصورة شفافة عن قوة اقتصاد البلد وتشريعاته وقوانينه من حيث التراخيص والنظام الضريبي ومدى حرية دخول وخروج الرساميل من وإلى خارج البلد وبالتأكيد فإن نجاح تجربة الرساميل الأجنبية في سوق دمشق للأوراق المالية سيشجع الأجانب بشكل أو بآخر على محاولة اختبار قطاعات ومجالات أخرى ضمن الاقتصاد السوري ولذلك فإن الاستثمار الأجنبي في سوق دمشق للأوراق المالية سيكون بوابة عبور للأجنبي للاستثمار في قطاعات أخرى في سورية.

هـ- فعالية قرار السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق في ظل عدد الشركات المدرجة في السوق حالياً:

يرتبط حجم التداول بالدرجة الأولى بعمليات البيع والشراء التي تمت على الأسهم بغض النظر عن عدد الشركات المدرجة في السوق.

لذلك فإن تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق محدود إلا أنه خطوة مهمة ومتقدمة لمرحلة أخرى يمكن أن يتم فيها إدراج أسهم شركات أجنبية في سوق دمشق كما يتم إدراج أسهم شركات محلية في أسواق مالية أجنبية.

ومن ثم لا يجب تأخير هذه الخطوة بل إنها تأتي ضمن خطوات عديدة لانفتاح الاقتصاد السوري.

و- تأثير دخول رأس المال الأجنبي لسوق دمشق للأوراق المالية على تحول السوق إلى سوق للمضاربة بدلاً من الاستثمار وتأثيره بالأزمات العالمية:

إن التخوف من المضاربة في ظل الحدود السعرية الضيقة غير مبرر وخاصة مع وجود قرار بمنع بيع في يوم الشراء نفسه فالقوانين الموجودة في السوق نفسها هي التي تسمح بأن يتحول هذا المال إلى مضارب أو لا بغض النظر عن هويته.

أما من جهة حساسية السوق تجاه الأزمات المالية الخارجية فبالأكيد انفتاح السوق على العالم الخارجي سيجعله بالضرورة أكثر تأثراً بالأزمات المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أكثر استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي فهذا التخوف مبرر ولكن علينا أن ننظر للإيجابيات كما ننظر للسلبات وفي هذه الخطوة من الإيجابيات ما يتجاوز سلباته.

ن- تأثير دخول رأس المال الأجنبي في تشجيع رأس المال الوطني على تأسيس شركات مساهمة جديدة تدرج في السوق المالية:

ما زالت سوق دمشق للأوراق حتى الآن بفترة تجريبية واختبار، ويحتاج رأس المال إلى فترة كافية من الوقت ليرى نتائج نجاح هذه السوق سواء من حيث الإدارة والتشغيل وضبط السوق وفعالية الأنظمة الإلكترونية وشفافية التعامل مع المستثمر لذلك علينا ألا نستعجل رأس المال هذا بل نتركه يقرر تبعاً للنتائج التي سيرها في سوق دمشق للأوراق المالية كما أن للتوعية من خلال البرامج التلفزيونية والندوات التدريبية والحملات الإعلانية دوراً في إظهار محاسن وفوائد شركات المساهمة سواء للمستثمر أم للاقتصاد الوطني بشكل عام.

كما أن اختلاط المستثمر الأجنبي بالمستثمر المحلي سينقل ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية بشكل غير مباشر وخبراته في التعامل وتأسيس شركات مساهمة تدعم الاقتصاد وتقوم بتعبئة المدخرات.

ي- تأثير دخول رأس المال الأجنبي على صغار المستثمرين المحليين في سوق دمشق للأوراق المالية:

من أهم عناصر السوق المالية صغار المستثمرين لأنهم يشكلون من حيث الكم كتلة نقدية ضخمة تؤثر على السوق من حيث حجم التداول واتجاهاته السعرية ولذلك فإن دور صغار المستثمرين كبير ومهم جداً إلا أنه بالوقت نفسه خطر لأن الأغلبية منهم تقع ضمن فئة ضعيفي الخبرة والمعرفة بالسوق ومن ثم فهم عادة الذين يطلق عليهم بالتابعين وعلى كل لا يمكن لأي اقتصاد يريد التحول إلى نظام الشركات المساهمة الكبيرة أن يقوم بهذه الخطوة دون مساهمة وتمويل صغار المستثمرين ولكن لا بد من الاعتراف بأن رأس المال الأجنبي يملك من الخبرة أكثر مما يملكها صغار مستثمرينا ومن ثم لابد من هذا المستثمر من أن يستعين وخاصة في المراحل الأولى بالخبرات المالية والاستشارية في هذا الميدان.

ويرى الباحث ان الآثار الإيجابية الناجمة عن السماح للأجانب في التداول في السوق هي:

- خطوة جديدة أخرى للأمام نحو اقتصاد السوق والانخراط في النظام الاقتصادي العالمي
- زيادة في حركة التداول على الأوراق المالية بيعاً وشراءً.
- زيادة نشاط السوق المالية.
- تشجيع شركات مساهمة أجنبية على الاندراج في السوق .

أما الآثار السلبية فتتمثل بالتالي:

- حدوث تذبذبات سعرية كبيرة في السوق نتيجة لخبرة رأس المال الأجنبي في توقيت عملية البيع والشراء.
- سرعة هروب رأس المال الأجنبي من السوق عند أقل هزة فيه.

سابعاً- المؤشر المثقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية dwx :

يتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة بغرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض، حيث أن ارتفاع وانخفاض مؤشرات أسعار الأوراق المالية يرتبط بصورة رئيسية بارتفاع أسعار الأوراق المالية المدرجة وانخفاضها ، ويقاس المؤشر مستوى الأسعار في السوق بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق المال وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيج للمؤشرات عكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

حيث يوجد نوعين من المؤشرات، مؤشرات عامة وتضم المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة ككل، ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لكل قطاع أو صناعة.

ونظراً لأن نشاط الشركات المدرجة في السوق المالية يمثل عادةً الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

هذا ويساعد المؤشر المستثمرين بإعطائهم فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، كما يمكن استخدام المؤشر لوضع تصور عن حالة السوق في المستقبل، إلى جانب استخدامه لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

ومن أكثر الطرق استخداماً في إعداد المؤشرات هي طريقة رسملة السوق لحساب مؤشرات الأسعار حيث يتم من خلال هذه الطريقة استخدام القيمة السوقية للأوراق المالية (عدد الأسهم $\times$ سعر السهم في السوق) كأساس لحساب المؤشر، ويمكن تعديل هذه الطريقة لتكون مرجحة بنسبة الأسهم الحرة "نسبة الأسهم المتاحة للتداول" أي (عدد الأسهم الكلي $\times$ سعر السهم في السوق $\times$ نسبة الأسهم الحرة)، نظراً لأن عدم الأخذ بنسبة الأسهم الحرة في حساب المؤشر لا يعطي صورة حقيقية للسوق ولا يكون المؤشر قياساً سليماً.

وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية، ونظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة يكتفى حالياً بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، وعند تزايد عدد الشركات وتوفر التنوع

القطاعي في السوق مستقبلاً ستقوم السوق بإعداد مؤشرات قطاعية باستخدام طريقة رسملة السوق المرجحة بنسبة الأسهم الحرة، وهي الطريقة المستخدمة حالياً في معظم الأسواق العالمية والعربية.

ثامناً- أهمية التحليل المالي في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية:^{٦٣}

^{٦٣} -من موقع سيرييا بورصة ، صفحة سوق دمشق للأوراق المالية، <http://www.syria-bourse.com/index.php?page=bmV3c>

من العوامل الهامة لنشوء سوق مالية نشيطة وكفاءة وجود صناعة تحليل مالي متقدمة وصحافة مالية متطورة تنشر التحليلات المالية وتتابع أخبار ونشاطات الشركات المساهمة بشكل يومي ليطلع المستثمرون على أوضاع الشركات وأدائها المتوقع، والقيمة الحقيقية لأوراقها المالية المتداولة في البورصة.

فالشركات المساهمة والبنوك خاصة تنشر تقاريرها المالية في الصحف اليومية مرتين في السنة (تقارير سنوية وتقارير نصف سنوية)، لكن ليس كل مستثمر قادر على قراءة وفهم وتحليل هذه التقارير المالية، والتوصل إلى نتائج منطقية (موضوعية) حول تأثير أداء الشركة الحالي والمتوقع على أسعار أوراقها المالية. فهناك حاجة ماسة لمحللين ماليين مؤهلين وموثوقين يقومون بهذه المهمة، يتطلع جمهور المستثمرين إليهم وينتظر سماع نتائج أبحاثهم وتوصياتهم.

يعتبر هذا العمل من صلب مهام شركات الوساطة المالية، حيث توجد فيها عادة دوائر أبحاث تقوم بدراسات واستقصاءات وتحليلات ومقابلات مع مديري الشركات المساهمة لتفحص أوضاعها

كذلك من المفروض أن يكون هناك محللون ماليون مستقلون يقومون بهذا النشاط كجزء من عملهم البحثي كأساتذة جامعات متخصصين أو كاستشاريين ماليين مجربين أو كمستثمرين متمرسين في التوظيف وإدارة حقائب الاستثمار في أوراق مالية أو كمسؤولي استثمار في دوائر الخزينة. مثل هؤلاء المحللين الماليين يجمعون عادة ما بين المؤهلات العلمية والخبرات العملية والاستقلالية والموضوعية.

ومن الضروري في هذه المرحلة الباكورة من بدء التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عمل كل ما يلزم لتشجيع التحليل المالي من خلال شركات الوساطة ومن خارجها. وهنا يطرح سؤالان هامين في هذا الصدد.

السؤال الأول: هل يسمح لأي كان بالقيام بالتحليل المالي، أم أنه يجب السماح فقط لمحللين مؤهلين تعتمدهم الهيئة الرقابية المشرفة على الأوراق والأسواق المالية، أسوة بلوائح مفتشي (مدقي) الحسابات المعتمدة من قبل وزارة المالية وهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الملزمة للشركات المساهمة بالاختيار منها! ومن الجهة الصالحة لتصنيف واعتماد محللين ماليين؟

السؤال الثاني: ما الحافز الذي يدفع المحللين الماليين الخارجيين (المستقلين) للقيام بهذه المهام الهامة لنجاح سوق الأوراق المالية ومن يعوضهم عن خبرتهم وعملهم وأتعابهم؟ هل يتم التعويض من قبل

وسائل الإعلام، أو شركات الوساطة المالية، أو هيئة الأوراق المالية، أو سوق دمشق للأوراق المالية، أو الشركات نفسها (تقوم الشركة التي يجري عليها تحليل مالي بدفع تعويض مادي مناسب للمحلل - مع احتمال حدوث تضارب مصالح) (Conflict of Interest)، أو هيئات المستثمرين في البورصة (إن وجدت تنظيمات من هذا النوع).

تاسعاً- عرض التحليل الأساسي والتحليل الفني لسوق دمشق للأوراق المالية^(٦٤):

مما لا شك فيه أن المستثمر عندما يرغب في اتخاذ قرار بشأن القيام بعملية التداول (بيع وشراء) لا بد له من القيام بعملية التحليل الذي يسبق اتخاذ القرار، حتى يستطيع الوصول إلى القرار السليم، واتفقت جميع النظريات التي تناولت عمليات التحليل في البورصات عموماً على طريقتين أساسيتين للتحليل وهما: التحليل الفني والتحليل الأساسي.

حيث يجيب التحليل الأساسي على هذا السؤال - ماذا يمكن أن يقوم الشخص بشرائه أو بيعه، ويرد عليه التحليل الفني بسؤال آخر - متى يمكن أن يقوم الشخص بالشراء أو البيع. يعتبر تقييم الأسهم الخطوة الأولى للاستثمار الناجح إذ بوساطته يستطيع المستثمر معرفة سوية السهم وبالتالي تكون القرارات الاستثمارية مبنية على أسس سليمة وصحيحة، هناك عدة وسائل لتقييم الأسهم تعتمد في مجملها على كل من إيرادات الشركة والتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح وهو ما يسمى بالتحليل الأساسي، والطريقة الثانية باستخدام التحليل الفني والذي يهتم بمراجعة السلوك الخاص لأسعار الأسهم في ظل ظروف السوق المختلفة ومحاولة التنبؤ بالسعر المستقبلي للأسهم استناداً إلى ظروف السوق الحالية والمتوقعة وحجم التداول

أ- التحليل الأساسي (تقييم الأسهم) : Shares Valuation :

ويهدف التحليل الأساسي إلى قراءة وتفسير كل المقاييس الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم والتحليل الأساسي ويركز على الأولويات التالية:

- المناخ الإقتصادي بصورة شاملة.
- الظروف الخاصة بالشركات.
- المقاييس الخاصة بالشركات.

(٦٤) عبد المجيد المهيمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ص ٢٩٨.

ب- التحليل الفني:

إن جوهر التحليل الفني هو أن العرض والطلب يتحكمان في أسعار جميع الأسهم.

كيف يتم التحليل الفني؟

يتم التحليل الفني باستخدام الرسوم البيانية التي تظهر حركة سعر عملة ما أو سهم – لفترات ماضية وذلك بأن يقوم المتاجر بإلقاء نظرة على الرسم البياني لسعر سلعة ما ثم باستخدام تقنيات التحليل الفني سيتمكن من توقع كم سيكون سعر هذه السلعة بعد فترة من الوقت وعلى أساس هذا التوقع وعلى حسب قوة احتماله سيتخذ المتاجر قرارات البيع أو الشراء هناك ثلاث قواعد رئيسية يعتمد عليها التحليل الفني وهي:

Market Actions Discount Everything - سلوك السوق يتجاهل كل شيء

Prices Moves in Trends - الأسعار تتحرك في اتجاهات

History Repeats Itself - التاريخ يعيد نفسه

وأكثر الأدوات استخداما لتحقيق التحليل الفني هي:

- الرسم البياني Charts

- أشكال التعبير عن حركة السعر (الخط - القضبان - الشموع)

- ميل السعر Trend

- القنوات السعرية Channels

- الدعم والمقاومة Support and Resistance

- نماذج الرسوم البيانية Patterns

- المتوسط الحسابي Moving Average

- خطوط بولينجر Bollinger Bands

- مؤشر القطع المكافئ (الوقف والعكس) (اس أيه أربابوليك ديفرجنس) (Parabolic SA Divergence)

- مؤشر القوة النسبية Relative Strength Index

- مؤشر الإحصائي البطيء Slow Stochastic

- الفجوة السعرية Ga

عاشراً- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين:
وضعت ادارة سوق دمشق عدد من الضوابط لحماية جمهور المستثمرين يذكر من هذه الضوابط مايلي:

- لا يمكن بيع الأوراق المالية إلا التي تملكها.
- لا يوجد بيع على الهامش.
- لا يمكن بيع الورقة المالية التي تم شراؤها في نفس اليوم.
- يتم نشر البيانات لجميع المستثمرين بشكل فوري.
- الرقابة المباشرة على التداول لمنع الممارسات غير السليم

المبحث الثاني

الجانب العملي: الدراسة الميدانية

يتناول هذا المبحث تحليلاً للبيانات التي احتوتها الاستبانة والتي أعدها الباحث في ضوء فرضيات البحث ووزعها على عينة منقاة في سوق دمشق للأوراق المالية وشركات الوساطة المالية والشركات المساهمة، وذلك بهدف التأكد من صحة الدراسات النظرية التي قام بها وتدعيماً للفرضيات التي وضعها .

ومن أجل تحقيق ذلك، يرى الباحث ضرورة مناقشة المواضيع التالية:

أولاً- جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.

ثانياً - تحليل واختبار البيانات والفرضيات.

ثالثاً- النتائج والتوصيات.

أولاً- جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.

تناول الباحث في هذا المبحث توضيحاً لأساليب جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة والإجراءات التي اتبعت في معالجة أداة الدراسة والتي تتمثل في الاستبانة. وقد تمت دراسة المواضيع التالية:

١. حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة.
٢. أسلوب جمع البيانات وتصميم استمارة الاستبيان.
٣. درجة استجابة العينة.
٤. الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات.
٥. أداة الدراسة .
٦. صدق أداة الدراسة .
٧. ثبات أداة الدراسة .

١- حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة:

ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها وجد الباحث ضرورة أن يتألف مجتمع البحث من سوق دمشق للأوراق المالية السورية وموظفي السوق وأصحاب الشركات المدرجة فيها والمستثمرين المتداولين في السوق بالإضافة إلى شركات الوساطة المالية وعدد من الشركات المساهمة.

٢- أساليب جمع البيانات:

لتحقيق الهدف من هذا البحث وجمع البيانات اللازمة، قام الباحث بتصميم استمارة استقصاء موجهة إلى العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية والمستثمرين وشركات الوساطة المالية لمعرفة مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية بجذب الاستثمار، وذلك بعد الإطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة والمراجع ذات الصلة بالموضوع، وقد استخدم مقياس ليكرت الخماسي للحصول على مؤشرات كمية يسهل إخضاعها للتحليل الإحصائي، وقد غطت أسئلة الاستبيان الفرضيات الموضوعية لحل مشكلة البحث.

٣- درجة استجابة العينة:

وفي سبيل تحديد حجم العينة الواجب سحبها من المجتمع والذي هو بحدود $N=2000$ وهو رقم تقريبي اعتمد الباحث على القانون التالي في تحديد حجم العينة:

$$n = \frac{NZ_{\alpha/2}^2 Q^2}{(N-1)d^2 + Z_{\alpha/2}^2 Q^2}$$

حيث أن:

n حجم العينة

N تشير إلى حجم المجتمع وهو بحدود ٢٠٠٠

Q^2 التباين في المجتمع وقد قدرت قيمته في عينة استطلاعية $S^2 = ٠,٦٤$

$Z_{\alpha/2}^2$ احتمال الدقة المطلوبة وقد اعتمدت احتمال دقة ٩٩٪ حيث $Z_{\alpha/2} = ٢,٥٨$

d مقدار الخطأ المتسامح به لمتوسط الإجابات وقدر $d = ٠,٢$

$$n = \frac{2000(2.58)^2(0.8)^2}{1999(0.2)^2 + (2.58)^2(0.8)^2} = 101$$

قام الباحث بتوزيع ١٢٠ استبانة على العينة التي حددها وعاد للباحث ١٠١ استمارة صالح منها ٦٠ أي بنسبة 59% وبناءً عليه تم التحليل وهي نسبة جيدة بالموثوقية العلمية ويمكن الاعتماد عليها.

٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

تمت معالجة بيانات الدراسة من خلال بعض الأساليب الإحصائية التي توفرها مجموعة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS Version 16.0) وهي:

- المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري (Standard Deviation):
- لتحديد استجابات أفراد مجتمع الدراسة نحو محاور وأبعاد الدراسة المختلفة.
- التكرارات والنسب المئوية: لوصف خصائص مجتمع الدراسة، ولتحديد الاستجابة تجاه محاور وأبعاد الدراسة التي تضمنتها أداة الدراسة.
- معامل ارتباط بيرسون (Pearson): بين درجة العبارة والدرجة الكلية للمحور الذي تنتمي إليه لتحديد مدى الصدق البنائي والاتساق الداخلي لأداة الدراسة.
- معامل ارتباط كرونباخ ألفا (Cronbachs Alpha): لتحديد معامل ثبات أداة الدراسة.
- تحليل الانحدار البسيط (Simple Regression): لمعرفة مدى معنوية وجوهية العلاقات

٥- أداة الدراسة :

قام الباحث بتصميم استمارة استقصاء - موجهة إلى العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية والمستثمرين وشركات الوساطة المالية - لمعرفة مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية بجذب الاستثمار، وذلك بعد الإطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة والمراجع ذات الصلة بالموضوع، وقد تم تقسيمها إلى خمسة محاور رئيسية كالتالي:

- المحور الأول: محور المتطلبات اللازمة لتوفر المناخ الجاذب للاستثمار ويتضمن ١٦ عبارة موزعة على المتطلبات الرئيسية للاستثمار وهي المناخ الملائم العام - الاستقرار السياسي والاقتصادي - توفر التشريعات والقوانين الناظمة - جودة إدارة الاستثمار.

- المحور الثاني: فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية يتضمن هذا المحور (٩) عبارات تقيس مدى كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية
- المحور الثالث: تحول الشركات القائمة إلى الشركات المساهمة محور يتضمن هذا المحور (٧) عبارات تقيس الإمكانية التي يوفرها سوق دمشق للأوراق المالية للتحول الشركات القائمة إلى الشركات المساهمة
- المحور الرابع: محور الشفافية في التعامل مع الجمهور ويتضمن هذا المحور (٥) عبارات نتائج تقيس مدى الشفافية والإفصاح في المعلومات والبيانات حين التعامل مع الجمهور
- المحور الخامس: محور جذب المدخرات وتحويلها للاستثمار يتضمن هذا المحور (١١) عبارة تقيس مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في جذب المدخرات وتحويلها إلى قطاع الاستثمار.

٦- صدق أداة الدراسة :

يعرف صدق أو صلاحية Validity أداة المقياس على أنها قدرة هذه الأداة على قياس الشيء الذي صممت من أجله بدقة، واختبار صدق المقاييس المستخدمة إحصائياً قام الباحث بالتالي:

- ١- عرض قائمة الاستقصاء على مجموعة من الأساتذة المختصين للتأكد من طريقة صياغة الأسئلة ووضوحها ومدى تناسبها مع الموضوع، حيث قام الباحث بإجراء كافة التعديلات التي طلبها الأساتذة قبل توزيعها على المستقصىء منهم.
- ٣- اختبار مصداقية النتائج المحققة من المقاييس المستخدمة من خلال استخدام معامل الاتساق الداخلي الذي يقيس مصداقية كل بند من بنود الاستقصاء وحساب مستوى معنويته ولقد اتضح من خلال نتائج التحليل الإحصائي لمصداقية بنود الاستقصاء المبينة في الجدول رقم (١) أن جميع بنود الاستقصاء معنوية، وهذا يعني أن جميع بنود الاستقصاء تتمتع بالمصداقية، وعليه فإن الباحث اعتمد جميع بنود قائمة الاستقصاء دون حذف أي منها كونها كلها معنوية.

يمكن قياس معامل الاتساق الداخلي من خلال ثلاث طرق:

- ١- إيجاد معامل الارتباط بين إجابات الأفراد على الفقرات والدرجة الكلية للمقياس.
- ٢- إيجاد معامل الارتباط بين درجة الأفراد ومجالاتها الفرعية.
- ٣- إيجاد معامل الارتباط بين المجالات الفرعية للمقياس والدرجة الكلية.

جدول رقم (٢)
درجة مصداقية النتائج المحققة من كل بند من بنود الاستقصاء

المحور (٢)						المحور (١)					
المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند
0.454(*)	0.01	9	0.251	0.81	١	0.647(**)	0.00	9	0.0176	0.00	١
0.64(**)	0.00	10	0.77(**)	0.00	٢	0.793(**)	0.00	10	0.624(**)	0.00	٢
0.69(**)	0.00	11	0.74(**)	0.00	٣	0.602(**)	0.003	11	0.507(**)	0.004	٣
0.78(**)	0.00	12	0.59(**)	0.001	٤	0.523(**)	0.00	12	0.671(**)	0.00	٤
0.63(**)	0.00	13	0.64	0.73	٥	0.676(**)	0.00	13	0.737(**)	0.00	٥
0.62(**)	0.00	14	0.22(*)	0.23	٦	0.63(**)	0.00	14	0.756(**)	0.00	٦
0.46(**)	0.01	15	0.53(**)	0.002	٧	0.67(**)	0.001	15	0.515(**)	0.004	٧
-	-	16	0.65(**)	0.00	٨	0.66(**)	0.00	16	0.721(**)	0.00	٨
المحور (٥)						المحور (٤)			المحور (٣)		
المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند
0.60(**)	0.00	٦	0.65(**)	0.00	١	0.41(*)	0.023	١	0.647	0.00	١
0.63(**)	0.00	٧	0.69(**)	0.00	٢	0.75(**)	0.00	٢	0.689	0.00	٢
0.73(**)	0.00	٨	0.57(**)	0.00	٣	0.77(**)	0.00	٣	0.718	0.00	٣
0.77(**)	0.00	9	0.63(**)	0.0	٤	0.26	0.150	٤	0.848	0.007	٤
0.62(**)	0.00	10	0.53(**)	0.02	٥	0.56(**)	0.001	٥	0.482	0.00	٥
						0.57(**)	0.01	٦	0.615	0.00	٦
						0.63(**)	0.00	٧	0.690	0.00	٧
						0.64(**)	0.00	٨	0.726	0.00	٨

٧-ثبات أداة الدراسة:

للتأكد من ثبات المقاييس المستخدمة قام الباحث باستخدام طريقة معامل ألفا كرونباخ Alpha Cronbach وذلك من خلال برنامج (SPSS 16) وتوضح النتائج الواردة في الجدول رقم (٣) أن قيمة معامل ألفا للمقاييس المستخدمة في الدراسة كلها أكبر من (٠,٦٠) و هو الحد المقبول في

هذا الاختبار، على اعتبار أن قيمة معامل الثبات ألفا تتراوح بين صفر وواحد، وكلما اقتربت من الصفر دل على عدم وجود ثبات.

$$\alpha = \frac{Ne}{1 + (N - 1)r}$$

ألفا كرونباخ متوسط معاملات الارتباط بني العناصر:

$$\alpha = \frac{k}{k-1} \left(1 - \frac{\sum si^2}{s_r^2} \right)$$

تباين العناصر: عدد العناصر.

وبالتالي زيادة عدد العناصر يؤدي على تضخيم معامل الثبات.

جدول رقم (٣)

اختبار قيمة معامل ثبات المقياس Cronbach Alpha

المقياس	عدد الأسئلة	قيمة معامل الثبات
المتطلبات اللازمة لتوفر المناخ الجاذب للاستثمار	16	0.90
فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية	9	0.859
تحول الشركات القائمة إلى الشركات المساهمة	7	0.858
الشفافية في التعامل مع الجمهور	5	0.784
جذب المدخرات وتحويلها للاستثمار	10	0.877
الكلية	58	0.925

** تعني: دال إحصائياً عند مستوى أقل من 0.01.

يتضح من الجدول رقم (٣) أن معامل الثبات العام لمحاوَر البحث عال حيث تراوح بين (0.748-0.925) وهذا يعني أنها تتمتع بالثبات.

الخلاصة:

مما سبق نرى أن المقاييس المستخدمة تتمتع بالصدق، والثبات اللزمين للقيام بالتحليل الإحصائي واختبار صحة الفروض من دون حذف أية عبارة من عبارات المقاييس، وهذا يعني إمكانية الاعتماد عليها في التحليل الإحصائي (الدراسة الميدانية).

هناك طرق أدق كاستخدام مجموعة تجريبية ومجموعة ضابطة.

أن توزيع الاستبانات في مجموعتين بشكل عشوائي ومقارنتهما.

معامل قيمة الثقبات يقارب (١) أي أن الاستثمارة مثالية أو تكاد تكون شبه تطابق في الإجابات والاتجاه في الإجابة بين الاستثمارات.

الفعالية والكفاءة:

الفعالية هي مدى قدرة السوق على تحقيق وظيفتها أو وظائفها أو مدى قدرتها على الاستمرار والنمو وتلبية متطلبات المجتمع وأي تحقيق أسباب وجودها. أفضل أداء ممكن بأقل تكلفة وجهد. أما الكفاءة فهي الترشيد في استخدام الموارد. والكفاءة مفهوم خاص فيما يتعلق بالأسواق المالية لذا لا يمكن دمج المصطلحين.

ثانياً- تحليل واختبار البيانات والفرضيات

انطلق الباحث في سبيل إنجازه لبحثه من متغيرات مستقلة وهي فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية- التحول إلى الشركات المساهمة- القدرة على التعامل مع الجمهور والتي لها علاقة وتأثير قوي على القرار الاستثماري الذي يمثل المتغير التابع وسيعمل الباحث في هذا المبحث على إجراء أربعة تحاليل وهي :

➤ تحليل المتطلبات الأساسية التي تساعد سوق دمشق للأوراق المالية في جذب الاستثمار إلى سورية.

➤ تحليل فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية

➤ تحليل القدرة على تحول الشركات الفردية والعائلية إلى الشركات المساهمة

➤ تحليل قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين

من خلال استمارات الاستبيان وما تشير إليه من دلالات مقارنة بالدراسة النظرية التي قام بها الباحث معتمداً على وضع فرضيتين أساسيتين وهما :

١- الفرضية الأولى:

تتوفر المتطلبات الأساسية (مناخ الاستثماري، البنية التحتية، التشريعات والقوانين، إدارة الاستثمار) التي تساعد سوق دمشق للأوراق المالية في جذب الاستثمار إلى سورية.

٢- الفرضية الثانية:

هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

١/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وبين جذب

الاستثمار إلى سورية.

٢/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحول إلى الشركات المساهمة وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

٣/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

١- تحليل مدى توفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار:

جدول رقم (٤)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب المناخ الاستثماري العام

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل	النتيجة
الاستقرار السياسي والاقتصادي	الوسط الحسابي	4.45	4.57	4.58	4.53	يتوفر
	الانحراف المعياري	٠.52	٠.534	٠.90	٠.68	
الموقع الجغرافي المميز	الوسط الحسابي	2.72	3.28	3.66	3.23	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.27	1.25	1.15	1.25	
توفر وتنوع الفرص الاستثمارية	الوسط الحسابي	3.45	3.42	3.83	3.60	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.21	٠.97	٠.83	1.00	
حرية انتقال رؤوس الأموال	الوسط الحسابي	2.63	2.71	3.25	2.90	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.20	1.60	1.21	1.29	

يبين الجدول رقم (٤) أن توفر المناخ الاستثماري قد تراوح متوسطه الحسابي بين (2.9 و 4.5) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة على توفر المناخ الاستثماري الملائم من حيث الاستقرار السياسي والاقتصادي وقد بلغ المتوسط الحسابي لتوفر هذا المطلب على مستوى العينة ككل (3.94)، كما تبين توفر الفرص للاستثمار الأجنبي المباشر حيث بلغ المتوسط الحسابي الذي يشير إلى توفر هذا المطلب على مستوى العينة ككل (٣،٢٢) وبالنسبة حرية انتقال رؤوس الأموال لخارج القطر فقد تبين أن الشركات المساهمة وموظفي شركات الوساطة المالية لم يوافقوا على توفر هذا المطلب حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى عدم موافقتهم (٢،٦-٢،٧) على التوالي في حين اختلف معهم أصحاب رؤوس الأموال (المستثمرين) ووافقوا على أن الفرصة متاحة لحرية انتقال أموالهم لخارج القطر حيث بلغ الوسط الحسابي (٣،٢٥).

النتيجة الأولى المتعلقة بالمناخ الاستثماري:

يتميز المناخ الاستثماري العام في سورية بالاستقرار السياسي والاقتصادي والموقع الجغرافي المميز وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة إلا أن هناك حاجة أكبر لحرية انتقال رؤوس الأموال

جدول رقم (٥)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتوفر المطلب المتعلق بالبنى التحتية

النتيجة	على مستوى العينة ككل	على مستوى المستثمرين	على مستوى الموظفين	على مستوى الشركات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	المتغيرات
بنية اتصالات متطورة ٧	3.46	3.75	3.85	2.9	الوسط الحسابي	يتوفر
	1.25	1.13	1.06	1.37	الانحراف المعياري	
توفر طرقات ٦	3.4	3.5	3.57	3.18	الوسط الحسابي	يتوفر
	1.24	1.24	1.13	1.40	الانحراف المعياري	
توفر المرافق ٥	3.50	3.66	3.42	3.36	الوسط الحسابي	يتوفر
	1.10	1.150	٠.97	1.20	الانحراف المعياري	
المدن الصناعية والمناطق الحرة ٨	3.76	4.16	3.71	3.36	الوسط الحسابي	يتوفر
	1.00	٠.83	٠.75	1.20	الانحراف المعياري	

يبين الجدول رقم (٥) توفر المطلب المتعلق بالبنى التحتية قد تراوح الوسط الحسابي لذلك بين (٣,٤ و ٣,٧) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة على توفر البنى التحتية اللازمة من طرقات ومرافئ ومدن صناعية ومناطق حرة، حيث بلغ المتوسط الحسابي لتوفر الطرقات على مستوى العينة ككل (3.4) ولتوفر المرافق (٣,٥) ووجود المدن الصناعية والمناطق الحرة (٣,٧) وكذلك الأمر بالنسبة لبنية الاتصالات حيث بلغ الوسط الحسابي لموافقة أفراد عينة ككل (٣,٤٦) في حين اعتبر أفراد عينة الشركات أن بنية الاتصالات غير متطورة بما يكفي حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى ذلك (٢,٩).

النتيجة الثانية المتعلقة بالبنى التحتية:

تتميز سورية بتوفر البنى التحتية الأساسية من طرقات وكهرباء ومياه ومرافئ متطورة ومدن صناعية وهي أمور تساعد في خلق بيئة استثمار مميزة تريح المستثمر وتمنحه جو من الثقة والأمان في تنفيذ مشاريعه والتوسع بها. إلا أن بنية الاتصالات الحالية غير متطورة بما يكفي.

جدول (٦)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتوفر مطلب البنية القانونية والتشريعية

النتيجة	العينة ككل	المستثمرين	الموظفين	الشركا ت	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	المتغيرات
يتوفر	3.03	3.33	2.85	2.81	الوسط الحسابي	وجود تشريعات خاصة بالاستثمار ٩
	1.12	1.30	1.06	٠.98	الانحراف المعياري	
يتوفر	٣,٤	3.33	٣,٣٣	٣,٥٦	الوسط الحسابي	مخففات ضريبية واعفاءات ١٠
	1.11	1.15	1.25	٠.98	الانحراف المعياري	
يتوفر	3.03	3.25	3.42	2.54	الوسط الحسابي	تشريعات اقتصادية اخرى
	٠.92	٠.86	1.13	.68	الانحراف المعياري	
يتوفر	3.23	3.58	3.42	2.72	الوسط الحسابي	نظام ضريبي عادل ١٢
	1.10	٠.99	1.13	1.10	الانحراف المعياري	
يتوفر	3.00	3.16	3.42	2.54	الوسط الحسابي	قوانين تضمن حرية انتقال رؤوس الأموال ١٣
	1.11	٠.93	1.39	1.035	الانحراف المعياري	

يبين الجدول رقم (٦) أن توفر المطلب المتعلق بالبنية التشريعية والقانونية قد تراوح متوسطه الحسابي بين (٣,٠٠ و ٣,٢٣) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة ككل على توفر البنية القانونية والتشريعية اللازمة حيث دلت الدراسة على وجود تشريعات خاصة بالاستثمار حيث بلغ الوسط حسابي للعينة ككل (٣,٠٣) كما ان النظام الضريبي المعمول به حالياً عادل بوسط حسابي (٣,٢٣) ويتضمن بعض الاعفاءات الضريبية المرضية إلى حد ما حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٤).

كما توجد تشريعات اقتصادية أخرى تنظم عملية الاستثمار حيث بلغ الوسط حسابي للعينة ككل (٣,٠٣) بالإضافة إلى إمكانية تحويل وانتقال رؤوس الأموال حيث بلغ الوسط حسابي على مستوى العينة (٣,٠٠).

ويرى الباحث أن هذه النتائج تشير إلى مستوى رضا مقبول عن النظام القانوني الخاص بالاستثمار وبحاجة إلى تعديلات أخرى وخصوصاً في ما يتعلق بالتشريعات الاقتصادية المعمول بها حالياً.

النتيجة الثالثة المتعلقة بالبيئة القانونية والتشريعية:

تعد البيئة التشريعية والقانونية الملائمة من أهم الحوافز لحدوث الاستثمار وتتميز سورية بوجود التشريعات الخاصة بالاستثمار وتوفير النظم والتشريعات الاقتصادية الملائمة والمحفزات والاعفاءات الضريبية.

جدول رقم (٧)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب جودة إدارة الاستثمار

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	الشركات	الموظفين	المستثمرون	العينة ككل	النتيجة
السرعة بإنجاز المعاملات ١٤	الوسط الحسابي	2.90	3.85	3.75	3.46	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.37	1.06	1.13	1.25	
ابتعاد الإدارة عن البيروقراطية 16	الوسط الحسابي	3.18	3.57	3.50	3.40	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.40	1.13	1.24	1.24	
موظفين ذو خبرات وكفاءة	الوسط الحسابي	٣.90	٣,٦٧	3. 5٩	٣,٨٠	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.3٨	1.0٨	1.1٨	1.2٨	
وجود هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر	الوسط الحسابي	٣,٥٦	٣,٨٨	٣,٩٩	٣,٧٩	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.40	1.13	1.24	1.24	
وجود إدارة ترويج للاستثمار الأجنبي	الوسط الحسابي	٢36.	٢42.	٢66.	٢,٤٨	لا يتوفر
	الانحراف المعياري	1.20	٠.97	1.15	1.10	

يبين الجدول رقم (٧) ان توفر المطلب المتعلق بجودة إدارة الاستثمار قد تراوح متوسطه الحسابي بين (٣,٤٦ و ٣,٩٠) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة ككل على توفر مطلب جودة إدارة الاستثمار حيث دلت الدراسة على ان السرعة بإنجاز معاملات المستثمر مقبولة حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٤٦) والابتعاد عن البيروقراطية بوسط حسابي (٣,٤٠) والاتجاه إلى تبسيط الإجراءات القانونية والإدارية بوسط حسابي (٣,٥٠) ويبين الجدول أيضاً وجود هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر بوسط حسابي (٣,٧٩) بينما أشارت الدراسة إلى عدم وجود إدارة لترويج الاستثمار الأجنبي على مستوى الدولة بوسط حسابي قدره (٢,٨٤)

النتيجة الرابعة المتعلقة بإدارة جودة الاستثمار: تنظم عملية الاستثمار إدارة هدفها الأول السرعة في إنجاز المعاملات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التابعة للمستثمر والابتعاد عن الديمقراطية من خلال موظفين ذو خبرات وكفاءة عالية بالعمل الإداري من كما توجد هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر ورغم ذلك لا توجد إدارة خاصة للترويج للاستثمار على مستوى القطر.

نتيجة الفرضية الاولى : نقبل بصحة الفرضية الاولى تتوفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار إلى سورية.

٢ - تحليل كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية :

يعد الاقتصاد السوري الآن بأمس الحاجة لسوق أوراق مالية ذات سيولة عالية وعلى درجة عالية من الكفاءة وذلك بهدف

- أ- خلق قنوات استثمارية جديدة تتجه إليها المدخرات بدلاً من تركزها في قطاع العقارات
ب- وتحفز تأسيس شركات إنتاجية من خلال توفير التمويل لمشروعات جديدة تصحح حالة عدم التوازن في جميع القطاعات^(٦٥)

الحدود السعرية والسعر العادل للورقة المالية وردت فيا لاستبيان في سؤال واحد فكيف حصلنا على إجابتين في هذا الجدول؟؟

فيما يتعلق بعمق السوق فالمراقب لسوق دمشق يلاحظ عدم عمق السوق على الإطلاق كون هناك طلب كبير على الشراء مقابل عرض قليل وبفوارق سعرية لا بأس بها الأمر الذي يؤدي إلى عدم تلاقي العرض والطلب وبالتالي تعطيل لآلية السوق.

ولمعرفة فيما اذا كان سوق دمشق المالي تتجه إلى تحقيق هذه الأهداف قام الباحث بحساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري للبنود الخاصة بكفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية فكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٨)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية

المتغيرات		شركات الوساطة	موظفي المؤسسات المالية	المستثمرين	عل العينة ككل
السيولة	الوسط الحسابي	3.09	3.00	4.0	3.43
	الانحراف المعياري	٠.94	1.29	1.04	1.13
استمرارية السعر	الوسط الحسابي	3.4	3.14	3.75	3.5
	الانحراف المعياري	1.0	1.46	٠.96	1.10
عمق السوق	الوسط الحسابي	3.72	3.7	3.75	3.73
	الانحراف المعياري	٠.78	1.25	٠.86	٠.90
الحدود السعرية	الوسط الحسابي	٢.72	٢.00	٢.91	٢.86
	الانحراف المعياري	1.00	٠.57	1.08	٠.93
عدد ايام التداول	الوسط الحسابي	4.18	4.28	4.25	4.23
	الانحراف المعياري	1.16	٠.487	٠.45	٠.77
نظام التداول إلكتروني	الوسط الحسابي	4.00	3.71	4.00	3.93

(٦٥) الاقتصادية ملف خاص بسوق دمشق للأوراق المالية، آذار ٢٠١٠، ص ٢٧.

0.98	1.04	1.25	0.77	الانحراف المعياري	
2.93	3.66	2.42	2.45	الوسط الحسابي	عدد شركات الوساطة العاملة
1.31	1.15	1.13	1.29	الانحراف المعياري	وانخفاض عمولاتها
3.16	3.41	2.28	3.45	الوسط الحسابي	بيانات أداء الشركات
1.34	1.24	1.38	1.29	الانحراف المعياري	المدرجة دقيقة ومتاحة
3.33	3.91	2.42	3.27	الوسط الحسابي	نشر السوق للبيانات المالية
1.37	1.08	1.51	1.340	الانحراف المعياري	في أوقاتها
3.53	3.50	3.57	3.54	الوسط الحسابي	السعر العادل للورقة المالية
1.10	1.16	0.78	1.29	الانحراف المعياري	

نلاحظ من الجدول رقم (٨):

يتصف السوق بالسيولة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد العينة (٣,٣٤) وباستمرارية السعر وعمق في السوق حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة (٣,٥ و ٣,٧٣) على التوالي .

كما اتفق أفراد العينة ككل على وجود نظام تداول الكتروني ذو فعالية عالية أدى إلى شفافية عمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الاوقات المحددة حيث بلغ الوسط الحسابي لموافقة أفراد العينة الدراسة ككل على البندين السابقين (٣,٤-٣,٨) على التوالي وهو ما جعل بيانات أداء الشركات متاحة لكل من وجهة نظر أفراد العينة (شركات وساكّة - مستثمرين) في حين أن موظفي المؤسسات المالية لم يوافقوا على ما سبق ذكره بأن أداء الشركات متاح والإفصاح عن أرباح الشركات حيث بلغ الوسط الحسابي (٢,٢-٢,٤) على التوالي .

أما فيما يتعلق بشركات الوساطة العاملة في السوق فتبين أن جميع أفراد العينة يوافقوا على ان عدد هذه الشركات مقبول في الوضع الحالي حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقتهم (٢,٣٩) ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على أسهمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى إعداد هذا البحث بـ ٥ شركات وساطة.

أما فيما يتعلق بالحدود السعرية لتداول الأسهم بـ +٢٪ فقد بلغ الوسط حسابي الذي يشير إلى عدم تأييد أفراد عينة الدراسة لهذه الحدود من ٢,٦٨ ويرى الباحث ضرورة رفع هذه الحدود إلى ٥٪.

كما اعتبر جميع أفراد عينة الدراسة أن عدد أيام التداول البالغة ٣ أيام في الأسبوع كافية حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقتهم (٤,٢٣) وبرأي الباحث أن عدد الأيام مقبول في الوقت الحاليين نظراً لحدثة السوق وكونها سوق ناشئة ومحدودة عدد الشركات التي ادرجت أسهمها للتداول (١٢ شركة) وضعف حجم التداول الكلي فليس المهم زيادة عدد أيام التداول وإنما زيادة حجم التداول الكلي.

النتيجة:

يمتلك السوق العناصر اللازمة لعمله بكفاءة وقد أسهم وجود نظام تداول إلكتروني في تحقيق شفافية لعمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الأوقات المحددة وهو ما جعل بيانات أداء الشركات متاحة

أما فيما يتعلق بشركات الوساطة العاملة في السوق فتبين ان عدد هذه الشركات قليل في الوضع الحالي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على اسمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى إعداد هذا البحث بـ ٥ شركات وساطة.

كما أن عدد أيام التداول غير كافية وهناك ضرورة لرفع الحدود السعرية لتداول الأسهم البالغة +٢٪.

٣ - تحليل إمكانية التحول من الشركات العائلية القائمة إلى شركات المساهمة:

يعد التحول إلى شركات مساهمة عامة من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمرارية الشركات العائلية وأداء دورها في عملية التنمية الاقتصادية وصمودها أمام كافة التحديات المحلية والخارجية.

ويمكن تصنيف مزايا هذا التحول في مجموعتين، الأولى تتعلق بالشركة العائلية نفسها وتنعكس عليها، والثانية تتعلق بالاقتصاد القومي للدولة.

أ- مزايا التحول إلى شركات مساهمة عامة بالنسبة للشركة العائلية:

١ - تجنب الانهيار عند غياب الجيل الأول من المؤسسين وانتقال الملكية إلى الورثة (٦٠ من

الشركات العائلية اختفت مع اختفاء الجيل الثاني).

٢ - تساعد الحصول على التمويل بشروط ميسرة نسبياً تساعد على النمو من خلال القروض المصرفية وإصدار قروض سندات.

٣ - الاستفادة من مزايا الشركات المساهمة وخاصة إمكانية زيادة رأس المال لزيادة الموجودات بشقيها الثابتة والمتداولة واختيار الهيكل التمويلي المناسب لطبيعة الشركة مع الاستفادة من الرفع المالي.

٤ - تعزيز القدرة على مواجهة المصاعب والأزمات الاقتصادية الطارئة نتيجة توافر الخبرات والكفاءات الإدارية وتوزيع المسؤوليات.

٥ - الاستفادة من الدعم الحكومي وبخاصة في المجال الضريبي.

- ٦ - تقليل نسبة الملكية الاحتكارية سواء للأفراد أو المجموعات المترتبة كالعائلة في رأس مال الشركة.
- ٧ - زيادة فاعلية الهيئات العامة للمساهمين في اجتماعاتها السنوية لمحاسبة وتقييم أداء إدارة الشركة عن العام الماضي، وسهولة إدخال مبادئ الحوكمة إلى الشركة.
- ٨ - الارتقاء بمستوى الإفصاح والشفافية من خلال زيادة الإفصاح الدوري مما يساعد في تدعيم الوعي الاستثماري لحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين إلى جانب الرقابة على أداء الشركات.
- ٩ - إنشاء كيان أكبر قادر على المنافسة وتنويع القاعدة الإنتاجية وإجراء التحالفات الاستراتيجية وتحقيق الميزة التنافسية من اقتصاد الحجم الكبير وتخفيض التكاليف.

ب- مزايا التحول إلى شركات مساهمة على مستوى الاقتصاد الوطني ككل:

- ١ - ضمان فرص استثمار للمسثمر الذي يريد الربح بدلاً من الفائدة المصرفية.
- ٢ - جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة وما تحمله من خبرات إدارية ومعرفة فنية.
- ٣ - استقطاب كفاءات بشرية عالية وخلق فرص عمل جديدة.
- ٤ - توسيع القاعدة الاقتصادية بالمحافظة على استمرارية المؤسسات الاقتصادية.
- ٥ - تعزيز البناء المؤسسي للقطاع الاقتصادي ومفهوم العمل الجماعي.
- ٦ - تنظيم القطاع الخاص وقطاع الأعمال.
- ٧ - دعم السوق الأولية التي تعد ركيزة نمو الأسواق المالية وتطورها.
- ٨ - حشد موارد القطاع الخاص بما في ذلك صغار المستثمرين والمدخرين وتوظيفها في عملية التنمية.
- ٩ - زيادة عمق واتساع سوق الأوراق المالية بزيادة عرض الأوراق المالية وتنوعها بهدف خلق الطلب عليها.
- ١٠ - الإسهام في تفعيل وظائف سوق دمشق للأوراق المالية الاقتصادية والمالية والتي تعد أحد أدوات اقتصاد السوق.

مما تقدم يتضح أن تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة يحقق متطلبات التطوير من جهة وتعبئة الادخارات المحلية باتجاه تكوين كيانات اقتصادية كبيرة قادرة على المنافسة في السوق من جهة ثانية، ويضمن في الوقت نفسه صيغة جديدة للإدارة تقوم على مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة. إلا أن واقع الشركات العائلية وتمسكها بمكاسبها من جهة، وواقع الشركات المساهمة وضعف الثقة بها من جهة أخرى ربما يقف حبر عثرة أمام تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة وذلك لعدة أسباب من أهمها:

- ✓ فقد العائلة للوضع الاجتماعي المتميز بسبب ملكيتها للشركة.
- ✓ تخوف العائلة من سيطرة الغير على إدارة الشركة.
- ✓ إقصاء العائلة عن مكتسبات تحققت بفضل جهود العائلة عبر سنوات طويلة.

وقد أدركت الجهات النازمة أهمية ذلك وتم وضع محفزات التحول من أهمها:

- ١- خفض الفاتورة الضريبية الناجمة عن إعادة تقويم الأصول ١٪ إذا كانت ترغب بالتحول إلى شركة مساهمة
- ٢- تخفيض معدل الضريبة على الشركات المساهمة التي تطرح أكثر من ٥١٪ من أسهمها على الاكتتاب العام إلى ١٤٪.
- ٣- الترخيص لشركات الوساطة المالية بالعمل لتدير وتنسق عملية التحول والطرح العام.
- ٤- تخفيض قواعد وشروط الإدراج من خلال انشاء السوق الموازي ب لتصبح سهلة المنال لشريحة اكبر من الشركات.
- ٥- صدور المرسوم ٦١/ المتضمن اعفاء الشركات والمنشآت من ضريبة الأرباح الرأسمالية عند إعادة تقييم موجوداتها بما في ذلك الأصول المعنوية بهدف تشجيع التحول و اظهار البيانات المالية بقيمتها الحقيقية عوضاً عن القيم الدفترية^(٦٦).

ولبحث نتائج هذه المحفزات وانعكاسها على أرض الواقع قام الباحث بحساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تحويل الشركات الفردية إلى شركات مساهمة وكانت النتائج كما يبينها الجدول التالي :

(٦٦) - الاقتصادية العدد:ملف خاص عن سوق دمشق ٧-٣-٢٠١٠ ص ١٤

جدول رقم (٩)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تحويل الشركات الفردية إلى شركات مساهمة

المتغيرات		الشركات	الموظفين مؤسسات المالية	المستثمرين	العينة ككل
إدراج أسهم الشركات يرفع من سعرها	الوسط الحسابي	4.27	4.14	4.25	4.23
	الانحراف المعياري	٠.90	1.06	٠.96	٠.93
الإدراج يحسن سمعة الشركة	الوسط الحسابي	4.36	3.42	4.25	4.10
	الانحراف المعياري	٠.92	1.39	٠.9	1.09
يزيد حجم أعمالها ويحقق فرص عمل	الوسط الحسابي	4.45	4.14	4.25	4.30
	الانحراف المعياري	٠.52	٠.37	٠.96	٠.70
يشجع على زيادة أرباح الشركة المساهمة	الوسط الحسابي	4.54	3.85	4.25	4.26
	الانحراف المعياري	٠.52	٠.89	٠.86	٠.78
الاستفادة من الإعفاءات الضريبية	الوسط الحسابي	4.27	3.85	4.16	4.13
	الانحراف المعياري	٠.64	٠.89	٠.83	٠.77
نسبة التحويل ٤٥ ٪ عادلة	الوسط الحسابي	2.45	2.57	2.91	2.66
	الانحراف المعياري	1.03	٠.97	1.16	1.06
قوانين تقويم الأصول مناسبة	الوسط الحسابي	٢.18	٣.14	٢.91	٢,٧٤
	الانحراف المعياري	٠.60	٠.69	٠.99	٠.78

يبين الجدول رقم (٩) مايلي:

اتفق جميع أفراد العينة على أن إدراج أسهم الشركات المساهمة في سوق دمشق للأوراق المالية يؤدي إلى رفع سعر أسهمها حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد العينة ككل على ذلك (٤,٢) كما يؤدي إلى تحسن في سمعة أداء الشركة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد العينة ككل لذلك (٤,١) وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة في حجم أعمال الشركات المساهمة المدرجة حيث بلغ الوسط الحسابي على مستوى العينة ككل (٤,٣) ويرى الباحث أن النتائج السابقة تؤدي إلى إعطاء للشركات فرصة لزيادة في حجم الأرباح التي تحققها وهو ما وافق عليه أفراد عينة البحث حيث بلغ الوسط الحساب على مستوى العينة ككل (١,٤).

هذا وقد اعتبر جميع أفراد عينة الدراسة أن القوانين المتعلقة بالإعفاءات الضريبية تشجع على التحويل إلى الشركات المساهمة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير لذلك (٤,١٣) إلا أن هذه القوانين مازال غير كافية وبحاجة إلى بعض التعديلات وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات إلى شركة مساهمة التي تشترط أن تطرح ٤٥ ٪ على الأقل من أسهمها للاكتتاب العام هذا ما لم يشجع أفراد عينة المستثمرين على الموافقة على التحويل من شركات اشخاص إلى شركات مساهمة حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٧٩).

كذلك الامر بالنسبة إلى شروط إعادة تقوم الأصول حيث عكست الاجابات حالة من عدم الثقة بالنسبة للشركات حيث بلغ الوسط الحسابي لذلك ٢,٧.

النتيجة:

إن مزايا التحول من الشركات القائمة إلى شركات مساهمة كثيرة حيث أن إدراج أسهم الشركات يحسن من سمعة الشركة ويرفع من سعر أسهمها مما يحقق للشركة إمكانية إيجاد الوسيلة المناسبة لتمويل وتوسيع نشاطاتها ومشاريعها وهو ما يحقق الربح كما لقوانين والتشريعات تخلق مناخاً ملائماً ومشجعاً على التحول من الشركات الفردية إلى الشركات المساهمة الا ان القوانين النازمة للتحول غير مشجعة وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات، وشروط إعادة تقويم الأصول للشركات.

٤- تحليل قدرة السوق على التفاعل مع جمهور المستثمرين:

يلعب الإفصاح دور في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين حيث تتضمن هذه المعلومات: البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً للجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة (كما سبق ذكره)، ويرتكز الإفصاح على عدد من المبادئ منها الاستمرارية في تدفق المعلومات، التوقيتات الزمنية لإجراء الإفصاح دقة وصحة المعلومات المفصح عنها.

ولمعرفة فيما اذا كان التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية مع الجمهور والمستثمرين يمتاز بالشفافية والوضوح قام الباحث بحساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري فكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (١٠)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق على التفاعل مع جمهور والمستثمرين

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل
تتصف البيانات المنشورة بالمصادقية وقابلية المقارنة	الوسط الحسابي	3.09	2.42	3.41	3.0
مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية واضح للعامة والمتعاملين	الانحراف المعياري	1.04	1.13	1.16	1.14
وضوح طرق التعامل	الوسط الحسابي	2.00	1.42	2.91	2.23
احصل على المعلومات والبيانات بشكل دائم ودقيق	الانحراف المعياري	0.77	0.53	1.08	1.04
الأوراق المالية افضل طريقة للربح	الوسط الحسابي	2.00	1.71	2.83	2.26
يقوم الوسطاء بحملة تثقيفية حول اداء وعمل سوق دمشق للأوراق المالية	الانحراف المعياري	0.77	0.48	1.12	0.98
	الوسط الحسابي	3.63	4.14	3.91	3.86
	الانحراف المعياري	0.80	0.37	0.79	0.730
	الوسط الحسابي	3.72	2.71	3.41	3.36
	الانحراف المعياري	1.00	1.12	0.99	1.06
	الوسط الحسابي	4.18	3.57	3.66	3.83
	الانحراف المعياري	0.60	1.51	0.98	1.01

يبين الجدول رقم (١٠) من خلال أفراد عينة الدراسة من (شركات وساطة مالية وموظفي المؤسسات المالية والمستثمرين) أن هناك ضعفاً في مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية بالنسبة لعامة الناس حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى ذلك على مستوى العينة ككل (٢,٢) وهو ما أدى إلى عدم معرفة كل من المتعاملين والعامة بكيفية المضاربة وكيفية التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى هذه النتيجة (٢,٢).

كما اتفق جميع أفراد عينة الدراسة على أنهم يحصلون على المعلومات المتعلقة ببيانات بشكل دائم ودقيق كما تتصف البيانات المنشورة بالمصادقية وقابلية المقارنة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى ذلك (٣,٨٦-٣,٠٠) على التوالي. إلا أن حملات التوعية التي تقوم بها إدارة السوق والموجهة لجمهور المتعاملين غير كافية لبناء ثقافة استثمارية في الأوراق المالية حيث بلغ الوسط الحسابي إلى يشير إلى ذلك (٢,٧).

وعلى الرغم من عدم وجود وضوح في مفهوم وطرق التعامل إلا أن ذلك لم يمنع أفراد عينة الدراسة أن يعتبروا أن سوق دمشق للأوراق المالية هي وسيلة لتحقيق الربح السريع وهو ما يجعل المدخرون يعتبرونها افضل طريقة لاستثمار اموالهم عن طريق المضاربة حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٨).

النتيجة:

تسعى سوق دمشق لتطبيق مبادئ الإفصاح إلا أن مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية لا يزال يقتصر على أنه أفضل طريقة لاستثمار الأموال عن طريق المضاربة وتحقيق الربح السريع وهو ما يعزى إلى عدم كفاية الحملات تثقيفية حول أداء وعمل سوق دمشق للأوراق المالية .

٥- تحليل مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في توفير الآلية الرئيسية التي تتم من خلالها عملية تحويل المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية:

جدول رقم (١٢)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق على توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية

المتغيرات	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل
تساعد على جذب رؤوس الأموال العربية	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	4.36 0.50	3.85 1.06	3.83 0.93
تساعد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	4.18 0.60	3.57 1.27	4.1667 0.83485
يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	3.90 0.70	3.57 1.27	3.83 1.02
تسهم في تجميع المدخرات العقيمة	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	3.72 0.90	3.8 1.34	4.25 0.62
تسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	3.81 0.98	3.2 0.95	3.58 0.79
في مرحلة متقدمة تساهم في دفع عملية التنمية	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	4.09 0.94	4.42 0.53	3.66 1.30
تسهم في تحسين ميزان المدفوعات	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	3.81 0.87	3.42 1.13	4.08 0.90
إيجاد فرص عمل	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	3.72 1.19	3.00 1.0	3.58 1.24
زيادة في سيولة السوق	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	4.18 0.60	3.57 1.13	4.0 0.73
زيادة فرص الاستثمار	الوسط الحسابي الانحراف المعياري	4.27 0.46	3.85 0.89	3.91 0.99

يبين الجدول رقم (١٢) موافقة جميع أفراد العينة المدروسة على أن وجود سوق للأوراق المالية يساعد على جذب كل من رؤوس الأموال العربية والأجنبية بوسط حسابي للعينة ككل (٤,٣)، ويسهم

في تجميع المدخرات الوطنية التي يملكها صغار المستثمرين بوسط حسابي للعينه ككل (٣،٩)، كما يؤدي إلى زيادة في سيولة السوق بوسط حسابي (٣،٩) ويخلق فرص للاستثمار وبالتالي لإيجاد

المزيد من فرص العمل بوسط حسابي على التوالي (٣،٥-٤) كما يوفر سوق دمشق للأوراق المالية الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز المالي للموازنة العامة للدولة حيث بلغ الوسط الحسابي لموافقة أفراد العينة ككل على ذلك (٣،٨) كما يساهم في تحسين ميزان المدفوعات بوسط حسابي (٣،٣٨) ويعمل على تعزيز الاقتصاد الوطني وفي مرحلة متقدمة تساهم في دفع عملية التنمية حيث بلغ الوسط الحسابي وعلى التوالي (٤-٣،٦).

النتيجة:

يساعد سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار من خلال المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية وتجميع المدخرات الوطنية العقيمة وبالتالي تحقيق زيادة في سيولة السوق كما يؤدي إلى توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة، بما يساعد على رفع معدل الاستثمار الذي يعد المحرك الأكثر أهمية للنمو، وبالتالي إيجاد المزيد من فرص العمل و يساهم في تحسين ميزان المدفوعات الذي يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز مما تساهم في تعزيز الاقتصاد الوطني وفي دفع عملية التنمية.

٧- اختبار صحة الفرضية الرئيسية الثانية:

هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية

أ- اختبار صحة الفرضية الفرعية الأولى: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار:

تختبر هذه الفرضية العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل وهو فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية، والمتغير التابع وهو جذب الاستثمار. ولدراسة العلاقة بين كفاءة وفعالية السوق وجذب الاستثمار قام الباحث بحساب معامل الارتباط البسيط فكانت مصفوفة الارتباط البسيط كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١٢)

معامل الارتباط البسيط بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار

المتغيرات	جذب الاستثمار
كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية	٠.491
المعنوية	٠,٠٠
الدلالة	معنوية

** تعني ان الارتباط معنوي عند ٠,٠١

يتضح من الجدول (١٢) وجود ارتباط معنوي إيجابي بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار ** (٠,٤٩١).

ولقياس طبيعة العلاقة بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كمايلي:

جدول رقم (١٣)

نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية و جذب الاستثمار

جذب الاستثمار				المتغيرات
معامل الانحدار	قيمة T المحسوبة	P	الدلالة	الثوابت
1.578	2.298	٠.029		كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية
٠.520	2.985	٠.006	معنوية	
معامل التحديد $R^2 = ٠,٢٤١$ ، الخطأ المعياري = ٠.55194				
قيمة F المحسوبة = 8.908، المعنوية = ٠,٠٠٦				

يثبت الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين كفاءة وفعالية السوق وجذب الاستثمار، حيث يفسر كفاءة السوق ٠,٢٤١ من جذب الاستثمار.

أ- إختبار صحة الفرضية الفرعية الثانية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحول إلى الشركات المساهمة وجذب الاستثمار.

تختبر هذه الفرضية العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل وهو التحول إلى شركات مساهمة، والمتغير التابع وهو جذب الاستثمار.

ولدراسة العلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار قام الباحث بحساب معامل الارتباط البسيط فكانت مصفوفة الارتباط البسيط كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١٤)
معامل الارتباط البسيط بين التحول إلى الشركات المساهمة وجذب الاستثمار

المتغيرات	جذب الاستثمار
التحول إلى شركات مساهمة	0.581
المعنوية	٠,٠١
الدلالة	معنوية

** تعني ان الارتباط معنوي عند ٠,٠١

يتضح من الجدول (١٤) وجود ارتباط معنوي إيجابي بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار (0.581).

ولقياس طبيعة ومعنوية العلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كما يلي:

جدول رقم (١٥)
نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار

جذب الاستثمار				المتغيرات
معامل الانحدار	قيمة T المحسوبة	P	الدلالة	الثوابت
1.410	2.136	٠.042٠		
٠.633٠	3.773	٠.001٠	معنوية	التحول إلى شركات مساهمة
معامل التحديد $R^2 = 0.337$ ، الخطأ المعياري = 0.53093				
قيمة F المحسوبة = 14.238، المعنوية = ٠,٠٠١				

يثبت الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار، حيث يفسر التحول إلى شركات مساهمة 0.337 من جذب الاستثمار.

ث- اختبار صحة الفرضية الفرعية الثالثة: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار:

تختبر هذه الفرضية العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل وهو قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين، والمتغير التابع وهو: جذب الاستثمار ولدراسة العلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار قام الباحث بحساب معامل الارتباط البسيط فكانت مصفوفة الارتباط البسيط كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١٦)

معامل الارتباط البسيط بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار

المتغيرات	جذب الاستثمار
قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين	٠.383٠
المعنوية	٠.037٠
الدلالة	معنوية

** تعني ان الارتباط معنوي عند ٠.٠١

يتضح من الجدول (١٦) وجود ارتباط معنوي ايجابي بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار (0.383) . ولقياس طبيعة ومعنوية العلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كمايلي:

جدول رقم (١٧)

نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار

جذب الاستثمار				المتغيرات
الدلالة	P	قيمة T المحسوبة	معامل الانحدار	الثوابت
	٠.037٠	2.186	1.525	قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين
معنوية	٠.037٠	2.193	٠.389	معامل التحديد $R^2 = 0.147$ ، الخطا المعياري $= 0.55194$
				قيمة F المحسوبة $= 4.808$ ، المعنوية $= 0.037$

يثبت الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين، حيث يفسر كفاءة السوق ٠,١٤٧ من جذب الاستثمار.

النتيجة:

نقبل بصحة الفرضية الرئيسية الثانية وهناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وجذب الاستثمار إلى سورية

ثالثاً- النتائج والتوصيات:

أ- النتائج:

٥- عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية محدود لم يتجاوز إحدى عشرة شركة ، بالإضافة إلى غياب قطاعات أخرى مهمة في الاقتصاد السوري عن الإدراج في السوق ، وهو ما جعل خيارات المستثمر محدودة في الاستثمار كما أن توزيع الشركات المساهمة ضمن القطاعات مازال غير متوازن، فالواضح أن هناك حالياً نسبة كبيرة من الشركات المدرجة تقع ضمن القطاع المصرفي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على دخول المساهمين فكان سهلاً عليها الإدراج في تلك السوق.

٦- حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية ضعيف ويعزى للأسباب التالية :

- الحدود السعرية الضيقة.
- صغر رأس مال الشركات المساهمة المدرجة في السوق حالياً.
- قلة عدد الشركات المدرجة في السوق.
- منع بيع السهم في يوم الشراء نفسه.
- سيكولوجية المستثمر السوري.
- افتتاح السوق في مرحلة «أزمة عالمية للأسواق المالية».
- ثقافة المواطن السوري الضئيلة عن مفهوم السوق المالي وأهدافه.
- قلة نسبة الأسهم المتداولة في السوق بالنسبة إلى ملكية الأسهم بالشركات المساهمة.
- إن زيادة الحدود السعرية لتحرك سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية تؤدي إلى النتائج التالية :

- تزيد من حال التذبذب العام في حركة الأسهم للشركات المدرجة أي **زيادة المخاطر في سوق دمشق** للأوراق المالية في حال كان الوضع الاستثماري في السوق صحيحاً وشفافاً والنتائج المالية للشركات المساهمة و تنعكس بشكل صحيح على سعر السهم السوقي

- تدفع مزيداً من الشركات المساهمة إلى تقديم طلب إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية . فيما يتعلق بتذبذب السهم يعني زيادة الخطورة.
- **رفع الحدود السعرية يؤدي إلى تعزيز آليات السوق للوصول بالأسعار إلى نقطة أقرب ما تكون من الأسعار العادية.**
- لا تغير في كفاءة السوق ولكن تجعله أكثر حساسية للمعلومة وأشد استجابة لها إلا أن ذلك مرتبط في النهاية بالسماح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية .
- تجعل السوق أكثر سرعة بالتأثر بالآزمات المالية الخارجية ولكن هذا التسارع يعتمد بالدرجة الأولى على مدى اتصال سوق دمشق بالأسواق المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أسرع استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي .
- تزيد من تسارع اتجاه السوق ولكن قوة هذا التسارع ستعتمد على مدى ارتباط سوق دمشق بالأسواق المالية الدولية مستقبلاً.
- لا يمكن للسهم أن يتحرك إلا في نطاق $+2\%$ في الجلسة الواحدة (تؤدي إلى زيادة كفاءة السوق). و لا يمكن إعتما هذه النسبة إلا إذا تم تداول أكثر من ٢٠٠ سهم (منعاً وللد من التلاعب) و لا يمكن تنفيذ عمليتي شراء وبيع على نفس السهم خلال الجلسة الواحدة (منعاً للمضارب ولا يمكن إعتما هذه النسبة إلا إذا تم على السهم تداول أكثر من ٢٠٠ سهم للد من التلاعب وهذه الاجراءات كانت سبباً عنيفاً في الحد من كميات التداول في الجلسة الواحدة.
- إن السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية يؤدي إلى النتائج التالية :
- يحول سوق دمشق من سوق محلية إلى سوق دولية حيث سيسمح بتحريك الكتلة النقدية الموجودة حالياً والمجمدة للأجانب المالكين كما سيسمح بدخول كتلة نقدية خارجية للتداول في السوق.
- لن يغير دخول رأس المال الأجنبي من كفاءة السوق بقدر ما سيجعل السوق أكثر انفتاحاً على العالم الخارجي . (الاستثمار الأجنبي لا يدخل إلا في حال سوق كفؤ (المقصود مضاربات).

- يعد خطوة متقدمة لمرحلة أخرى يتم فيها إدراج أسهم شركات أجنبية في سوق دمشق كما يتم إدراج أسهم شركات محلية في أسواق مالية أجنبية. ولذلك فإن الاستثمار الأجنبي في سوق دمشق للأوراق المالية سيكون بوابة عبور للأجنبي للاستثمار في قطاعات أخرى في سورية .
- يمتلك السوق العناصر اللازمة لعمله بكفاءة وقد أسهم وجود نظام تداول الكتروني في تحقيق شفافية لعمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الاوقات المحددة وهو ما جعل بيانات اداء الشركات متاحة .
- إن عدد شركات الوساطة العاملة في السوق قليل في الوضع الحالي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على اسمهمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى اعداد هذا البحث ب ٥ شركات وساطة . كما ان عدد ايام التداول غير كافية وهناك ضرورة لرفع الحدود السعرية لتداول الاسهم البالغة + ٢٪
- يعد تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمراريتها وأداء دورها في عملية التنمية الاقتصادية وصمودها أمام كافة التحديات المحلية والخارجية كما أن هذا مزايا التحول كثيرة حيث ان إدراج اسهم الشركات يحسن من سمعة الشركة ويرفع من سعر اسهمها مما يحقق للشركة امكانية ايجاد الوسيلة المناسبة لتمويل و توسيع نشاطاتها ومشاريعها وهو ما يحقق الربح كما لقوانين والتشريعات تخلق مناخا ملائما ومشجعا على التحول من الشركات الفردية إلى الشركات المساهمة الا ان القوانين النازمة للتحول غير مشجعة وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات وشروط إعادة تقويم الأصول للشركات .
- يلعب الافصاح دور في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الكشف عن كافة المعلومات التي تهم المستثمر والمتعامل على حد سواء إلا أن مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية لا يزال يقتصر على ان انه أفضل طريقة لاستثمار الأموال عن طريق المضاربة وتحقيق الربح السريع .
- يساعد سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار من خلال المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية وتجميع المدخرات الوطنية العقيمة وبالتالي زيادة سيولة

السوق كما يؤدي إلى توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة, و يخلق فرص للاستثمار في مختلف المجالات بما يساعد على رفع معدل الاستثمار الذي يعدّ المحرك الأكثر أهمية للنمو , وبالتالي إيجاد المزيد من فرص العمل و يسهم في تحسين ميزان المدفوعات الذي يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز مما تسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني في دفع عملية التنمية.

■ تعتمد شركات الوساطة المالية في إيراداتها بشكل رئيسي على العمولات المتحققة من عمليات البيع والشراء للعملاء أي إنه كلما زاد حجم التداول وعدد الصفقات المسجلة في السوق زادت إيرادات شركات الوساطة المالية إلا أن الحدود السعرية الواسعة لن تزيد بالضرورة عدد الصفقات المسجلة بالسوق لأن عدد الصفقات مرتبط بكثافة عمليات التداول ووجود طلبات شراء وبيع كثيفة، فوجود طلبات شراء دون وجود طلبات بيع أو العكس حتى بظل توسيع الحدود السعرية لن يزيد من حجم التداول بل وجود بائع لكل مشتر ووجود مشتر لكل بائع وهذه المعادلة تتحقق بمعزل عن ضيق أو اتساع الحدود السعرية. سوق عمقه حتى مع ازدياد عدد الصفقات ومن ثم حركة التداول.

■ على الرغم من حداثة عمر سوق دمشق للاوراق المالية فإن ثمة بعض الدروس والخبرات التي بدأت تتراكم لدى المستثمرين والمهتمين بهذه السوق اداءً واستثماراً وبدأت تنشأ ما يسمى بمحركات التداول أو الأسباب والتوجهات والقرارات التي ترفع أو تخفض قيم واحجام التداول على هذا السهم أو ذاك كما ان زيادة رؤوس الأموال لبعض المصارف مؤخراً ساهمت بتحريك التداول على اسهمها.

■ إن القرار الاستثماري في سوق دمشق للاوراق المالية يعتمد على ثلاثة عناصر اساسية وهي

■ مقدار العائد: وهو ما يعكس حجم الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالبا ما تكون نسبة مئوية من رؤوس الاموال المستثمرة.

- بدرجة المخاطرة: وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة او ما يسمى بعنصر عدم التأكد في مجال تقويم المشاريع.
- الوقت: ان شراء الاوراق المالية محدودة بفترة زمنية محددة يحتفظ فيها المستثمر بالاسهم والسندات ,اذ ان عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها
- إن المناخ الاستثماري هو من اهم العوامل لقدام الاستثمار وتتميز سورية بالاستقرار السياسي والاقتصادي والموقع الجغرافي المميز وتتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة الا ان هناك حاجة اكبر لحرية لانتقال رؤوس الاموال.
- تتميز سورية بتوفر البنى التحتية الاساسية من طرقات وكهرباء ومياه ومرافئ متطورة ومدن صناعية وهي أمور تساعد في خلق بيئة استثمار مميزة تريح المستثمر وتمنحه جو من الثقة والأمان في تنفيذ مشاريعه والتوسع بها الا ان بنية الاتصالات الحالية غير متطورة بما يكفي.
- توجد في سورية التشريعات الخاصة بالاستثمار وتوفر النظم والتشريعات الاقتصادية الملزمة و المحفزات والاعفاءات الضريبية لكنها غير كافية .
- تنظم عملية الاستثمار لإدارة هدفها الأول السرعة في انجاز المعاملات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية والابتعاد عن الديمقراطية من خلال وجود هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر إلا أنه لا توجد ادارة خاصة للترويج للاستثمار على مستوى القطر.
- هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وبين عملية جذب الاستثمار إلى سورية.
- هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين تحول الشركات الفردية إلى شركات مساهمة وادراج اسهمها في سوق دمشق الاوراق المالية وبين عملية جذب الاستثمار إلى سورية .
- هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التفاعل مع الجمهور وبين عملية جذب الاستثمار

ب- التوصيات:

إذا أردنا أن نتطلع إلى نجاح عمل سوق دمشق للأوراق المالية المحدث للقيام بدورها المتوقع فإننا نعرض عدداً من التوصيات التي تحتاجها الانطلاقة الناجحة لسوق دمشق للأوراق المالية:

١- يوصي الباحث بضرورة زيادة عدد الشركات المساهمة من خلال اصدار المزيد من القوانين المحفزة على تحول الشركات العائلية إلى مساهمة وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات التي تشترط ان تطرح ٤٥٪ على الأقل من اسهمها للاكتتاب وتعديل شروط إعادة تقويم الأصول (بأي اتجاه).

٢- يوصي الباحث بضرورة تنويع المحافظ استثمارية الممكن تشكيلها من خلال اصدار قوانين تشجع إدراج قطاعات اقتصادية جديدة صناعية وخدمية وتجارية ومتنوعة إلى السوق.

٣- يوصي الباحث بالعمل على ترويج إصدارات الأسهم في الشركات المصدرة للأسهم في السوق الأولية من خلال إنشاء مؤسسات ترويج للاكتتاب و إنشاء صناديق الاستثمار وتطويرها في مجال تسويق الأوراق المالية.

٤- يوصي الباحث بضرورة الإسراع في استصدار قانون يسمح لرأس المال الأجنبي بالإستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.

٥- يوصي الباحث بإصلاح النظام الضريبي وتطويره ليلتزم مستلزمات اقتصاد السوق للشركات المساهمة وللأفراد والمؤسسات الخاصة. من خلال إيجاد قانون يحدد الضرائب على المساهمين في الشركات المساهمة من حيث الضريبة المقتطعة على الأرباح الموزعة والضريبة على أرباح المتاجرة بالأسهم أي الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

٦- يوصي الباحث بضرورة رفع الحدود السعرية لسعر السهم

٧- يوصي الباحث بتحرير العملة المحلية من أي قيد على تحويلها إلى الخارج بسعر السوق أو بالسعر الذي تقرره الدولة وعلى أن يكون هناك ثبات نسبي في سعر الصرف في المدى المنظور.

٨- يوصي الباحث بضرورة إيجاد بيئة مناسبة وآليات عمل للتحكم بمعدلات التضخم ومعالجة أسبابه لأن معدلات التضخم المرتفعة تؤدي إلى رفع أسعار الفائدة الاسمي لمستويات عالية بهدف الحصول على مكاسب ما يخلق أزمة مالية .

٩- يوصي الباحث بالعمل على إيجاد أسعار فائدة مناسبة تساهم في زيادة معدلات الادخار والاستثمار، وتسهيل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل لتعويض نقص المدخرات المحلية بما يحقق زيادة في حجم الاستثمارات وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.

١٠- يوصي الباحث بتطوير البيئة الأساسية والقانونية والإدارية لسوق دمشق للأوراق المالية من خلال إيجاد بيئة تشريعية تضمن حفظ حقوق الملكية، نظاماً قضائياً عادلاً، ونظاماً رقابياً يحقق الشفافية، بالإضافة إلى نظام إداري يحد من التواطؤ والمخاطر الأخلاقية..

١١- يوصي الباحث بضرورة تكامل سوق النقد وسوق رأس المال من أجل إحكام بنية التمويل للقطاعات والشركات بكل أنواعه (القصير والمتوسط والطويل)، وزيادة درجة العمق المالي للاقتصاد الوطني، وتأمين أحد ركائز النمو في سوق دمشق للأوراق المالية المنشود في سورية . وتشجيع عمليات التوريق بما في ذلك تحويل القروض المصرفية إلى سندات. والاتجاه نحو توحيد مختلف الأعمال المصرفية والخدمات المالية وحتى خدمات التأمين تحت سقف واحد، وهو ما يعرف بإستراتيجية المصرف الشامل.

١٢- يوصي الباحث بضرورة تطوير النظام المحاسبي في المؤسسات المالية بحيث يكون أكثر قدرة على توفير معلومات دقيقة عن الوضع المالي الحقيقي لهذه المؤسسات .من خلال مصارف ومؤسسات مالية تعمل في نطاق السوق المالية، ومن خلال استغلال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الجديدة.

١٣- يوصي الباحث بزيادة وعي المواطن السوري بآلية عمل السوق وكيفية توظيف مدخراته بها تشغيل مدخراته الصغيرة والمتوسطة والمكتنزات العقيمة من خلال المزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية وورشات العمل والندوات وغيرها

١٤- يوصي الباحث بتطوير سوق دمشق للأوراق المالية وربطها بما ينسجم مع الأسواق العالمية. والإسراع في إقامة سوق حلب للأوراق المالية، والاستفادة من تجارب الدول العربيو وخاصة التجربة المصرية.

١٥- يوصي الباحث بضرورة تطوير بنية الاتصالات والبنى التحتية اللازمة لجذب الاستثمارات الاجنبية ومنح المستثمر اعفاء ضريبية أكثر مما هو متاح حالياً في حال اقامة شركات استثمارية وطرح اسهمها للتداول في السوق .



الملاحق

أولاً- المراجع

١٢٨.....

ثانياً- أداة الدراسة (الاستبيان) ١٣٢



المراجع العلمية

أولاً: المراجع العربية:

الكتب العربية:

١. عاطف النقلي: **الخصخصة وسوق الأوراق المالية في مصر**، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد (٧٨)، أغسطس ١٩٩٤.
٢. علي كنعان: **الأسواق المالية**، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٨.
٣. مصطفى رشيد شريحة، زينب حسن عوض الله: **النقود والبنوك والبورصات**، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٩٢.
٤. صبري أحمد أبوزيد: **دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨٥**، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٨٦.
٥. محمد عثمان إسماعيل حميد: **أسواق المال وسوق الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال**، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣.
٦. صبري حسن نوفل: **الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي**، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد (١٠٠)، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٩٥.
٧. عبد الرحمن الحميدي، عبد الرحمن خلف: **النقود والأسواق الإسلامية**، دار الخرجي، الرياض، ١٩٩٧.
٨. منير إبراهيم الهندي: **الأوراق المالية وسوق رأس المال**، اتحاد هيئات سوق المال العربية، القاهرة، ٢٠٠١.
٩. نضال الشعار: **سوق الأوراق المالية**، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، ٢٠٠٢.
١٠. أحمد زهير شامية: **اقتصادات النقود والمصارف**، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حلب، ٢٠٠٠.
١١. - عبد الحميد، عبد المطلب: **البنوك الشاملة وإدارتها وعملياتها**، الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٠.
١٢. عبد الكريم حمامي: **صناديق الاستثمار المشتركة**، فصلت للدراسات والترجمة، حلب، ٢٠٠٠.
١٣. حسني علي غربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة: **الأسواق المالية**، دار زهران، عمان، ١٩٩٨.
١٤. منيرة مسعود: **الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية والبورصات (دراسة مقارنة)**، نقابة

- المحامين، فرع دمشق، ٢٠٠٢.
١٥. صالح الحناوي: أساسيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، الطبعة الثانية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٧.
١٦. محمد عبده محمد مصطفى: تقييم الشركات الأولية لأغراض التعامل في سوق الأوراق المالية ، الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٨.
١٧. حمدية زهران: النظرية الاقتصادية، القاهرة، مكتبة عين شمس، ٢٠٠١.
١٨. منير الهندي: آليات تنشيط التداول في البورصات العربية، الاستثمار في البورصات العربية، اتحاد وهيئات سوق المال العربية، القاهرة، ٢٠٠١.
١٩. علاء الدين محمود زهران: الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، منشورات معهد التخطيط القومي، القاهرة، ٢٠٠٠، ١٩٨٨.
٢٠. محمد عبد الغفار: مشكلة الادخار: الأبعاد - الأسباب طرق العلاج، القاهرة، مكتبة زهراء الشرق، ١٩٩٧.
٢١. محمد صالح جابر: الاستثمار في الأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية، عمان، ١٩٨٩.
٢٢. محسن أحمد الخضير: كيف تتعلم الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، ايترا للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠١.
٢٣. خلف فليح: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب، الأردن، ٢٠٠١.
٢٤. محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، ٢٠٠٥.
٢٥. عبد المجيد المهيلمي: التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر،

ثانياً: المراجع الإنكليزية:

1. Hull، John.C، Options، Futures and Other Derivatives، 5th، ed، Prentice Hall، New Jersey، U.S.A، 2003، p2 .
2. FU-SHENG “ESSAYS ON FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMICS GROWTH “VIRGINIA POLYTECHNIC INSTITUTE، OP –CIT، P.110

3. Donald L.Kohn، financial markets. financial fragility، and central banking at a symposium sponsored by the federal reserve bank 1 of kanas city، Jackson hole، Wyoming august 27، 2005 –

ثالثاً: المؤتمرات والندوات والرسائل الجامعية والمجلات والدوريات:

١. يسرى جرجس بسطا: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ١٩٩٧-
٢. واقع وآفاق تطوير الجهاز المصرفي في سورية من وجهة نظر مصرفية: أبحاث طلاب سنة أولى ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٧.
٣. صبري حسن نوفل: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر السماسرة والمستثمر، مؤتمر مستقبل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، القاهرة، ٢-٣ آذار، ١٩٩٩.
٤. أحمد عبد الرحمن: العولمة المظاهر والأسباب، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد ٢٦، ١٩٩٨.
٥. مجلة الاقتصادي السورية، العدد الصادرة في ٢٠٠٧/٢/٥.
٦. مجلة الاقتصادي السورية، العدد ١٤، الصادرة في ٢٠٠٧/٣/٥.
٧. شعبان يوسف مبارز: استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء سوق دمشق للأوراق المالية، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، السنة الخامسة، العدد الأول، كانون ثاني، ١٩٩٥.
٨. البنك المركزي المصري: دراسة عن تطوير أسواق المال العربية مؤتمر: آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة، ٢٩/٢ - ٣/٣ ١٩٩٨..
٩. خالد عبدو الزامل: دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادي، جامعة دمشق، ٢٠٠٥.
١٠. زيدان، منذر: الأجهزة المصرفية ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٩.

رابعاً: الملاحق والصحف والمواقع الالكترونية:

١. المرسوم التشريعي رقم ٥٥/ لعام ٢٠٠٥.
٢. نص القانون ٢٢/ لعام ٢٠٠٥ القاضي بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
٣. الاقتصادية العدد ٣٩١ بتاريخ ٢٦ نيسان ٢٠٠٩، ص ٢٠.
٤. الاقتصادية ملف خاص بسوق دمشق للأوراق المالية، آذار ٢٠١٠، ص ٢.
٥. الاقتصادية، العدد ٣٩٩، ٢١ حزيران ٢٠٠٩، ص ١٦.
٦. جريدة الثورة الصادرة بالعدد ١٣٨٦١، ١٠/٣/٢٠٠٩.
٧. جريدة الاقتصادية، العدد ٣٨٣، صفحة الأسواق المالية.
٨. من موقع سيريا سوق دمشق للأوراق المالية ، صفحة سوق دمشق للأوراق المالية،
[http://www. Syria-bourse. Com/index](http://www.Syria-bourse.Com/index).

جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
ماجستير الاقتصاد المالي والنقدي

استبيان حول دراسة ماجستير بعنوان:

تحليل دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية

The analyzing role of Damascus Securities exchange to encourage the investment to Syria

إعداد الطالب: أنس المملوك

إشراف الأستاذ الدكتور: عابد فضلية

٢٠١٠

تحية طيبة وبعد

نتشرف بأن نضع بين أيديكم الاستبانة الخاصة بدراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي تحت عنوان: دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية وحيث أن تحقيق الهدف العلمي من هذه الدراسة مرتبط بمدى تعاونكم، فإننا نأمل منكم التكرم بالإطلاع على بنود هذه الاستبانة، والإجابة عليها بما ترونه مناسباً علماً أن كافة المعلومات الواردة لن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي.

وشكراً لحسن تعاونكم

أولاً- توجد مجموعة من المتطلبات التي تزيد من قدرة سوق دمشق الأوراق المالية في جذب الاستثمار الى سورية

غير موافق أبداً	غير موافق	إجابة أخرى	موافق	موافق جداً	تتوفر المتطلبات التالية اللازمة لجذب الاستثمار	
					١. الاستقرار السياسي والاقتصادي وثبات سعر صرف العملة المحلية	المناف الاستثماري
					٢. سهولة إجراءات تنفيذ الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية في البلد المضيف	
					٣. الفرصة متاحة للأجانب للاستثمار في الأوراق المالية	
					٤. هناك حرية في انتقال رؤوس الأموال	
					٥. تتوفر مرافئ	البنية التحتية
					٦. تتوفر طرق مناسبة وكافية	
					٧. تتوفر بنية اتصالات متطورة	
					٨. تتوفر مدن صناعية ومناطق حرة	
					٩. توجد منظومة تشريعات صادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية كافية وغير معقدة	التشريعات
					١٠. المحفزات الضريبية والإعفاءات جيدة وكافية	
					١١. هناك احترام وتنفيذ للاتفاقات التي تعقد مع البلدان المختلفة .	
					١٢. يتميز النظام ضريبي بالعدالة	
					١٣. هناك حرية انتقال رؤوس الأموال متاحة	إدارة الاستثمار
					١٤. يتم انجاز معاملات المستثمر بسرعة	
					١٥. وعي إدارة الاستثمار لاهمية انجاز معاملات التداول	
					١٦. ابتعاد إدارة الاستثمار عن البيروقراطية	

الفرضية الفرعية الأولى : ان فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية تسهم في جذب الاستثمار الى سورية:

فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
١. استطيع على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر.					
٢. أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار					
٣. يوجد عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية					
٤. السعر العادل للورقة المالية والحدود السعرية لسعر السهم مقبولة					
٥. عدد ايام التداول مقبول					
٦. يوجد نظام التداول إلكتروني فعال					
٧. عدد شركات الوساطة العاملة مناسب ويتميز بانخفاض عمولاتها					
٨. بيانات اداء الشركات المدرجة دقيقة ومتاحة					
٩. يقوم السوق بنشر البيانات المالية في اوقاتها					

ب- التحول من الشركات الفردية إلى الشركات المساهمة يسهم في جذب الاستثمار الى سورية:

المتغيرات	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
١. ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يرفع من سعرها					
٢. ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يحسن سمعة الشركة					
٣. ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يزيد حجم اعمالها ويحقق فرص عمل					
٤. ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يشجع على زيادة ارباح الشركة المساهمة					
٥. التحول الى شركات مساهمة يعطي الفرصة للاستفادة من الاعفاءات الضريبية					
٦. نسبة التحول ٤٥٪ عادلة					
٧. قوانين تقويم الاصول مناسبة					

ج- قدرة سوق دمشق للأوراق المالية في سورية على التعامل مع المستثمرين بساهم في جذب الاستثمار الى سورية:

سوق دمشق للأوراق المالية قادرة على التعامل مع المستثمرين	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
١. تتصف البيانات المنشورة بالمصادقية وقابلية المقارنة					
٢. مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية وطرق التعامل واضحة للعامة والمتعاملين					
٣. احصل على المعلومات والبيانات بشكل دائم ودقيق					
٤. الاستثمار في الاوراق المالية افضل طريقة للربح					
٥. تقوم ادارة السوق بحملة تثقيفية حول اداء وعمل سوق دمشق للأوراق المالية					

ثانياً- ان وجود سوق دمشق للأوراق المالية يساهم في جذب الاستثمار الى سورية:

وجود سوق دمشق للأوراق المالية في سورية	موافق جداً	موافق	غير موافق	غير موافق أبداً	إجابة أخرى
١. تسهم في تأمين التمويل اللازم للشركات					
٢. تساعد على جذب رؤوس الأموال العربية					
٣. تساعد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية					
٤. يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة					
٥. تسهم في تجميع المدخرات العقيمة					
٦. تحقيق وفورات بالحجم وكفاءة التكاليف					
٧. في مرحلة متقدمة تساهم في دفع عملية التنمية					
٨. تحسين الحصول على رؤوس أموال طويلة الأجل مع فعالية التكاليف					
٩. إيجاد فرص عمل					
١٠. زيادة في سيولة السوق					
١١. زيادة فرص الاستثمار					

النتائج والمقترحات:

أولاً: النتائج:

١- ان المناخ الاستثماري هو من اهم العوامل لقدم الاستثمار وتتميز سورية بالاستقرار السياسي والاقتصادي والموقع الجغرافي المميز وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة الا ان هناك حاجة اكبر لحرية لانتقال رؤوس الاموال .

٢- تتميز سورية بتوفر البنى التحتية الاساسية من طرقات وكهرباء ومياه ومرافئ متطورة ومدن صناعية وهي أمور تساعد في خلق بيئة استثمار مميزة تريح المستثمر وتمنحه جو من الثقة والامان في تنفيذ مشاريعه والتوسع بها. الا ان بنية الاتصالات الحالية غير متطورة بما يكفي.

٣- وتتميز سورية بوجود التشريعات الخاصة بالاستثمار وتوفر النظم والتشريعات الاقتصادية الملائمة و المحفزات والاعفاءات الضريبية تنظم عملية الاستثمار ادارة هدفها الاول السرعة في انجاز المعاملات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التابعة للمستثمر والابتعاد عن الديمقراطية من خلال موظفين ذوي خبرات وكفاءة عالية بالعمل الاداري من كما توجد هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر ورغم ذلك لاتوجد ادارة خاصة للترويج للاستثمار على مستوى القطر.

٤- أن عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق المحدود لم يتجاوز إحدى عشرة شركة ، بالإضافة الى غياب قطاعات أخرى مهمة في الاقتصاد السوري عن الإدراج في السوق ، وهو ما يجعل خيارات المستثمر محدودة في الاستثمار فمن المفترض لمن يريد أن يشكل محفظة استثمارية متوازنة أن تكون خياراته ضمن تشكيل محفظة متنوعة ضمن عدة قطاعات صناعية وخدمية وتجارية و كما أن توزع الشركات المساهمة ضمن القطاعات مازال غير متوازن، فالواضح أن هناك حالياً نسبة كبيرة من الشركات المدرجة تقع ضمن القطاع المصرفي ويعزو الباحث هذه النتيجة الى أن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على دخول المساهمين، فكان سهلاً عليها الإدراج في تلك السوق.

٥- زيادة الحدود السعرية ستزيد من حال التذبذب العام في حركة الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وفي حال كان الوضع الاستثماري في السوق صحيحاً وشفافاً والنتائج المالية للشركات المساهمة تنعكس بشكل صحيح على سعر السهم السوقي فإن زيادة الحدود السعرية ستدفع مزيداً من الشركات المساهمة إلى تقديم طلب إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية مرتبط بالشفافية والأفصاح ويرى الباحث ان زيادة الحدود السعرية لن تغير في كفاءة السوق ولكن ستجعله أكثر حساسية للمعلومة وأشد استجابة لها مع اتساع هذه الحدود في سعر السهم بجلسة التداول الواحدة.إلا أن ذلك مرتبط في النهاية بالساح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية الذي لم يصدر قرار به حتى الان وسيتم لاحقاً بحث هذا الموضوع وتحليله أما من جهة حساسية السوق تجاه الأزمات المالية الخارجية فبال تأكيد زيادة الحدود السعرية ستجعله بالضرورة أكثر سرعة بالتأثر بالأزمات المالية الخارجية ولكن هذا التسارع يعتمد بالدرجة الأولى على مدى اتصال سوق دمشق بالأسواق المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أسرع استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي أي إن زيادة الحدود السعرية ستزيد من تسارع اتجاه السوق ولكن قوة هذا التسارع ستعتمد على مدى ارتباط سوق دمشق بالأسواق المالية الدولية مستقبلاً إذاً لن يغير دخول الأجانب من كفاءة السوق بقدر ما سيجعل السوق أكثر افتحاً على العالم الخارجي.

٦- دور صغار المستثمرين كبير ومهم جداً إلا أنه بالوقت نفسه خطر لأن الأغلبية منهم تقع ضمن فئة ضعيفي الخبرة والمعرفة بالسوق ومن ثم فهم عادة الذين يطلق عليهم التابعين وتبرز خطورة الحدود السعرية العالية من هذه الزاوية إذ إن احتكار القلة لعدد كبير من الأسهم يدفع السوق وخاصة الناشئة إلى اتجاه سعري يجعل التابعين من صغار المستثمرين يتبعونه دون التفكير بأسبابه الدافعة إلى هذا الاتجاه إذ يعتمد أصحاب الكتل النقدية الكبيرة في السوق إلى دفع الأسعار للارتفاع ثم بيعها لتخلق بذلك اتجاهاً نزولياً بالأسعار يجعل معظم المتضررين من صغار المساهمين، أي إن ثقافة التحويل هذه لم تكتمل بعد وانطلاقاً من أهمية هذا المبدأ التي قامت عليه سوق دمشق للأوراق المالية فإن عملية زيادة الحدود السعرية في هذا التوقيت لن تخدم أهداف السوق بل من الممكن أن يحدث أثر عكسي تجاه ثقافة المواطن السوري تجاه مفهوم السوق المالية، ولذلك فلا غنى بالفترة الحالية عن الندوات التعريفية في المراكز الثقافية والبرامج التلفزيونية والإذاعية وحملات اعلانية مستمرة على مدار العام كما أن للجامعات ضمن برامجها التعليمية لنشر الثقافة ضمن الجيل الشاب الدور المهم دون أن نغفل ضرورة الترويج لموقع السوق الإلكتروني بين فئات مستخدمي الانترنت.

٧- تعتمد شركات الوساطة المالية في إيراداتها بشكل رئيسي على العمولات المتحققة من عمليات البيع والشراء للعملاء أي إنه كلما زاد حجم التداول وعدد الصفقات المسجلة في السوق زادت إيرادات شركات الوساطة المالية إلا أن الحدود السعرية الواسعة لن تزيد بالضرورة عدد الصفقات المسجلة بالسوق لأن عدد الصفقات مرتبط بكثافة عمليات التداول ووجود طلبات شراء وبيع كثيفة، فوجود طلبات شراء دون وجود طلبات بيع أو العكس حتى بظل توسيع الحدود السعرية لن يزيد من حجم التداول بل وجود بائع لكل مشتر ووجود مشتر لكل بائع وهذه المعادلة تتحقق بمعزل عن ضيق أو اتساع الحدود السعرية. سوق عمقه حتى مع ازدياد عدد الصفقات ومن ثم حركة التداول.

٨- يمتلك السوق العناصر اللازمة لعمله بكفاءة وقد اسهم وجود نظام تداول الكتروني في تحقيق شفافية لعمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الاوقات المحددة وهو ما جعل بيانات اداء الشركات متاحة , أما فيما يتعلق بشركات الوساطة العاملة في السوق فتبين ان عدد هذه الشركات قليل في الوضع الحالي ويعزو الباحث هذه النتيجة الى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على اسمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى اعداد هذا البحث ب ٥ شركات وساطة .

٩- ان إدراج اسهم الشركات يحسن من سمعة الشركة ويرفع من سعر اسهمها مما يحقق للشركة امكانية ايجاد الوسيلة المناسبة لتمويل و توسيع نشاطاتها ومشاريعها وهو ما يحقق الربح كما لقوانين والتشريعات تخلق مناخا ملائما ومشجعا على التحول من الشركات الفردية الى الشركات المساهمة.

١٠- يساعد سوق الأوراق المالية على جذب الاستثمار من خلال المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية وتجميع المدخرات الوطنية العقيمة وبالتالي زيادة في سيولة السوق كما يؤدي الى توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة, بحيث يخلق فرص للاستثمار في مختلف المجالات بما يساعد على رفع معدل

الاستثمار الذي يعدُّ المحرك الأكثر أهمية للنمو , وبالتالي إيجاد المزيد من فرص العمل و يسهم في تحسين ميزان المدفوعات الذي يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز بما تسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني في و دفع عملية التنمية.

١١- كلما كانت اسواق الاوراق المالية فعالة كلما ساهمت هذه السوق في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة ولقدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.

١٢- لرغم من حداثة عمر سوق دمشق للأوراق المالية فإن ثمة بعض الدروس والخبرات التي بدأت تتراكم لدى المستثمرين والمهتمين بهذه السوق اداءً " واستثماراً" وبدأت تنشأ ما يسمى بمحركات التداول او الاسباب والتوجهات والقرارات التي ترفع او تخفض قيم واحجام التداول على هذا السهم او ذاك كما ان زيادة رؤوس الأموال لبعض المصارف مؤخراً ساهمت بتحريك التداول على اسهمها وبدا ذلك واضحاً" في سهم المصرف الدولي للتجارة والتمويل وسيتمثل مثل هذا التأثير ليطول مصارف اخرى ستعلن عن مثل هذه الزيادة بعد التنام جمعياتها العمومية قريباً".

١٣- لقد لعب عدد المساهمين في الشركات دوراً هاماً" في تنشيط التداول كما حدث بالنسبة لبنك سورية الدولي الاسلامي ذي العدد الاكبر من المساهمين بين الشركات المدرجة حيث يملك أكثر من ١٤٠٠٠ مستثمر في حين الحدود بالنسبة لباقي الشركات هو ثلاثة الاف مستثمر.

١٤- ان الاعلان عن الارباح التي حققتها الشركات العام الفائت والمتبع لهذه الارباح يجد هناك تفاوتاً هائلاً " بين العوائد على هذه الاسهم دون الاسهم الاخرى وبالتالي فإنه من الطبيعي ان يستهوي السهم الذي حقق أكثر عوائد من المستثمرين ويثير رغبتهم لامتلاكه.

١٥- ان القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية يعتمد على ثلاثة عناصر اساسية وهي :

أ- مقدار العائد: وهو ما يعكس حجم الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالبا ما تكون نسبة مئوية من رؤوس الاموال المستثمرة.

ب-درجة المخاطرة: وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة او ما يسمى بعنصر عدم التأكد في مجال تقويم المشاريع.

ج-الوقت: ان شراء الاوراق المالية محدودة بفترة زمنية محددة يحتفظ فيها المستثمر بالاسهم والسندات ,اذ ان عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها

ثانياً: المقترحات:

إذا أردنا أن نتطلع إلى نجاح برنامج الإصلاح والتحديث الاقتصادي فيبلدنا لمساعدة أسواق الأوراق المالية المحدثة للقيام بدورها المتوقع فإننا نعرض عدداً من التوصيات التي تحتاجها الانطلاقة الناجحة لسوق دمشق للأوراق المالية:

١- قانون جديد للشركات المساهمة.

٢- إصلاح النظام الضريبي وتطويره ليلآئم مستلزمات اقتصاد السوق للشركات المساهمة وللأفراد والمؤسسات الخاصة.

٣- من أهداف النقطتين المذكورتين أعلاه زيادة شفافية الشركات المساهمة من حيث المحاسبة المالية وعلاقة أعضاء مجلس الإدارة بالشركة ومنع المنفعة الشخصية للجهاز الإداري إلا بعلم مسبق وموافقة مجلس الإدارة.

٤- من أهم أساسيات سوق المال أن يكون القطاع الخاص ومن ضمنه الشركات المدرجة في سوق المال ، هو الفاعل الأول في اقتصاد الدولة لا أن يكون الشريك الأضعف وتحت رحمة شركات القطاع العام المنافسة.

٥- أن إدارة الشركات المساهمة العامة المدرجة وهي بطبيعتها ذات حجم مالي كبير تختلف عن إدارة الشركات الخاصة أو العائلية. فمن أهم مستلزمات الشركات العامة إيجاد الإدارة القادرة على حماية أموال المساهمين.

٦- الفصل المطلق والتام بين ملكية الشركات المساهمة العامة المدرجة وإدارة الشركة حتى لو كان المدير العام هو من كبار المساهمين. فعندما يحاسب أمام مجلس الإدارة فهو يحاسب ويكافئ بصفته مديراً وليس مساهماً مالكا.

٧- لكي يستطيع سوق المال القيام بدور الوسيط لاستجلاب الأموال الاستثمارية من خارج الدولة يجب أن تكون العملة المحلية قابلة للتحويل الفوري للعملات الدولية وبالعكس وبدون أي قيد أو روتين كما إن إحدى أهم متطلبات المؤسسات الاستثمارية التي تعنى بالاستثمار في الأسواق الناشئة هي تحرير العملة المحلية من أي قيد على تحويلها إلى الخارج بسعر السوق أو بالسعر الذي تقرره الدولة وعلى أن يكون هناك ثبات نسبي في سعر الصرف في المدى المنظور.

٨- إيجاد قانون يحدد الضرائب على المساهمين في الشركات العامة من حيث الضريبة المقتطعة على الأرباح الموزعة والضريبة على أرباح المتاجرة بالأسهم أي الضريبة على الأرباح الرأسمالية. ويفضل للمساعدة في استجلاب الأموال من خارج الدولة أن لا يكون هناك ضريبة على الأرباح المحققة من العمليات الاستثمارية في الأسهم المدرجة في سوق المال (أي الأرباح الرأسمالية).

٩ - إيجاد بيئة مناسبة وآليات عمل للتحكم بمعدلات التضخم ومعالجة أسبابه لأن معدلات التضخم المرتفعة تؤدي إلى رفع أسعار الفائدة الاسمي لمستويات عالية بهدف الحصول على مكاسب... ما يخلق أزمة مالية نتيجة عوامل عديدة منها:
- إن أسعار الفائدة المرتفعة قد تؤثر على سوق الأوراق المالية بشكل غير إيجابي ويفسر ذلك، أحياناً، بأن علاوة المخاطر الخاصة بأسعار الفائدة أصبحت مرتفعة وهذا بدوره قد يرفع معدلات الفائدة على الأوراق المالية ما يعني تخفيض قيمتها وبالتالي يؤثر سلباً على الاستثمار.

وبالمقابل ومن أجل أن يحقق برنامج الإصلاح والتحديث الاقتصادي أهدافه في مجال أسواق الأوراق المالية لابد من العمل على إيجاد أسعار فائدة مناسبة تساهم في زيادة معدلات الادخار والاستثمار، وتسهيل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل لتعويض نقص المدخرات المحلية بما يحقق زيادة في حجم الاستثمارات وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.

وهنا نشير إلى أن أسعار الفائدة المرتفعة قد تشجع على دخول رؤوس الأموال الأجنبية بأحجام كبيرة... ولكن ثمة خطورة من دخول رؤوس الأموال قصيرة الأجل وخاصة المسماة منها (رؤوس الأموال ذات الحرارة العالية أو الساخنة) بحيث تتجاوز طاقة الاستيعاب في الاقتصاد الوطني.. ويتطلب ذلك اتخاذ إجراءات خاصة من ضمنها معالجة عجز الموازنة العامة بما في ذلك إجراءات ضريبية.. وترشيد الإنفاق.

١٠- إيجاد بيئة تشريعية تضمن حفظ حقوق الملكية، نظاماً قضائياً عادلاً، ونظاماً رقائياً يحقق الشفافية، بالإضافة إلى نظام إداري يحد من التواطؤ والمخاطر الأخلاقية.. أي تحضير البيئة الأساسية والقانونية والإدارية لسوق الأوراق المالية... ونستطيع أن نؤكد أن توافر هذه البيئة يؤثر إيجاباً في توسيع نطاق التبادل في أسواق الأوراق المالية و يتيح للشركات تأمين التمويل اللازم من خلال سوق الأوراق المالية... والعكس صحيح لأنه يُقلل من الاعتماد على الأدوات طويلة الأجل في سوق الأوراق المالية وهنا يتم اللجوء أكثر إلى القطاع المصرفي لأنه أقدر من أجل الحصول على معلومات عن المقترضين والرقابة عليهم.

١١ - من المفيد والضروري مراقبة ما يسمى العمق المالي (Financial Deeping) وهي نسبة السيولة العامة (العملة، النقود، الودائع الجارية، الودائع لأجل في البنوك، والمؤسسات المالية الأخرى كصناديق التوفير...) إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويعني تخفيض هذه النسبة انخفاضاً للأرصدة الوطنية للإقراض ومن ثم ضعف قدرة الاقتصاد الوطني على تمويل الاستثمارات... ما يؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية والعكس صحيح.

١٢- ضرورة تكامل سوق النقد وسوق رأس المال من أجل إحكام بنية التمويل للقطاعات والشركات بكل أنواعه (القصير والمتوسط والطويل)، وزيادة درجة العمق المالي للاقتصاد الوطني، وتأمين أحد ركائز النمو في سوق الأوراق المالية المنشود في سورية. وتشجيع عمليات التوريق بما في ذلك تحويل القروض المصرفية إلى أسهم. والاتجاه نحو توحيد مختلف الأعمال المصرفية والخدمات المالية وحتى خدمات التأمين تحت سقف واحد، وهو ما يعرف بإستراتيجية المصرف الشامل. وتطوير سوق "دمشق" للأوراق المالية وربطها بما ينسجم مع الأسواق العالمية. والإسراع في إقامة سوق "حلب" للأوراق المالية. والاستفادة من تجارب الدول العربية في مجال سوق الأوراق المالية وخاصة التجربة المصرية.

١٣- العمل على إنشاء صناديق الاستثمار وتطويرها في مجال تسويق الأوراق المالية وتشجيع إصدار شهادات الإيداع الدولية لما لها من آثار إيجابية على استقرار السوق بالحد من تقلب أسعار الأوراق المالية الخاصة بها، كما يشجع هذا الاتجاه على تزايد الاندماج بالأسواق العالمية، ويعمل من ثم على جذب المستثمر الأجنبي خصوصاً إذا كان أداء هذه الشهادات جيداً. وضرورة تطوير النظام المحاسبي في المؤسسات المالية بحيث يكون أكثر قدرة على توفير معلومات دقيقة عن الوضع المالي الحقيقي لهذه المؤسسات. وتوفير الأدوات المالية والمصرفية المبتكرة التي تؤدي إلى أنواع جديدة من الخدمات المصرفية من خلال مصارف

ومؤسسات مالية تعمل في نطاق السوق المالية، ومن خلال استغلال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الجديدة. والتركيز على توفير التمويل لأصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة، والاهتمام بتنمية قطاع التمويل الصغير. وزيادة الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات، والعمل على إدخال خدمات مصرفية إلكترونية، وتطبيقات التجارة الإلكترونية.

١٤- الوعي الإستثماري بالأوراق المالية في المجتمع السوري مازال بحاجة إلى المزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية وورشات العمل والندوات وغيرها، لتوعية المجتمع المحلي بأهمية الإستثمارات في الأوراق المالية، وعلى ان يكون تواجد لشركات الوساطة في كافة المدن السورية، لتقوم بربط المستثمرين بالسوق المالي لشراء وبيع الأسهم التي تطرحها شركات المساهمة المدرجة في السوق، ويمكن لشركات الوساطة أن تقوم بدور محوري في نشر الوعي الإستثماري بين جمهور المجتمع المحلي، لما لذلك من أهمية كبرى في جذب صغار المستثمرين لشراء اسهم بمدخراتهم ومساهماتهم في تنمية القطاعات الإقتصادية، سواء الخدمات، الصناعة، البنوك، التأمين، وغيرها من الشركات المساهمة، مما يعود بالفائدة على تنمية المجتمع.

مقدمة

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض لخلق حركة قوية للتعامل بالصفوك المالية والذي أدى إلى ظهور أسواق الأوراق المالية التي تعتبر جزءاً من النظام النقدي في اقتصاد السوق وأهم الأوعية التي تمر بها الاستثمارات العالمية وأكثرها تقدماً.

وقد حققت سورية في الآونة الأخيرة إنطلاقة واسعة على صعيد الإصلاح والتطوير في مختلف المجالات الاقتصادية، والمالية، والمصرفية، والتشريعية، والإدارية معتمدةً في ذلك على إستراتيجية التحول التدريجي إلى اقتصاد السوق الاجتماعي، الذي يحقق التوازن بين الكفاءة الاقتصادية وعدالة التوزيع الاجتماعي، ويسهم في توفير البيئة الداعمة والجاذبة للاستثمارات الأجنبية، بالإضافة إلى تطوير الأطر التشريعية التي من شأنها المساهمة في دفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في سورية.

ويعتبر إحداث سوق الأوراق المالية في سورية خطوة هامة في هذا المجال لمواكبة التطورات الاقتصادية ولخلق سوق أولية وثانوية تساعد على جذب الاستثمار.

ومن هنا لابد من البحث في تعريف السوق المالية وتحليل وظائفها ودورها ومتطلباتها وأهميتها في الاقتصاد الوطني.

أولاً- مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية :

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية حيث تلعب دوراً أساسياً في تطوير وتنظيم أساليب التمويل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة وذلك من خلال شراء الأفراد والشركات لما يتم تداوله في هذه السوق من أسهم وسندات. ويعتبر نمو هذه السوق مطلباً أساسياً للتنمية الاقتصادية لأي دولة وخاصة الدول التي تتبنى برامج خصخصة القطاع العام^(١).

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك.

(١) عاطف النقلي، الخصخصة وسوق دمشق للأوراق المالية في مصر كتاب الأهرام الاقتصادي العدد (٧٨) أغسطس ١٩٩٤، ص ١٩-٢١.

كما تعرف: بأنها المكان المخصص لبيع وشراء الأصول المالية financial assets من أسهم وسندات وتوجيه مدخرات الأفراد نحو الاستثمار.

ومما تقدم يمكن تعريف سوق الأوراق المالية حسب رأي الباحث بأنها:

تجمع يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة ، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ويساهم الوسيط المالي في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بما يؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي بشكل عام.

ثانياً- خصائص سوق الأوراق المالية:^(٢)

تمتاز سوق الأوراق المالية بعدد من الخصائص وهي:

١- مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون:

تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق والأصول المالية وتعد السوق المالية إحدى الأسواق التخصصية التي تجمع البائعين والمشتريين لبيع وشراء الأصول المالية، وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيداً عن الاحتكار من خلال ماتقوم به من تقديم المعلومات المتوفرة عن كل مايتعلق بالسوق وعن جميع المتعاملين عبر اللوائح السعرية العلنية وعقد الصفقات بشكل علني وتقديم كافة المعلومات عن الشركات والمصارف والخطط والمشاريع التي ترغب بها هذه الشركات ، وذلك ليتمكن المستثمر من اختيار الأسهم التي يستطيع إجراء التوقع لها.

٢- مكان لتداول الأوراق المالية:

تتعدد أنواع الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق وتقسم إلى المجموعات التالية:

أ- الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة.

ب- الأوراق التجارية بكافة أنواعها (سند لأمر- سند لحامل - السفتجة- الكمبيالة).

ج- القروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل.

د- الأوراق المالية التي تصدرها الدولة مثل أذونات الخزينة والسندات طويلة الأجل.

هـ- جميع الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق. يزيد من نشاط السوق ويساعد بالتالي على زيادة حجم التداول.

(٢) عبد الرحمن الحميدي , عبد الرحمن خلف, النقود والأسواق الإسلامية، دار الخرجي، الرياض، ١٩٩٧، ص ٢٧.

٣- تتكون السوق من عدة أركان:

يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسية وهي:

أ- فئة المقرضين والمستثمرين:

ويقصد بهؤلاء الأفراد والذين تزيد دخولهم النقدية عن حاجاتهم الاستهلاكية والذين لديهم ادخارات كذلك المؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسة والشركات الاستثمارية القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية يعود عليهم بالنفع أو عوائد مالية وفيرة ومخاطر ضئيلة وبمقدور هؤلاء الأفراد والمؤسسات القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا ما استطاع هؤلاء الحصول على عوائد مالية مقبولة إضافة إلى عاملي الأمان والاستقرار وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر.

ب- فئة المصدرين أو المقرضين:

وتتضمن هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال لان إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال والتي يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو مصرفاً أو شركة استثمار.

ت- فئة الوسطاء أو الوكلاء:^(٣)

وتقوم هذه الفئة بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين وفئة المقرضين أو المصدرين للأوراق المالية. وعندما يكون الشخص طبيعياً أو معنوياً ويقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال:

- عمال السمسة
- التعهد بتغطية الإصدارات
- العمل على تقليل مخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين.

٤- وسيلة لتجميع المدخرات الوطنية:

تساهم أسواق الأوراق المالية بجذب المدخرات لتوظيفها في الاقتصاد عن طريق تداول الأسهم

(٣) منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات (دراسة مقارنة)، نقابة المحامين، فرع دمشق، ص ١٥-١٦ عام ٢٠٠٢.

والسندات أو الأوراق التجارية الأخرى، وتشجع أصحاب الادخارات على توظيف أموالهم بشكل قانوني ومنتظم ويبعد عن الاقتصاد شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية بحيث تضمن للمدخر الذي اشترى سهماً محدداً لشركة معينة يستطيع الحصول في نهاية العام الحصول على العائد نتيجة توزيع الأرباح في هذه الشركة المساهمة.

٥- تؤدي السوق إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

تنظم السوق كل من الادخار والاستثمار بحيث تخدم في نهاية المطاف الاستقرار والتوازن الاقتصادي وتحسين معدلات النمو .

ثالثاً- أنواع الأسواق المالية وأدواتها: (٤)

تختلف تصنيفات أسواق المال فيما بين الدول وفيما بين الأسواق نفسها وترتبط بدرجة تطور كل سوق الأسواق وفيما يلي نتناول تقسيمات هذه الأسواق بشكل مفصل :

1- أسواق رأس المال:

وتقسم أسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة أو الفورية وإلى سوق العقود المستقبلية.

أ- الأسواق الحاضرة:

وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات والأسهم الممتازة والسندات الحكومية وبقية الأصول المالية طويلة الأجل و تتضمن الأسواق التالية:

■ السوق المالية المنظمة:

يطلق مصطلح الأسواق المالية المنظمة على التعاملات التي تجري في أوقات محددة في مكان محدد وهو سوق الأوراق المالية ، ويحكم المتعاملين فيها لوائح وتشريعات معينة ، وتقوم بإدارتها هيئة الإشراف على تنفيذ و اللوائح والتشريعات.

■ السوق المالية غير المنظمة:

يطلق مصطلح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج سوق الأوراق المالية والتي يطلق عليها المنضدة (over the counter) التي تتولاها بيوت السمسرة ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية - أطراف الحاسب الآلي - وغيرها

(٤) علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد ٢٠٠٨، صص: ٢٨-٣٠.

من الوسائل السريعة للاتصال) تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها (وتعتبر هذه السوق غير حقيقية وهدفها المضاربات والمقامرة والربح. وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ما هي إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر كونها مكانا لإجراء مثل هذا النوع من التعاملات.

• الأسواق الاحتكارية:

وهي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وعادة ما تكون هذه السوق أولية وثانوية بآن واحد، حيث يقوم المستثمر بشراء السند الحكومي من المصرف المركزي أو المصرف المخصص ببيع هذه الورقة وإذا أراد بيعها يعود ثانية لهذه السوق أو المصرف ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها لذلك سميت بالأسواق الاحتكارية.

ب- الأسواق الآجلة:

هي الأسواق التي يجري فيها الاتفاق على شراء أو بيع أصل (عملات، ذهب، فضة...) في وقت لاحق مقابل سعر معين. وتتم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها. ويتخذ أحد الأطراف في العقد الآجل مركز طويلا ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر محدد متفق عليه يدعى سعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسوية نفسه، وتتم تسوية العقد عند استحقاقه عندما يقوم صاحب المركز القصير بتسليم الأصل إلى صاحب المركز الطويل مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم⁽⁵⁾.

وتقسم الأوراق المالية محل التعامل في سوق رأس المال إلى:

١- الأسهم : تمثل الأسهم ملكية أصحابها في الشركات التي تقوم بإصدارها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتمويل توسعاتها الاستثمارية ويمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم الحالية وتقسّم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة .

٢- السندات : السند عبارة عن شهادة دين يتعهد بموجبه المصدر بدفع قيمة القرض كاملة عند الاستحقاق بتاريخ محدد بالإضافة إلى منحه مبالغ دورية تعبر عن فائدة معينة في فترات محددة .

(5) Hull, John.C ,Options, Futures and Other Derivatives,5th,ed,Prentice Hall ,New Jersey, U.S.A, 2003, p2 .

يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الحكومات أو الشركات أو المؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق الأسواق المالية.

٢ - أسواق النقد :Money Market:

تقسم أسواق النقد إلى سوقين رئيسيين هما سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية). وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز:

• سوق الإصدار (السوق الأولية) primary market

هي تلك السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام في الأوراق المالية سواء كانت أسهما أو سندات، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأس مال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، كما يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار^(٦). كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية كأسهم عادية أو أسهم ممتازة، التي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية الصناعية أو التجارية أو الخدمية، ومن ناحية أخرى، فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعينة^(٧).

• سوق التداول (السوق الثانوية) Secondary Market

سوق التداول أو السوق الثانوية هو المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منتظمة أو غير منتظمة^(٨).

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وأنظمة وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب^(٩).

(٧) عاطف النقلي، الخصخصة وسوق دمشق للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠.

(٨) صبري أحمد أبوزيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٥ دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٨٦، ص ٩٠.

(٩) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق المال وسوق دمشق للأوراق المالية الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣، ص ٥٢.

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي فهي البنية التحتية اللازمة لتشجيع تأسيس الشركات المساهمة ، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط - كما يتراءى للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري فرص داخل الاقتصاد القومي وبغض النظر عن طريقة الاستخدام هذه السيولة، فإن ذلك سيقبل تكلفة الفرصة (الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد، وسيؤدي إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري^(١٠).

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال أجالها المحددة مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود اللازمة له في أي وقت يريده)^(١١).

كما أن السوق الثانوية تكون موازية للسوق الأولية الرئيسية، وتضم الشركات المساهمة التي لا يتحقق لها أن تدرج في السوق الأساسية.

حيث يباع ويشترى بشكل قانوني في سوق الأوراق المالية أسهما لنوعين من الشركات في نوعين من الأسواق:

- السوق النظامية للشركات المدرجة أصولاً في السوق.
- السوق الموازية للشركات قيد الإدراج.

وتتميز الأدوات المالية محل التعامل في سوق النقود بأن تاريخ استحقاقها يقل عن سنة واحدة وتعد المنشآت المالية والوحدات الحكومية ومنشآت الأعمال الكبيرة المصدر الأساسي لهذه الأدوات في هذه السوق.

ومن الأدوات الشائعة محل الشراء والبيع فيه ما يلي :

١- أذون الخزانة: وهي صكوك تصدرها الحكومة يحصل مالكيها على عائد في تاريخ محدد وتصدر هذه الأذون بتاريخ استحقاق مختلفة وتعتبر هذه الأذون استثماراً ممتازاً ومؤقتاً للأموال المراد الاحتفاظ بها لمواجهة احتياجات السيولة في المستقبل القريب وذلك للأسباب التالية:

(١٠) صبري أبو زيد، دور سوق المال في تنمية الاستثمار في مصر، مرجع سبق ذكره ص ٩٦.

(١١) صبري حسن نوفل، الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد (١٠٠)، (دار المعرفة الجامعية، القاهرة)، ١٩٩٥، ص ٨١.

- تعتبر استثمارات خالية من المخاطر (مضمونة الربح).

- لها سوق مستمر فالمتعاملون فيها على استعداد دائم لشرائها.

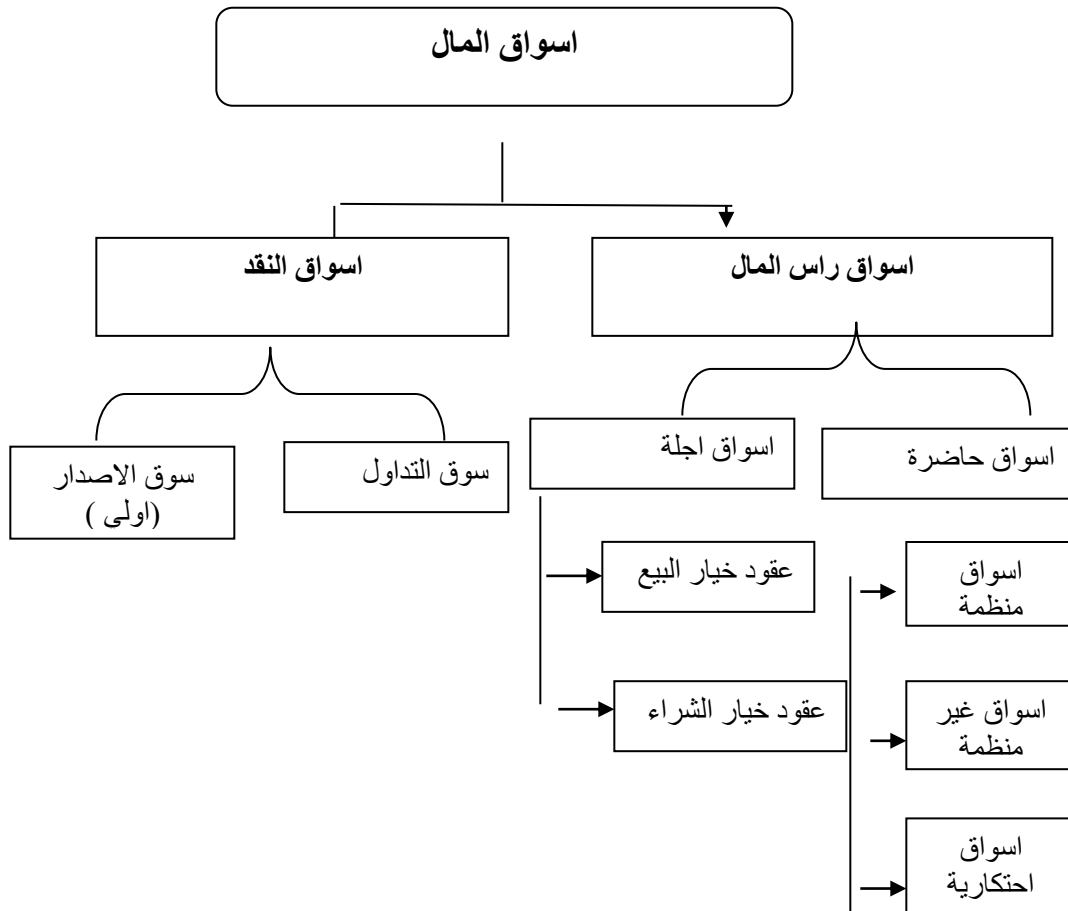
- لا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها.

٢- الأوراق التجارية: هي وعد غير مؤكد بالدفع تصدره الشركات المعروفة جيداً والتي لها سمعة ائتمانية عالية ويقوم المقرضون بشرائه وعادةً ما يتراوح تاريخ استحقاق هذه الأوراق بين أيام قليلة إلى ٢٧٠ يوماً وتقوم غالبية الشركات المصدرة لهذه الأوراق بالاحتفاظ في البنوك التي تتعامل معها "بحسابات اعتماد" غير مستخدمة لضمان قيمة هذه الأوراق وتبلغ قيمة هذه الحسابات إما قيمة الإصدار بالكامل أو تقل عنه قليلاً ولا شك في أن هذا يعزز الأمان الذي يشعر به المقرضون في هذه الحالة.

٣- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول: عبارة عن صك تصدره البنوك يثبت ملكية حامله لمبلغ معين مودع لمدة معينة وبفائدة معلومة ويحتفظ حامله به حتى تاريخ الاستحقاق وفي هذه الحالة يظل متمتعاً بضمان البنك أو أن يقوم ببيعه عند حاجته لسيولة نقدية.

٤- القبولات المصرفية : تعتبر هذه الأداة من أقدم أدوات سوق النقد وقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية فهي أمر بالدفع يتضمن قيام البنك بالدفع له أو لشخص ثان معين بتاريخ محدد ويصبح هذا الأمر (مقبولاً) إذا قام البنك بمهره بالعبارة السابقة وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقود أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه الذي يتراوح عادةً بين ٣٠ إلى ١٧٠ يوماً وإن كانت فترة ٩٠ يوماً الفترة الشائعة

الشكل رقم (١)
أنواع الأسواق المالية



المصدر: من اعداد الباحث (٢٠١٠)



المبحث الثاني

أهمية الأسواق المالية ووظائفها

- أولاً- أهمية أسواق الأوراق المالية
- ثانياً- الوظائف الاقتصادية لسوق دمشق للأوراق المالية
- ثالثاً- متطلبات أسواق الأوراق المالية
- رابعاً- كفاءة أسواق الأوراق المالية



أولاً- أهمية اسواق الأوراق المالية:^(١٢)

تحتل الأسواق المالية أهمية خاصة، وذلك لما تقوم به من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية من خلال إحداث توافق بين تجميع المدخرات وتحويلها للاستثمار وفق متطلبات السوق والظروف الاقتصادية السائدة ، وتعزى أهمية الأسواق المالية إلى الأسباب التالية:

- ١- إن سوق الأوراق المالية توفر للمدخر مكاناً لاستثمار مدخراته، ولتسييلها عند الحاجة.
- ٢- إن سوق الأوراق المالية توفر مجموعه من الأدوات المالية التي تهئ للمستثمر خيارات أوسع في شتى مجالات الاستثمار كما توجه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- ٣- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشأ مشروعاً لقلّة رأسماله وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.
- ٤- تساهم سوق الأوراق المالية في إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايدة، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- ٥- تساهم سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فسوق الأوراق المالية توجه مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تمثل التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع و الخدمة التي يحتاجها كما تمول سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.

^(١٢) صبري حسن نوفل: الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد (١٠٠)، دار المعرفة الجامعية - القاهرة، ١٩٩٥، ١، ص ٤٤.

- ٦- تسهم سوق الأوراق المالية في تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.
- ٧- تساعد على الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضيهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.
- ٨- تسهم في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي
- ٩- تتيح الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة، ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائض مالية ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.
- ١٠- تقلل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش^(١٣).
- ١١- يؤثر سوق للأوراق المالية في النظام الاقتصادي والنظام النقدي ويتأثر بهيكلية كلا النظامين:
فبعد التغيرات الهيكلية التي حدثت في أغلب الاقتصادات العالمية والقيام بإصلاحات اقتصادية فقد أدى ذلك إلى تزايد الظروف الاقتصادية التي تتطلب إنشاء سوق للأوراق المالية ومنها^(١٤):
 - ضرورة تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها في نشاط الاستثمار لتمويل عملية التنمية بشكل مستمر وعند حاجة الاستثمار لتمويل المطلوب وللاستفادة منها وترشيد استخدامها.
 - تتفاوت كمية المدخرات حسب الظروف الاقتصادية والاجتماعية فتكثر أو تقل من فترة إلى أخرى، فالسوق المالية تساعد في التوافق بين فترة جمع المدخرات من خلال الأوعية الادخارية وفترة حاجة المنشآت للتمويل.

(١٣) أحمد عبد الرحمن، العولمة المظاهر والأسباب، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد ٢٦، ١٩٩٨، ص ٤٣.

(١٤) نضال شعار، سوق دمشق للأوراق المالية، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، ٢٠٠٢، ص ٢١.

ثانياً- الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية:

تنهض أسواق الأوراق المالية بكافة إشكالاتها وتقسيماتها بأداء وظيفتين اقتصاديتين رئيسيتين، ينبثق عنها عدد من الوظائف الاقتصادية الثانوية وتتمثل هاتين الوظيفتين في:

أ- الوظيفة التعبوية.

ب- الوظيفة التمويلية.

أ- الوظيفة التعبوية لأسواق الأوراق المالية^(١٥):

عمدت بعض الدول في المراحل الأولى من مسيرة التنمية إلى إنشاء نظم للادخار تديرها الحكومة عن طريق مكاتب البريد، لاجتذاب صغار المدخرين، الذين وجدوا فيها قدراً كبيراً من الأمان، فكانت صناديق البريد قناة ادخار فعالة على المستوى الشعبي في جذب ذوي الدخل المنخفض إلى القطاع المالي الرسمي للدولة ، كما كانت أسلوباً فاعلاً لتعبئة المدخرات. وإذا كانت صناديق توفير البريد أداة فاعلة في تعبئة المدخرات إلا أنها ليست وسيطاً مالياً يقبل الودائع من المودعين ويمنح القروض للمنتجين ، إذ هي مؤسسة ودائعية فقط، ولهذا فإن الحاجة قد أفسحت الطريق أمام المصارف التجارية لتلعب دور الوسيط المالي من خلال عمليتين منفصلتين تقوم بهما وهما تلقي الودائع من المودعين ومنح القروض القصيرة والمتوسطة الأجل للمقترضين، ولهذا فإنها توصف بمؤسسات مالية ودائعية ائتمانية.

إلا أن البنوك التجارية ومع قدرتها على خلق الائتماني ينحصر نطاق تعاملها مع القطاع العائلي وصغار رجال الأعمال.

ومن هنا تولدت الحاجة وجود إلى وجود أسواق أوراق مالية لتكون بحكم وظيفتها همزة الوصل بين مدخرات الأفراد والمشروعات الإنتاجية ، حيث تعمل بجميع مؤسساتها كآلية أو أداة لخلق روافد مستمرة من التدفقات المالية من ذوي الفائض من الأفراد والمؤسسات الاقتصادية في المجتمع ، لتلبية احتياجات المشروعات الإنتاجية من هذه التدفقات وفقاً لسياسة معينة وعبر قنوات متنوعة إشكالاتها وأنواعها وأنماطها.

وكما قدمنا فإن سوق الأوراق المالية يتكون من سوقين رئيسيين مرتبطتين ببعضهما، وهما:

١. سوق الإصدار:

(١٥) منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص ٦٦٣-٦٦٤.

الذي يتكون من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية والتي تتمثل ببنوك الاستثمار وبيوت السمسرة الكبيرة والبنوك التجارية.

٢. سوق التداول:

وهو الذي يوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من سوق الإصدار ويرغبون ببيعها بالسعر وفي الوقت المناسب. ولاشك أن السوقين معا يلعبان دوراً حيوياً للمستثمرين وللمنشآت المصدرة للأوراق المالية بل للاقتصاد القومي ككل بما يؤديانه من:

- تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها نحو الاستثمار الحقيقي.
- توفير منافذ مشروعة للمدخرين لنقل مدخراتهم للغير.
- تحقيق منافذ مشروعة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات.

ب- الوظيفة التمويلية لأسواق الأوراق المالية:

تعزف البنوك التجارية عن التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى لأسباب متعددة منها:

- ١- تجنب الآثار التضخمية لمثل هذا التمويل ، إذ لو قامت البنوك التجارية بمثل هذا التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وإحداث موجات تضخمية خاصة إذا اخذ التمويل شكل القروض طويلة الأجل، دون أن يقابلها زيادة مماثلة في الناتج القومي تستطيع امتصاص السيولة الناتجة عنها بعد فترة زمنية طويلة.

- ٢- مشكلات المخاطرة التي تتعرض لها البنوك التجارية من هذه القروض طويلة الأجل، ومخاطر الإفلاس، ومخاطر تصفية المنشآت المقترضة.

- ٣- تحتاج خطط التنمية الاقتصادية إلى رؤوس أموال كبيرة لا تتوفر لدى الدولة، كما تحتاج إلى تضافر منشآت القطاع الخاص في إحداثها، فإن الضرورة تقتضي قيام سوق للأوراق المالية تستطيع من خلالها الحكومة ومنشآت القطاع الخاص طرح بعض الأصول المالية للمشروعات الجديدة في صورة أسهم وسندات للاكتتاب العام في هذه السوق لتمويل المشروعات المصدرة لها^(١٦).

وبهذا فان سوق الأوراق المالية تعتبر من أهم القنوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة

(١٦) حسني خربوش وآخرين، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، مرجع سابق، ص ١٢.

إلى استثمارات حقيقة من حيث كونها مكاناً لتداول الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس المال مؤسسات صناعية أو زراعية أو تجارية أو عقارية أو ديوناً عليها فضلاً عن قيامها بتحويل هذه الاستثمارات طويلة الأجل (الأسهم والسندات) إلى أموال سائلة عند الحاجة.

ثالثاً- متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية :

يتطلب إقامة سوق للأوراق المالية توفر بيئة اقتصادية ومالية واستثمارية ونقدية مناسبة لعمل تلك السوق ولا بد من وجود التشريعات المناسبة ذات الصلة بتأسيس الشركات المساهمة وتوفير حرية في تحويل الأموال واستقلالية المصرف المركزي واستخدامه أدوات السياسة النقدية لتأمين الاستقرار الاقتصادي والنقدي مع وجود هيئات لمراقبة أعمال السوق ومنع الغش والتدليس والمحافظة على العدالة والشفافية لترسيخ الأمان في التعامل مع السوق المالية ، كما يشترط أن تتوفر مكاتب متخصصة في الإدارة الحديثة لمحافظ الأوراق المالية وضرورة الانفتاح على الأسواق المالية الدولية ومواكبة المخرجات الحديثة لتلك الأسواق المالية الدولية وحسن الاستخدام والاستفادة من تقنية الاتصالات الحديثة في ظل الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي والقانوني والمالي والمصرفي والضريبي ووفرة المدخرات الفردية والجماعية ووجود جهاز متكامل من المصرف المركزي والمصارف والمؤسسات النقدية التي تستخدم فنية متقدمة وحديثة فضلاً عن الإدارة الفنية المتخصصة.

ويتوقف نجاح أداء السوق المالية في أي اقتصاد على درجة النضج المالي الذي يتمتع به البلد الذي توجد به السوق وتوفر المؤسسات الاستشارية وخبرات التحليل المالي الأساسي والفني والوعي العام للمستثمر والمدخر والمقترض والشفافية في العمل المؤسساتي أي تطبيق الحكومة والقوانين الأخرى في إطارها.

وفي الوقت ذاته يعتبر من أحد الدعائم الأساسية لعملية الارتقاء بالنضج الاقتصادي وجود أسواق مالية متطورة وقادرة على التوزيع الكفء للموارد الاقتصادية و دعم عملية التطور الاقتصادي .

كما أن أسواق الأوراق المالية لا تنشأ لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصور قرارات من السلطة المختصة، ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية منها:

أ- تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من أفراد والهيئات

- القائمة بالنشاط الاقتصادي وتأتي أهمية هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة توزيعها بحيث تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها حائز للثروة.^(١٧)
- ب- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها من المدخرات الوطنية والمدخرات الأجنبية المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
- ج- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.
- د- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات (كقوانين الناظمة لهيئة الأوراق والأسواق المالية وقوانين الاستثمار والقوانين المتعلقة بالجهاز المصرفي) يساعد كثيراً في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية وتوفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.
- هـ- وجود المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى. فلا شك في أن هذه المؤسسات تلعب دوراً هاماً في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.
- و- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة (الأسهم العادية - أسهم جديدة - أسهم حقوق الأولوية - السندات أو الصكوك الإسلامية) بما يضمن للسوق فعالية أكبر تتيح الفرص أمام كافة المتعاملين. فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أياً كانت مقدراتهم المالية.
- ز- ربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال بحيث تسمح بحدود معينة لرأس المال غير الوطني بالدخول إلى السوق^(١٨).

^(١٧) مصطفى رشيد شبيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبورصات، مرجع سابق، ص ٤٥٥.

^(١٨) البنك المركزي المصري، دراسة عن تطوير أسواق المال العربية مؤتمر: آفاق الاستثمار في الوطن العربي، القاهرة، ٢/٢٩ - ٣/٣، ١٩٩٨.

رابعاً- كفاءة سوق الأوراق المالية :

لكي يقوم سوق رأس المال بتوجيه المدخرات نحو أفضل الاستثمارات لابد أن تكون هذه السوق على مستوى عال من الكفاءة^(١٩).

ويعد مؤشر أعلى كفاءة السوق (بالنسبة لمجموعة من المعلومات) إذا اتضح استحالة تحقيق إرباح غير عادية - في المتوسط - باستخدام هذه المجموعة من المعلومات عند اتخاذ قرار البيع والشراء^(٢٠). ويمكن تصنيف كفاءة سوق الأوراق المالية على النحو التالي^(٢١):

أ- **كفاءة تشغيلية:** وهي قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة ممكنة، بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية وتعبّر عن قيمتها الحقيقية:

لكي يحقق السوق الكفاءة التشغيلية لابد من توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي كل الأوقات وبأقل التكاليف الممكنة.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأسهم دون شروط وبكل سهولة ويسر.
- اتصاف المستثمرين بالرشد أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

أ- الكفاءة الاقتصادية والاستثمارية :

وهي قدرة السوق على تقديم المعلومات المالية بأقل تكلفة ممكنة للأفراد والمؤسسات الاستثمارية ، فيما يتصل بالأوراق المالية المتداولة في السوق ، والوضع المالي لجهات إصدارها

(١٩) محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٧، ص ١١١.

(٢٠) نفس المرجع السابق مباشرة، ص ١١٢.

(٢١) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات الأولية لأغراض التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية، الإسكندرية الدار الجامعية، ١٩٩٨، ص ٣٤-٣٥.

بما يمكن المستثمر من المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة وبما يحمي المستثمر من ضربات وهمية^(٢٢) وهي قدرة السوق على توزيع تمويل الاستثمارات طويلة الأجل مع ضمان عدم فقدان المدخرين لسيطرتهم على مدخراتهم^(٢٣).

١- متطلبات الكفاءة العالية للسوق:^(٢٤)

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية من هذه الخصائص توفر السيولة، استمرارية السعر، العمق، توفر المعلومات، وانخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث كل من هذه الخصائص على حدة فيما يلي:

أ- السيولة liquidity:

تعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر. والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة. فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق Marketability، وصار من المطلوب إعطاء خصومات و/أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة.

ت- استمرارية السعر Price Continuity:

تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، وتتميز السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة إلى أخرى بالسيولة.

ث- عمق السوق Market Depth:

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق.

^(٢٢) منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٧٧.

^(٢٣) محمد صالح الحناوي، جلال العبد، سوق دمشق للأوراق المالية الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية بالاسكندرية، ٢٠٠٢، ص ٢٧.

^(٢٤) محمد أيمن عزت الميداني، جمعية العلوم الاقتصادية، ندوة حول تطوير أسواق رأس المال في سورية ١٩ شباط-٢٠٠٢، ص ٢٣.

والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر بيع) والمشتريين (أوامر شراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب (حصل أي تغير بسيط في سعر الورقة المالية) دخل هؤلاء البائعين والمشتريين المحتملين إلى السوق فوراً للتداول، الأمر الذي يؤدي إلى لجم أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق.

فبالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى. ينتج عن ذلك أن المتعاملين (المتاجرين) بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل، فإن الفارق (أي الربح المطلوب) ما بين أسعار الطلب والعرض في الأسواق العميقة يكون ضيقاً، ولتأمين خاصية العمق في السوق، يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيدة، وسريعة، ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتمموا الصفقات.

ج- شمولية السوق Market Breadth:

تتميز الأسواق المالية بالشمولية (أو الواسعة) إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير. أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلاً، وكان حجم التداول الناتج صغيراً، فإن السوق تكون ضيقة.

وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً.

ح- حيوية السوق Market Resiliency: تتميز الأسواق المالية بالحيوية عندما يكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقاً ، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، كما يكون حجم التداول كبيراً.

ويعد وجود وسائل سريعة ورخيصة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق.

خ- كفاءة المعلومات (أو التسعير) Informational (Or Pricing) Efficiency:

يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن معا بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية. إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أية معلومات جديدة عن العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية.

د- انخفاض تكاليف (التداول) المبادلات Low Transaction Costs:

لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص الرأسمال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة. هذا يعني أن عمليات الوساطة يجب أن تكون متدنية (رخيصة)، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً (عمليات مقاصدة وتسديد ونقل ملكية سريعة).

إذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (أو التشغيلية). ففي سوق الأوراق المالية بنيويورك تحسنت كفاءة التعامل (التشغيل) في عام ١٩٧٥ عندما أصدرت هيئة الأوراق المالية والأسواق المالية Securities and Exchange Commission قانوناً يقضي بالسماح بتداول الأوراق المالية المدرجة فيها في بورصات أخرى وألغت العمل بنظام عمولات الوساطة الثابتة. فقد انخفضت عمولات الوساطة بحوالي ٢٥ بالمائة، وازداد عمق وشمولية وحيوية السوق بظهور المنافسة من صناع السوق في بورصات أخرى ينافسون المتخصصين Specialists العاملين في سوق الأوراق المالية بنيويورك. كذلك فإن وجود وسطاء الخصم Discount Brokers والتداول على الإنترنت (E@Trade مثلاً) بعمولات مخفضة جداً في أواخر التسعينات قد ساهما بشكل جوهري في زيادة الكفاءة التشغيلية لأسواق الرأسمال. بناءً على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية كلعبة عادلة (Fair Game) للمتعاملين بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي

الفصل الثاني: دراسة تحليلية عن سوق دمشق للأوراق المالية

يحققها باقي المتعاملين وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.



المبحث الثالث

ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريات الاقتصادية وعلاقتها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية

- أولاً - مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية.
- ثانياً - مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة.
- ثالثاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي.
- رابعاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي.
- خامساً- تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على اسعار أسهم سوق الأوراق المالية .



أولاً- جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية^(٢٥):

لم تتناول النظريات والآراء الاقتصادية موضوع سوق الأوراق المالية بصورة صريحة ومباشرة ولكن هناك بعض الجوانب للارتباط غير المباشر بين سوق الأوراق المالية وبعض النظريات .

وإذا ما تناولنا ارتباط الكلاسيك بسوق الأوراق المالية نجد أن التقليديون (الكلاسيك) حتى مارشال اعتبروا أن سوق المنافسة الكاملة والاحتكار هما الأدوات التحليلية التقليدية في دراسة السوق وذلك على أساس إنهما يمثلان نقيضين لنماذج السوق يمكن على أساسهما دراسة كيفية تكوين الأثمان. كما اعتبروا أن نظام المنافسة الكاملة هو النظام مثالي القادر على تحقيق المصالح الخاصة من جهة وإقامة التوازن الاجتماعي الاقتصادي من جهة أخرى.

وبناء عليه يعتبر سوق الأوراق المالية (وخاصة الاسواق المنظمة) أقرب الأسواق إلى تحقيق أسباب المنافسة الكاملة واستقامة قانون العرض والطلب وذلك على أساس توافر الشروط التالية:

١ - اتصال البائعين والمشتريين (أو من ينوب عنهم) ببعضهم:

تكفل سوق الأوراق المالية تقابل جميع عروض البيع المتوافرة في أية لحظة بجميع طلبات الشراء المتوافرة في تلك اللحظة، فتؤدي المساومة العلنية العامة إلى إحداث السعر الوحيد الذي يعبر عن الحكم الجماعي عندئذ، ويصبح هذا السعر دون سواه المقياس الصحيح السائد في كل مكان داخل وخارج سوق الأوراق المالية ويحقق سوق الأوراق المالية ميزة العرض والطلب من كونه مكان ثابت لا يجوز أن تجري المعاملات في سواه.

٢ - حرية المساومة في تحديد الثمن:

في سوق الأوراق المالية يعلن الطالب في الشراء على الملأ رغبته في شراء صك معين بسعر معين كما يعلن العارض انه على استعداد لبيعه عند سعر محدد ، فإذا تقابل السعران تمت الصفقة، أما إذا لم يتوافق السعران أرجئت الصفقة إلى أن يعدل كل عميل الثمن الذي حدده أو تنتهي الفرصة المناسبة لوجود طرف آخر يقبل بالتعاقد بالثمن الذي حدده العميل.

(٢٥) حميدة زهران، النظرية الاقتصادية، القاهرة، مكتبة عين شمس، ٢٠٠١، ص ٢٨٧.

أما إذا لم يكن الثمن محدداً من جانب العميل فإن السمسار الطالب يحدد الطلب بثمن أعلى والعارض بثمن أدنى على أن يجد مجيب فتعقد الصفقة.

٣- انتفاء التأمّر على تحديد أسعار البيع والشراء:

يتعذر عملياً وقوع التأمّر بين السماسرة، حيث أن كل سمسار يتلقى من عملائه أوامر البيع والشراء على حد سواء، كما يتعذر وقوع التأمّر بين العملاء على البيع بما لا يقل عن سعر معين أو الشراء بما لا يزيد عن سعر معين.

٤- توافر العلانية الكاملة:

تتوافر العلانية التامة في بورصات الأوراق المالية حيث أن العرض والطلب يتم الإعلان عنهما عن طريق النداء، كما يدونان على لوحات متخصصة لهذا الغرض متى أراد العارض أو الطالب ذلك كما أن الصفقات تعقد علناً ويدون سعرها على الفور في الجدول الرسمي.

٥- التعامل في وحدات متجانسة:

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية على كميات وفيرة من الصكوك موحدة النوع والرتبة بحيث يمكن إحلال أية وحدة منها محل الأخرى بلا فارق ولا تمييز، ويعتبر توحيد نوع الصكوك شرطاً لا غنى عنه في سبيل الوصول إلى وحدة السعر في أية لحظة كما أن وفرة كميات الصكوك المعدة للتعامل يعتبر شرطاً لازماً لنشاط الأخذ والعطاء بحيث يسهل تقابل العرض والطلب.

ثانياً- جوانب ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة:

أعطى كينز أهمية كبيرة لمستوى الأسعار في سوق الأوراق المالية كمحدد لمستوى الاستثمار، ويبدو كينز كان مقتنعاً بأن الأسعار في سوق الأوراق المالية يمكن أن يؤثر على مستوى الاستثمار، لأنها كما يبدو تعطينا حكماً وتقديراً قائماً على أساس الظروف حول العوائد المتوقعة على الأصول المنتجة التي تمتلكها المنشآت الآن. وحتى لو كان المستثمر الجديد لا يقبل تقديرات وأحكام السوق، فإنه يستطيع عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية منخفضة الحصول على الأصول المنتجة بواسطة شراء أصول جديدة، وأنه يستطيع عندما تكون الأسعار في سوق الأوراق المالية مرتفعة أن يقوم بالاستثمار مباشرة في الأصول العينية بدلاً من الشراء في أسواق الأوراق المالية.

وعلى هذا فإن الأسعار في سوق الأوراق المالية تؤثر في الاستثمار. ونظراً للتغيرات الكثيرة في سوق الأوراق المالية فقد اقترح كينز أن يكون شراء أي نوع من أنواع الاستثمار مسألة أبدية، ولكنه يعود ليقول أن هذا العمل لو تم فسوف يحول الاستثمارات القديمة إلى شكل جامد، وهذا يعوق الاستثمارات الجديدة إلى حد كبير. كما خلص كينز إلى أن تفضيل السيولة من أجل المضاربة يرتبط أساساً بعامل عدم التأكد وتوقع حدوث تغييراً في أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة.

- فعندما يسود توقع بأن أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات سوف ترتفع فإن الأفراد سيفضلون شراء هذه الأوراق فوراً وبسعرها الحالي مستخدمين ما في حوزتهم من نقدية سائلة، وذلك حتى يمكنهم بيع هذه الأوراق مستقبلاً بسعر مرتفع ويحققون أرباحاً وهو ما يعرف المضاربة على الصعود.
- أما الحالة العكسية، عندما يسود توقع بانخفاض أسعار الأوراق المالية وخصوصاً السندات فهذا يعني تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالسيولة وتصفية محافظهم المالية، بحيث يمكن استخدام هذه السيولة في المضاربة مستقبلاً وهو ما يسمى بحالة المضاربة على الهبوط.

وبناء على ما سبق فإن توقع ارتفاع أسعار الأوراق المالية يدفع الأفراد إلى تفضيل السيولة وذلك يتم من خلال توقعات أسعار الفائدة حيث أن انخفاضها يعني ارتفاع أسعار السندات وارتفاعها يعني انخفاض أسعار السندات.

ثالثاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي: (٢٦)

يتمثل دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي في ما يلي:

- تيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة، إن سوق الأوراق المالية توفر للمدخر مكاناً لاستثمار مدخراته، ومكاناً أيضاً لتسييلها عند الحاجة، كما أنه توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.
- بيع الحقوق وشرائها عن طريق سوق الأوراق المالية، حيث يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام سوق الأوراق المالية بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول.

(٢٦) المرجع السابق مباشرة، ص ٤٤.

- توفير مجموعه من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر رصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار.
- توفير قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- تعتبر سوق الأوراق المالية أداة إشباع للمستثمر الصغير الذي لا يستطيع أن ينشأ مشروعاً لقلته رأسماله وكذلك تعطي فرصة للمستثمر الكبير لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.
- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهناً لا يمكن تحويله إلى أصل سريعاً وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة مكانة المركز المالي للشركة و استقرار أسعارها في سوق الأوراق المالية .
- التأمين ضد تقلبات الأسعار، يستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع والزارع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحويط والتغطية فالمضارب مثلاً يشتري سلعة ليبيعها فيما بعد إذا ارتفع سعرها، فإنه يحتاط لنفسه فيبيع في الوقت نفسه، كمية مماثلة لما اشتراه، فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما سبق أن باعه فيعوض بالشراء ما سبق أن خسره.
- إيجاد مجال للمضاربة إن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناءً على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان، وهي لازمه لاستمرار العمل في سوق الأوراق المالية ولكن تخرج عن وظيفتها و تتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار.

رابعاً- دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي: (٢٧)

يكمّن دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي فيما يلي:

- إيجاد سوق مستثمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغيير لنوع الاستثمار ليناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.

(٢٧) أحمد عبد الرحمن، العولمة المظاهر والأسباب، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد ٢٦، ١٩٩٨، ص ٤٣.

➤ إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار و ظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايعة، حيث تتحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب ويتم نشرها، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

➤ تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، فسوق الأوراق المالية توجه مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تمثل التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها كما تمويل سوق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك.

➤ تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، منها المصارف وبيوت التمويل والشركات والمؤسسات الاستثمارية، والمساهمة في تنشيط أعمالها.

➤ الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكلا بعضيهما بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

➤ جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي

➤ إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث إن المؤسسات المالية من شركات ومصارف ونحوها تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة، ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة ، فتبقى عندها فوائض مالية ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفة، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة، في الوقت الذي يرون فيه تحويلها إلى نقد سائل.

➤ التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

خامساً- تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار أسهم سوق الأوراق المالية: (٢٨)

تتأثر أسعار الأوراق المالية للمشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مدى سلامة المركز المالي والاقتصادي لهذه المشروعات بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية ، كما تتأثر بمستوى النشاط الاقتصادي في المجتمع وتؤثر فيه بدورها . وفيما يلي نتناول بعضاً من هذه المتغيرات:

١. السياسة المالية fiscal policy: (٢٩)

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي وإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة المالية وهو الضرائب على إذا لجأ واضعو السياسات إلى تخفيض معدلات الضرائب على دخول منشآت العمال والتوسع في منح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة حجم الإنتاج، فسوف تكون محصلة كل ذلك هو زيادة حجم الأرباح المحققة بواسطة منشآت الأعمال، مما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمها في السوق بالارتفاع، والعكس صحيح في حالة رفع معدلات الضريبة ، حيث سينعكس ذلك سلباً على أسعار المنشآت في السوق. وأيضاً إذا لجأت الحكومة إلى التمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة فان ذلك يؤدي إلى انخفاض حجم الأرباح الحقيقية المحققة بواسطة المنشآت نظراً لارتفاع معدل التضخم ، مما سينعكس سلباً على أسعار أسهمها(٣٠).

٢. السياسة النقدية monetary police

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.

وتؤكد عدد من الدراسات على وجود علاقة بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال(٣١).

فإذا أخذنا أحد متغيرات السياسة النقدية هو عرض النقود على سبيل المثال نجد أن زيادة عرض النقود سوف ينعكس على أسعار الفائدة في السوق بالانخفاض ، ومن شأن ذلك تشجيع الاستثمار وما

(٢٨) مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سابق، ص ٤٩٨.

(٢٩) منير الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٨٨.

(٣٠) علاء الدين محمود زهران، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، معهد التخطيط القومي، ٢٠٠٠، ص ٥١.

(٣١) منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٢٩١.

لذلك من تأثيرات على متغيرات كلية أخرى داخل الاقتصاد مثل رفع معدلات الناتج وانخفاض معدلات البطالة، ومن المؤكد إن يؤثر ذلك ايجابياً على دخول منشآت الأعمال وعلى مستويات الأرباح المحققة وهو ما سينعكس بالضرورة على أسعار أسهمهما بالارتفاع وفي الوقت نفسه يمكن أن يكون لزيادة عرض النقود أثاره السلبية على أسعار الأسهم، حيث من المتوقع أن يؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم ومن ثم ارتفاع معدل العائد المرغوب على الاستثمار من جانب المستثمر ، ومضمون ذلك هو انخفاض القيمة التي يدفعها المستثمر في الأسهم على سبيل المثال. وقد يدفع ذلك الوضع واضعي السياسات إلى تخفيض حجم المعروض من النقود. (٣٢)

٣. سعر الصرف exchange rate:

تعتبر قيمة العملة التي يدفعها المشتري لورقة مالية أو يتقاضاها عن بيعها أو عندما يحصل على عائدها ، ذات اثر هام على وضع السوق ويظهر ذلك بأكثر من صورة، فانخفاض قيمة العملة يتوقف على أثره طبيعة أصل المال، إذ يتحول جامعو الأصول المالية ذات الدخل الثابت والتي يتم دفع كوبوناتها بالعملة المنخفضة عنها، وعلى العكس يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى شراء الأوراق المالية التي تدر عائدا بعملة ذات قيمة مرتفعة في مقابل العملة الوطنية المنخفضة. وبالنسبة للسندات التي يتم تقييمها وهي سندات ذات عائد بالعملة الوطنية فسوف يزداد عائدها، وتمثل قيمة استردادها إغراء بالنسبة لمالكها. كذلك بالنسبة للأوراق المالية ذات العائد المتغير. وباختصار فإن معدل العائد المتوقع لأي أصل من الأصول المالية يتكون من ثلاثة أجزاء هي إيرادات العوائد، الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة ارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، وأخيراً الكسب أو الخسارة الرأسمالية المتوقعة نتيجة للتغيير في سعر الصرف، ويمكن حساب الكسب أو الخسارة الرأسمالية بالفرق بين القيمة الاسمية للصك والسعر المدفوع.

فإذا كان هناك فرصة فانه سيبيع قبل حلول تاريخ استحقاقه ، وبالتالي يمكن فقط تقدير الكسب أو الخسارة الرأسمالية التي سيتحملها. وبما انه لايعرف مقدما ما سيكون عليه سعر الصرف خلال فترة الاحتفاظ بالأصل فانه يمكن التخمين فقط عند ذلك(٣٣).

(٣٢) علاء الدين محمود زهران، الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص٦٤.
(٣٣) مصطفى رشيد شبيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سبق ذكره، ص٥١٤-٥١٥.

٤. التضخم inflation :

لايعني التضخم في حقيقته انخفاضاً في القوة الشرائية للنقود ولو أن هذا يتحقق فعلاً ، بمقدار ما يعني انخفاض في القدرة الشرائية لحائزي النقود بدرجات متفاوتة. فليست القوة الشرائية للنقود في حد ذاتها المتغير الهام الذي يتأثر بالتضخم وإنما بالقدرة الشرائية للأشخاص (الوحدات) الاقتصادية حائزة النقود وهي التي تتأثر حقيقة وفعلاً بالتضخم^(٣٤).

ويمكن القول بأن زيادة الأسعار عموماً (التضخم) غير ملائمة لارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية ، بمعنى أن قيم الأوراق المالية لايمكن اعتبارها في جميع الحالات قيم حمانية أو هروبية آمنة من الآثار التضخمية.

وقد يبدو للوهلة الأولى أن الأسهم باعتبارها أصولاً حقيقية يتم تقويمها بالنقود الجارية لابد وأن تستفيد من ارتفاع الأسعار وهو ما يحميها ضد أخطار الاستهلاك والتناقص في القيمة، وهي ميزة نظرية للأسهم بالمقارنة بالسندات ذات العائد الثابت^(٣٥).

فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تؤثر عكسياً على أسعار الأسهم وذلك لما قد يثار من مخاوف حول إمكانيات مزيد من الارتفاع لذلك المعدل وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، ومن جانب آخر قد يزيد حجم الوعاء الضريبي على أرباح صورية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المنشآت وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية.

٥- سعر الفائدة (interest rate):

لما كانت الأوراق المالية تمثل أصولاً مالية، فمن الطبيعي في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في نفس اللحظة والذي هو ثمن النقود.

وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما أدى ذلك إلى انهيار سوق الأوراق المالية وذلك لاعتبارها عنصر هام في نفقة المشروعات من ناحية ومن ناحية أيضاً له أثر هام على المنافسة بين الأنواع الأخرى للتوظيفات التي يمكن أن يتجه إليها المستثمر، حيث يقوم المدخرون الراغبون في توظيف أموالهم بالمقارنة بين العديد من أشكال التوظيفات ذات العائد المنخفض والثابت المعروف مقدماً دون تحمل أية مخاطر وبين تحمل مخاطر والحصول على عوائد

(٣٤) مصطفى رشيد شبيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي - الإسكندرية، دار المعرفة الجامعية، ١٩٨٨، ص ٤٣٣.

(٣٥) مصطفى رشيد شبيحة، زينب عوض الله مرجع سبق ذكره، ص ٥٠٣-٥٠٦.

مرتفعة ومتغيرة.

وأياً كان الأمر، فإن أي إصلاح جوهري يرتبط بتوفير عائد موجب على تلك المدخرات التي يتم توظيفها وهذا التنافس الحديث في سوق الأوراق المالية أصبح موضوعاً جوهرياً وأساسياً، فردود أفعال السوق تتبع بحذر تطور أسعار الفائدة، غير انه في هذا المجال فإن انخفاض أسعار الفائدة يعتبر عاملاً هاماً في نفس الوقت للأسهم والسندات وان كان هذا الأثر آلياً بالنسبة للسندات وأيضاً يمكن حسابه، إما بالنسبة للأسهم فالأثر يكون نفسياً ويتوقف على آراء حامليها وعلى آراء حامليها وعلى مستوى الأسعار السائد في سوق الأوراق المالية (٣٦).

٦- النمو الاقتصادي ECONOMIC GROWTH:

لاشك أن سوق الأوراق المالية يشكل إحدى الدعائم المهمة للنمو في اقتصادات الأسواق الناضجة، غير أن العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية في الدول النامية مازالت موضع تباين في الآراء، فأهم ماتعانيه الدول النامية هو انخفاض مستويات الدخل الحقيقي ومن ثم انخفاض نصيب الفرد من هذا الدخل، وهو الأمر الذي يؤدي إلى ضعف تكوينات رؤوس الأموال اللازمة لعملية التنمية، وان التفكير في الحصول على موارد طويلة الأجل واللازمة لعملية التنمية الاقتصادية، يمكن أن يتحقق من خلال مصدرين رئيسين، مصادر التمويل الداخلي ومصادر التمويل الخارجي. ويلعب المصدران دوراً مهماً وحيوياً في تكوين بنیان سوق الأوراق المالية الذي يقوم بدوره بتوفير عملية تمويل المشاريع الاستثمارية..

وتؤكد الدراسات الاقتصادية أن العلاقة بين أسواق المال والنمو الاقتصادي تبادلية تربط الاتجاهين من خلال أدوات عديدة كالسياسة المالية والسياسة النقدية ومعدل التضخم ومعدل أسعار الفائدة وسعر الصرف والنتائج المحلي الإجمالي وغيرها.

كما تؤثر أسواق المال و تتأثر بالنمو الاقتصادي لذلك فإن الاهتمام بها وبالأسس التي تقوم عليها يعتبر خطوة صحيحة في طريق التنمية المستدامة.

وتؤكد نتائج معظم الدراسات التطبيقية أن النمو المالي يقود النمو الاقتصادي وما يعزز هذا الرأي انه في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية وبصفة خاصة في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات فانه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي وهذا ما يحدث في الدول النامية.

(٣٦) مصطفى رشيد شبيحة، زينب عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، مرجع سبق ذكره، ص ص ٥١٠-٥١٣.

إلا أن هذا الرأي لا ينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة إذ إن مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة فإن الطلب التابع يأخذ في الظهور.

وفي هذه الحالة فإن أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية مستمرة وتابعة لعملية النمو الاقتصادي. من جانب آخر توءد بعض الدراسات على أن الاقتصاديين قد يبالغون في التركيز على دور القطاع المالي وسوق رأس المال في دفع عملية النمو الاقتصادي.

وتتم الاستعانة بدراسة بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لاختبار فرضيتها مثل الناتج المحلي والتضخم وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي تساعد أسواق المال في الدول النامية في عودة رؤوس الأموال الوطنية المغتربة إلى الاستثمار المحلي وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق التنمية المتواصلة فأسواق المال تتيح فرصاً تجارية لا يمكن تجاهلها وهذه الفرص حققت إنجازات عظيمة في نمو اقتصاديات بعض الدول.

لقد أثبتت الدراسات المقارنة والوقائع ثمة علاقة ايجابية بين نجاح سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو في العديد من الدول النامية ومن أهم المؤشرات التي دلت على صحة ذلك مايلي^(٣٧):

أ- ارتفاع نسبة رأس مال السوق مع بقاء العوامل الأخرى على حالها- يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ب- تحسن نسبة التداول ومعدل الدوران (المعبر عنها بدرجة سيولة السوق) يؤدي إلى تحسن معدل النمو الاقتصادي.

من جهة أخرى يلاحظ أن الدول النامية التي لديها أجهزة مصرفية متطورة ولدى أسواقها المالية جديدة ، قد حققت نمواً اقتصادياً أسرع مع الاخذ بالحسبان الاختلاف النسبي في نوعية الخدمات المالية التي تقدمها أسواق الأوراق المالية لتعزيز السيولة ومقايسة الخطر عن الخدمات التي تقدمها البنوك التي تتركز على إقامة علاقات طويلة الأجل مع الشركات.

تؤثر أسواق الأوراق المالية على معدل النمو الاقتصادي من خلال التأثير على قرارات التمويل في الشركات، فالأسواق الناجحة تؤدي إلى تشجيع التمويل بالأسهم بدلاً من الديون، ومن ثم تنخفض الديون منسوبة إلى حقوق الملكية مع بقاء العوامل الأخرى على حالها مع الإشارة إلى أن قوة ومصداقية سوق الأوراق المالية تتعلق بقوة وربحية الشركات المرتبطة بها ، كما إن تطوير وتنمية

(37) FU -SHENG "ESSAYS ON FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMICS GROWTH " VIRGINIA POLYTECHNIC INSTITUTE ,OP -CIT ,P.110.

سوق الأوراق المالية من شأنه أن يحسن مستوى المعلومات والرقابة على الشركات لتحسين أدائها ما يزيد من رغبة الدائنين في إقراض الشركات.

وبالتالي أن سوق الأوراق المالية تؤثر على الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري وخاصة في حالات زيادة قيمة ثروة المستثمرين نتيجة لارتفاع القيم السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الاسمية حيث ينفق قسم من هذه الزيادة على الاستهلاك والاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي ومن ثم زيادة الطلب الكلي ومن ثم زيادة الدخل ورفع معدل النمو الاقتصادي، علماً أن معدل الحد الأدنى للربحية يجب أن يكون أعلى من معدل التضخم.

وهنا لابد من الإشارة إلى أن بعضاً من النقاد ينظرون سلباً إلى أسواق الأوراق المالية لأسباب عدة في رأيهم وهي أن التمويل عن طريق إصدار الأسهم من عدد من الدول النامية يشكل نسبة محدودة من استثمار الشركات في هذه الدول على حين يمول القسم الأكبر من هذه الاستثمارات من القروض المصرفية أو من الأرباح المحتجزة في تلك الشركات.

ويرون أيضاً أن أسواق الأوراق المالية تساهم عادة في حدوث التقلبات الاقتصادية وخاصة مع زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وما يحدثه من تغيرات سعرية، وتقلبات في أسعار الصرف وعدم استقرار على مستوى الاقتصاد، ما ينعكس سلباً على معدل النمو الاقتصادي.

أما الرؤية الأخرى الإيجابية فإنها تشير إلى أن أسواق الأوراق المالية تساهم بشكل فعال في تحقيق زيادة في معدل النمو الاقتصادي، كما أن أسواق الأوراق المالية تعتبر وسيلة مهمة لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات وتشكل عاملاً إيجابياً وفعالاً خاصة في مرحلة التحول نحو اقتصاد السوق في الدول النامية حيث تعطى للقطاع الخاص مساحات أوسع في النشاط الاقتصادي^(٣٨).

إن أسواق الأوراق المالية تساهم في توفير السيولة التي تحتاجها الاستثمارات المربحة التي تتطلب رؤوس أموال طويلة الأجل وتجعل مخاطر الاستثمار أقل، وجاذبيتها أكثر، ناهيك عن سهولة بيع هذه الأوراق بسهولة إذا احتاج مالكوها لاسترداد مدخراتهم.

(٣٨) سميرة المسالمة: دور سوق دمشق للأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في سورية، جريدة الاقتصادية، العدد ٣٤٥، ٢٠٠٨.



المبحث الرابع

دور مؤسسات سوق الأوراق المالية في توظيف المدخرات واستثمارها في سوق الأوراق المالية

أولاً- الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية
ثانياً- الادخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية وأهميته في الاقتصاد القومي
ثالثاً- الاستثمار وأثره في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية



أولاً- الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية وأثرها على سوق الأوراق المالية :

أ- الأجهزة المصرفية وسوق الأوراق المالية^(٣٩):

للأجهزة المصرفية (المصرف المركزي - المصارف التجارية والمتخصصة والمؤسسات المالية الأخرى) أهمية قصوى في إيجاد سوق أوراق مالية نشطة وفاعلة، فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمرين والمدخرين، من خلال تعبئة الموارد المالية، من نقود وأدوات استثمارية وتحويلها من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز.

كما تعمل على تقديم خدمات التداول للأوراق المالية، وتسعى لتشجيع العملاء على الدخول الاستثمار في الأوراق المالية وتقديم اسهاماتها عبر الاتجار بالأوراق المالية وشراء اصدارات الأوراق المالية وبيعها للجمهور أو القيام بخدمات التعامل مثل: الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يسلمها المصرف للعملاء، وخدمتها من حيث تحصيل الأرباح والفوائد أو تنفيذ طلبات الاكتتاب في أسهم الشركات، بالإضافة إلى تنفيذ أوامر الشراء والبيع للأوراق المالية مع منح التسهيلات الائتمانية بضمانة الأوراق المالية أو لتمويل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية^(٤٠).

وتعتبر المصارف الحاضنة لسوق المال، لذا فإن الدول التي تملك أسواق مال نشطة هي من تملك بالضرورة بنية تحتية مصرفية متطورة والعكس صحيح ولتحقيق هذا الهدف تم السماح للمصارف الخاصة لتعمل في السوق السورية إضافة للمصارف الإسلامية لتعبئة كامل المدخرات وبالتالي تهيئة البدائل المتاحة لجذب جميع الاستثمارات.

وباعتبار أن المصارف تعمل تحت إشراف ومراقبة البنك المركزي في مختلف بلدان العالم سيتم بحث دور كل من البنك المركزي والمصارف على الأسواق المالية مع الأخذ بالاعتبار بعض المؤسسات ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية كبنوك الاستثمار وشركات التأمين.

١- البنك المركزي:

يمكن تحديد أهمية البنك المركزي في علاقته مع سوق الأوراق المالية من خلال الأبعاد الرئيسية التالية:

● إدارة عملية إصدار الأوراق المالية الحكومية:

^(٣٩) واقع وآفاق تطوير الجهاز المصرفي في سورية من وجهة نظر مصرفية، أبحاث طلاب سنة أولى ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٧.

^(٤٠) عبد الحميد، عبد المطلب: البنوك الشاملة وإدارتها وعملياتها، الدار الجامعية، ٢٠٠٠، ص ١٧٤.

يعتبر المصرف المركزي المدير الفعلي لعملية إصدار الأوراق المالية الحكومية وهو المعني بتنشيط سوق السندات باعتبارها أصل مالي قابل للتداول عن طريق البيع والطرح والتعامل مع المصارف ويساهم في إنشاء سوق الأوراق المالية من خلال بيع لأذونات الخزنة وبعض السندات الحكومية وشهادات الإيداع على جمهور المستثمرين من أفراد ومؤسسات مالية وغير مالية.

● التحكم في أسعار الفائدة :

يشكل سعر الفائدة العامل الاستراتيجي الذي ينشط حركة انتقال رؤوس الأموال بين السوق النقدية وسوق رأس المال حين ترغب البنوك المركزية بتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية تقوم باتباع سياسة النقود الرخيصة مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، وبالتالي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة النقود الغالية أو ما تسمى بالسياسة الشحيحة، فإن أسعار الفائدة سوف تتجه نحو الصعود، بينما تتجه أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض. مما يؤدي إلى تحفيز المؤسسات المالية للاقراض بغرض الاستثمار المنتج في المجالات الاقتصادية.

● القيام بعمليات السوق المفتوحة:

يقصد بعمليات السوق المفتوحة أن يقوم البنك المركزي ببيع الأوراق المالية في السوق المالية إذا ما رغب في امتصاص السيولة الزائدة من السوق لمكافحة التضخم والتأثير على أسعار الفائدة بالارتفاع من ناحية، أو شراء الأوراق المالية من السوق إذا ما رغب في زيادة النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى^(٤١).

وتتطوي عمليات السوق المفتوحة غالباً على مبيعات مباشرة للأوراق المالية، أو اتفاقيات إعادة الشراء، أو اتفاقيات معكوس إعادة الشراء.

● اتفاقيات إعادة الشراء:

(٤١) خالد عبدو الزامل: دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، ص ١٤، ٢٠٠٥.

تعني بيع أصل مالية من قبل المصرف المركزي (عادة أوراق حكومية) بموجب عقد ينص على إعادة شراء هذا الأصل بسعر محدد بتاريخ لاحق. تمثل هذه الاتفاقيات أحد الأساليب الاقتراض التي يلجأ إليها المصرف وتستخدم هذه الأداة بهدف ضخ السيولة إلى الجهاز المصرفي وعادة ما تتم باستخدام الأوراق المالية الحكومية المحلية.

• اتفاقيات معكوس إعادة الشراء:

وتعني شراء أصل من قبل المصرف المركزي بموجب عقد ينص على إعادة بيعه سعر محدد في تاريخ لاحق، وتعتبر عمليات إعادة الشراء في الأوراق المالية الحكومية الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية وهذه العمليات تتدخل في تنشيط تداول الأوراق المالية الموجودة في السوق الثانوية، لكن بدرجة أقل مقارنة بالأعمال الفورية، لأنها توفر أساساً تموالياً مؤقتاً للنقص أو الزيادة في السيولة^(٤٢).

وتتوقف قدرة المصرف المركزي على إتباع سياسة السوق المفتوحة على عدة اعتبارات أهمها مايلي^(٤٣):

• جدية المصرف المركزي:

تتوقف جدية تأثير المصرف المركزي في السوق المالية على مقدار ما يمتلكه من أوراق مالية للقيام بعمليات البيع أو مافي حوزته من أوراق نقدية للقيام بعمليات الشراء. وبذلك أي نقص فيما يمتلكه المصرف المركزي من الحد اللازم للسيطرة على سوق الأوراق المالية لتنفيذ خطته في توجيه الاقتصاد القومي سيقول من أهمية سياسة السوق المفتوحة. وهذا ما يحدث في الكثير من الدول النامية حيث تكاد تنعدم مقدرة المصرف المركزي للقيام بعمليات السوق المفتوحة لنقص من أوراق مالية وأوراق نقدية كافية لممارسة هذه العملية.

• استعداد المصرف المركزي لتقبل الخسائر:

(٤٢) زيدان، منذر: الأجهزة المصرفية ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٩، ص ٨٦-٨٨.

(٤٣) محي الدين الغربي: اقتصاديات النقود والبنوك، جامعة القاهرة، ١٩٨٢.

من الملاحظ أن المصرف المركزي قد يتعرض للخسائر عند قيامه بعملية طبع الأوراق النقدية بأسعار منخفضة حتى يستطيع التأثير في السوق، وفي كثير من الأحيان لا يستطيع المصرف المركزي التمادي في مواجهة بعض الاحتكارات في السوق وخفض الأسعار لتحقيق السياسة المطلوبة، مما يضطر الحكومة إلى التدخل بوسائل أخرى مكملية لسياسة السوق المفتوحة. ويؤثر مدى تطور وكفاءة المصرف المركزي على تفادي وتخطي انتشار الأزمات والمخاطر التي قد تعترض الأسواق المالية من خلال قدرته على في توقع هذه المخاطر وبالتالي يعمل على تحليلها واتخاذ الخطوات المناسبة للحماية^(٤٤).

٢- المصارف التجارية:

تعتبر المصارف من المؤسسات المالية الهامة في الاقتصاد الوطني نظراً لأنها تقوم بتجميع المدخرات الوطنية وتوفير القروض لمن يرغب بها وللقطاعات التي تحتاج إليها وهي بذلك تقوم بدور الوساطة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات الاقتصادية ذات العجز أي التوسط بين المدخرين والمقترضين^(٤٥).

تقدم المصارف التجارية للزبائن والمتعاملين في سوق المال الخدمات التالية:

١. القيام بدور السوق الأولي للأوراق التجارية قصيرة الأجل وذلك من خلال خصم الورقة للمرة الأولى لتأخذ طريقها إلى البيع والشراء في السوق الثانوي.
٢. القيام بدور السوق الأولي عند تسويق الأسهم للشركات المساهمة المبتدئة حيث تقوم بدور المروج والبائع لهذه الأسهم مقابل عمولة محددة.
٣. تقديم المعلومات المالية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وخاصة المدخرين حيث يحصل هؤلاء على تطورات حركة الأسهم والسندات من المصارف التجارية دون تكلفة بعكس بيوت السمسة والاستشارات التي تقدم المعلومات مقابل مبالغ وعمولات محددة.

٤. تقوم المصارف باستثمار أموال العملاء في أسواق الأوراق المالية: عن طريق توظيف أموال العملاء وإدارتها لحساب العميل وذلك بشراء أو بيع الأوراق المالية حيث يعهد العميل ويخول

(44) Donald L.Kohn,financial markets. financial fragility, and central banking at a symposium sponsored by the federal reserve bank 1 of kanas city,Jackson hole ,Wyoming august 27,2005

(٤٥) أحمد زهير شامية: اقتصاديات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، جامعة حلب، ٢٠٠٠، ص ٢٥٣-٢٥٦.

المصرف القيام بهذه المهمة وتخصص المصارف جهازاً خاصاً لإدارة عمليات الاستثمار الناشئة بينه وبين العميل، كما يمكن ان تقوم بدور شركات الوساطة المالية وتقديم كافة أعمال الوساطة المالية والمشورة الفنية في إدارة حافظ الأوراق المالية وتنفيذ أوامر بيع والشراء في الأسواق المالية.

٥. تلعب المصارف دوراً هاماً بالتأثير على أسعار الأسهم بسبب الثقل الكبير للقيمة السوقية ولحجم التداول لأسهم المصارف في أغلب الأسواق العالمية مقارنة بالقيمة السوقية والتداول الكلي في هذه الأسواق بالإضافة إلى أن المصارف تتبنى مجموعة خدمات ومنتجات مرتبطة مباشرة بالخدمات والمنتجات التي تقدمها أسواق الأسهم ككل.

٦. يقرر مدى النشاط والرواج الذي تشهده أسهم المصارف مدى الرواج والنشاط الذي تشهده أسواق الأسهم وأحد أسباب هذه الظاهرة الحجم الكبير لرؤوس أموال المصارف مقارنة برؤوس أموال الشركات الأخرى حيث أن طبيعة أنشطة المصارف تستدعي أن تكون رؤوس أموالها المصدرة كبيرة نسبياً ويترتب على كون القيمة السوقية لأسهم المصارف دوراً رئيسياً في تحديد مسارات مؤشر أسعار السوق.

٧. تلعب المصارف دوراً هاماً بتطوير الوعي الاستثماري لدى جمهور المتداولين عبر إصدار النشرات والدوريات وتنظيم الملتقيات التي تركز على تطوير وعي المتداولين بالاستثمار في الأسهم وغيرها من الأدوات المالية.

٨. تقوم المصارف بتطوير وتنشيط التداول بالأسواق المالية عبر تقديم القروض للوسطاء والمتعاملين في هذه الأسواق وتقوم بتقديم قروض بضمانة الأوراق المالية وتحتفظ بالأوراق المالية المأخوذة كضمانة أو قد يقدم المصرف تمويلاً لشراء أسهم.

ب- المؤسسات المالية ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية :

١ - بنك الاستثمار:

هو مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية وتقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والمضاربين والشركات في الإصدار الأولي كما تقدم التمويل للمستثمرين الذين يرغبون بالمضاربة وتحقيق الأرباح إضافة إلى الأعمال الأخرى في السوق^(٤٦). ويقوم بنك الاستثمار بالمهام التالية:

- تقديم النصح والمشورة للشركات المساهمة بشأن حجم الإصدار وتوقيعه والوسائل الأخرى الأكثر ملاءمة بحيث يمكن للشركة إعادة النظر بقرارها في زيادة الإصدار أو تخفيضه أو الانتقال لأشكال أخرى.
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة المالية والقيام بكافة إجراءات الرعاية والتسويق والاتصال بالجهات صاحبة العلاقة بالإصدار.
- بيع الأوراق التي أصدرتها الشركات إما مقابل عمولة أو حسب الاتفاق لأنه قد يشتري كافة الأوراق ويبيعها مقابل الحصول على الأرباح.

٢- مؤسسات ترويج الاكتتاب:

- هي مؤسسات مالية تعنى بالأسواق المالية وتداول الأوراق المالية من الإصدار الأولي وحتى التداول في سوق الأوراق المالية وتقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية للعملاء والوساطة في التداول وتقديم الخبرات والمشورة للآخرين^(٤٧).
- ومؤسسات ترويج الاكتتاب تعتبر ضرورية لأنها تسعى لتحقيق الأهداف التالية:
- تسهيل عمليات الإصدار وتسويق الأسهم للشركات الجديدة أو الشركات القائمة بحيث تحصل على التمويل اللازم وبأقصر فترة زمنية.
 - تقديم النصح والمشورة للشركات حول الشكل الملائم للتمويل وحول سهولة بيع تلك الأوراق وما يرافق البيع من صعوبات.
 - تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها مباشرة في القطاعات الإنتاجية أو الخدمية.
 - تقديم المعلومات والدراسات العلمية عن أحوال السوق للأجهزة الحكومية والسلطات المسؤولة عن سوق الأوراق المالية بحيث يمكن تجنب الأزمات.

^(٤٦) منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ٨٤.

^(٤٧) علي كنعان: الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٧٤.

٣- صناديق الاستثمار^(٤٨):

وهي شركات مالية متخصصة في إدارة وتكوين تشكيلات الاستثمار المناسبة لعدد من المستثمرين تهدف إلى تجميع الأموال من عدد كبير من المستثمرين وإدارتها وفقاً لاستراتيجية يضعها مدير الاستثمار بالصندوق لتحقيق أرباح توزع على المستثمرين في وثائق الصندوق. وهي شكل من أشكال شركات الاستثمار التي ظهرت في أوروبا وأمريكا تهدف لتجميع أموال صغار المدخرين الأفراد للحصول على رأس مال كاف لتوظيفه بشكل اقتصادي في الأسواق المالية.

وقد ظهر في أوروبا نوعان من شركات الاستثمار: شركات الاستثمار المغلقة Closed end investment co. وشركات الاستثمار المفتوحة Open end investment co. ويقوم صندوق الاستثمار بالأعمال التالية:

➤ تجميع المدخرات الصغيرة التي يمتلكها صغار المدخرين في شكل استثمار مشترك لتشكل قوة مالية قادرة على المضاربة في الأسواق المالية.

➤ تشكيل رأس مال كاف للدخول إلى الأسواق المالية حيث يتطلب تأسيس أي شركة لرأس مال كبير وبالتالي يساهم تجميع هذه المدخرات في تشكيل رأس مال يساعد الصندوق على ممارسة نشاط المضاربة في سوق المال.

➤ تشكيل محافظ استثمارية متنوعة من الأسهم والسندات والأوراق المالية تستطيع أن تدر للشركة الأرباح وتجنبها مخاطر الإفلاس.

➤ يتم تشكيل إدارة للصندوق من الأعضاء المشاركين أو يعهد للخبراء والاختصاصيين بإدارة الصندوق مقابل عمولة محددة وعادة ما يكون عدد أعضاء مجلس إدارة الصندوق من الأعضاء المشاركين وحوالي ٤٠٪ من خارج الصندوق وذلك لدعم نشاطات الصندوق وإنجاحه.

٤- شركات التأمين:

يلعب التأمين دوراً هاماً في الاقتصاد الوطني نظراً للتعويض الذي يحصل عليه صاحب المنشأة التي تعرضت للخطر وبالتالي تعاود نشاطها مباشرة، وإذا ما أخذنا ذلك في عدة قطاعات وفروع نلاحظ

(٤٨) خلف فليح: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب، الأردن، ص ١٤٥.

بأن التأمين يجنب المنشآت المخاطر المحتملة ويدفعها للاستمرار في العمل والانتهاج وتشغيل العمالة وإنتاج السلع. ويتضح من خلال أنشطة التأمين وتوفر الفوائض الكبيرة بأن شركات التأمين تحقق الفوائد التالية:

➤ تشجع الاستثمار في الأسواق المالية وتنشيط المضاربة حيث ستزداد الأموال المخصصة للمضاربة عندما توجه شركات التأمين أموالها لهذا المجال.

➤ تحسين دخول شركات التأمين وزيادة قدرتها على تعويض الأضرار الكبيرة.

➤ دعم القطاعات الإنتاجية عن طريق شراء الأصول المالية وتشجيعها بشكل مستمر للتوسع وتحسين ظروف إنتاجها الأمر الذي ينعكس إيجاباً على قطاعات الاقتصاد الوطني^(٤٩).

ثانياً- الإدخار وعلاقته بسوق الأوراق المالية وأهميته في الاقتصاد القومي:

تتصف علاقة الادخار بسوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة من الأهمية، حيث ترتبط هذه السوق – لكونها آلية من آليات تجميع المدخرات وتنميتها داخل الاقتصاد القومي – بجميع الظواهر المثارة في إطار علاقة الاستثمار بالادخار، بالإضافة إلى ذلك فإنه كلما ساعدت سوق الأوراق المالية على تحقيق أهداف المدخرين والمستثمرين، كلما مكنها ذلك من تحقيق هدفها الرئيسي المتمثل في تعبئة المدخرات وتنميتها.

١- الادخار وأهميته للاقتصاد القومي:

يعتبر معدل الادخار حجر الزاوية لأية خطة تنموية، فكلما كان هذا المعدل مرتفعاً، كلما أمكن تحقيق معدل النمو المستهدف، والعكس صحيح. ولذلك فإن قضية تنمية الادخار تعد من أهم قضايا النمو والتنمية التي يجب أن تنال قدراً كبيراً من الأهمية والدراسة.

فإذا ما عرفنا الادخار (saving) فهو ذلك الجزء من الدخل (الناتج) الجاري الذي لم يستخدم في الاستهلاك الجاري خلال فترة ما، وإنما توجيهه لبناء الطاقات الإنتاجية التي تعمل على زيادة هذا الدخل أو تحافظ على مستواه المحقق فعلاً. وهناك من يعرف الادخار على أنه ناتج عن النشاط الاقتصادي الذي لاستهلاك بل يوجه بطريقة تجعل له في المستقبل قدرة أكبر على إشباع الحاجات^(٥٠).

ويسري التعريف السابق على المستويين الفردي والمجتمعي:

- بالنسبة للأفراد:

(٤٩) علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٨٠.

(٥٠) محمد عبد الغفار، مشكلة الادخار: الأبعاد- الأسباب طرق العلاج، القاهرة، مكتبة زهراء الشرق، ١٩٩٠، ص ١.

اغلب الافراد لا ينفقون كل دخولهم الجارية على الاستهلاك الجاري من السلع والخدمات، وإنما يجنون جزءاً منه ليودعوه في البنوك أو صناديق توفير البريد، أو ليشتروا سندات أو أسهم أو ليسددوا التزاماتهم ومن ثم يتمثل الادخار في الفرق بين دخلهم المتاح الجاري وإنفاقهم الجاري على السلع والخدمات خلال نفس الفترة.

- بالنسبة للمجتمع:

يلاحظ أن ناتج الاقتصاد القومي خلال سنة معينة لا ينفق كلية في اغلب الأحوال على أغراض استهلاكية جارية بل يقتطع منه ليكون الادخار القومي و عند هذا المستوى يكون الادخار القومي بمثابة تيار أو تدفق مرتبط بالمستوى الكلي للاقتصاد.

ويلاحظ أن الادخار ينتهي إلى شكل من أشكال الاستثمار العيني، ومن هنا تتضح العلاقة الوثيقة بين الادخار العيني والتكوين الرأسمالي. فالادخار في حد ذاته لا يدر دخلاً بمجرد تكوينه، وإنما يجب لكي ينتج دخلاً أن يتحول إلى رأسماء عيني منتج أي لا بد له أن يستثمر استثمار منتجاً^(٥١).

وقد يكون الادخار اختياريًا، بأن يقوم أحد أطراف النشاط الاقتصادي بتجنيب جزء من دخله طوعية وإرادته ودون إجبار أو تعسف من قبل الحكومة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، كما يكون الادخار إجباريًا عن طريق إجبار الأفراد على ادخار جزء من الدخل بصورة إلزامية بوسائل مباشرة (الضرائب) أو غير مباشرة (إحداث درجة معينة من التضخم) عن طريق الحكومة، وبحيث تنتقي إرادة النشاط الاقتصادي.

٢- شروط إقبال المدخرين على توظيف مدخراتهم في سوق الأوراق المالية :

حتى يقبل المدخر فكرة توظيف مدخراته في أسواق الأوراق المالية، فإنه يلزم أن تساهم هذه السوق في تحقيق أهدافه من ناحية، وأن تتوافر مجموعة من الشروط من ناحية أخرى، كما يلي:

أ- الشروط التي تتعلق بأهداف المدخرين:

يقبل المدخرون على توظيف أموالهم في الأوراق المالية لتحقيق أحد هدفين، فهناك من يقبلون على شراء الأوراق المالية بقصد حيازتها لفترة تطول أو تقصر، إلى أن يرتفع ثمنها فيقومون ببيعها، وبذلك يحققون أرباحاً تنجم عن الفرق بين ثمن الربح و ثمن الشراء، وعلى ذلك فإن الأوراق المالية عند هؤلاء تكون سريعة الدوران.

وعلى خلاف ذلك، قد يقوم البعض بشراء الأوراق المالية بينية الاحتفاظ بها وتوظيف أمواله لكي

(٥١) مرجع سابق مباشرة، ص ٢-٤.

يحصل على عائد منها هو قيمة كوبونات الأسهم وإرباح السندات، فتدبر عليه دخلا منتظما هو عائد الاستثمار^(٥٢).

ب- الشروط التي تتعلق بسوق الأوراق المالية :

هناك مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في سوق الأوراق المالية لكي يقبل المدخرون توظيف أموالهم بها، وأهم هذه الشروط مايلي:^(٥٣)

➤ **الأمان:** ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي قد تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق ، ومن أمثلة ذلك تلك المخاطر الناجمة عن الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف، بالإضافة إلى مخاطر إفلاس السماسرة والذي يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم.

➤ **العدالة والمساواة:** حتى يستطيع المدخرون اتخاذ القرارات المناسبة عند توظيف أموالهم، فإنه يلزم أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصا متساوية للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات، وهو المقصود بعدالة السوق.

➤ **أما المساواة،** فيجب أن تكون متوافرة لكل المتعاملين في سوق الأوراق المالية بحيث تمكنهم من الحصول بيانات معينة عن الشركات التي ألزمها القانون بنشرها، فالمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من الشفافية، بحيث يكون المتعاملون على دراية بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها.

➤ **السيولة:** ينبغي أن يكون هدف السيولة واضحا في السوق، بما يضمن بعض الوفاء باحتياجات المستثمر إلى أموال سائلة. ويقصد بالسيولة إمكانية التخلص من الورقة المالية بسرعة وبدون خسائر على الإطلاق، فصاحب الصك يجب أن يكون بمقدوره في أية لحظة إن يستبدل الصك بالنقد، إذا ما طرأ ما يجعله راغبا بذلك. والسيولة على النحو المتقدم تتفادى خطر تجميد المدخرات الذي يمكن أن يعوق وضع وتسخير المدخرات في خدمة الاقتصاد.

(٥٢) صبري حسن نوفل، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر السماسرة والمستثمر، مؤتمر مستقبل الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، القاهرة، ٣-٢ آذار، ١٩٩٩، ص ٣-٤.

(٥٣) شعبان يوسف مبارز، استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء سوق دمشق للأوراق المالية، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، السنة الخامسة، العدد الأول، كانون ثاني، ١٩٩٥، ص ٢٤٤-٢٤٧.

➤ **المنافسة:** حتى يتسنى للسوق الأوراق المالية أن تساهم بفاعلية في تنمية المدخرات ، يجب أن تتحقق المنافسة الحرة بين البائعين وكل المشتريين، أو على الأقل توافر شروط الأقرب إلى المنافسة الحرة وذلك بحكم التقائهم بمكان واحد الأمر الذي يعطي قانون العرض والطلب الفرصة لأداء دوره أكمل صورة.

ثالثاً- الاستثمار وأثره في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية :

لقد تطور مفهوم الاستثمار كثيراً في السنوات الأخيرة حيث أقامت أكثر الدول النامية أسواق مالية الأمر الذي شجع على تشكيل رساميل وطنية للمضاربة في سوق الأوراق المالية وشجع أيضاً المضاربين الأجانب للدخول إلى البورصات في هذه الدول كما وان تعاظم الأرباح نتيجة المضاربة في أسواق المال قد دفع المضاربين للضغط على حكومات الدول المتقدمة وعلى منظمة التجارة العالمية لتخفيف القيود المفروضة على حركة البورصات وفتح أسواق سوق الأوراق المالية أمام المستثمرين الأجانب.

إن تطور مفهوم الاستثمار في الأصول المالية لم يقف عند تحقيق الأرباح، بل تعداه إلى تنويع الأصول وتحقيق الأمان وهذا الأمر قد دفع البعض لاعتبار الاستثمار في الأصول المالية فن وعلم له أصوله وقواعده^(٥٤)

أي يحتاج المستثمر في الأسواق المالية للخبرة والمهارة لكي يستطيع أن يوظف ما يتوفر لديه من أموال في الأصول الربحية والأمانة بنفس الوقت، لذلك يعرف احد المستثمرين الاستثمار المالي بقوله: القدرة على التنبؤ بالمستقبل استناداً لتحركات الأسعار الأسهم والسندات وعنصري العرض والطلب بهدف شراء الأصول المالية الربحية والأمانة التي تدر دخلاً مستقراً خلال الفترات القادمة. في حين يرى الخبير الأردني محمد صالح جابر بان الاستثمار المالي هو قيام المؤسسات أو الأفراد بشراء احد الأصول المالية التي نتيج عوائد معينة خلال فترة زمنية وذلك بأقل المخاطر الممكنة^(٥٥).

وانطلاقاً من هذا التعريف يمكن تحديد خصائص الاستثمار المالي بمايلي:

١- توفر الإمكانات المادية والمالية اللازمة لتمكن المستثمر من شراء الأصول المالية والمضاربة بها بهدف الحصول على العائد.

(٥٤) محسن احمد الخضير , كيف تتعلم سوق دمشق للأوراق المالية , إبيترات للنشر والتوزيع, القاهرة ٢٠٠١, ص ١٣١.

(٥٥) محمد صالح جابر, الاستثمار في الأوراق المالية, شركة المطابع النموذجية، عمان، ١٩٨٩, ص ٦٠.

- ٢- تجمع المضاربة في الأسواق المالية بين شراء أصل معين (أسهم) أو عدة أصول أو القيام بتنويع المحفظة التي يرغب المستثمر بتكوينها.
- ٣- الحصول على العائد وغالباً ما يسعى المستثمر في الأصول المالية للمضاربة في الأصول التي تدر دخلاً ويمكن أن ترتفع أسعارها بأن واحد لكي يحقق هدفه في المضاربة.
- ٤- المضاربة في الأصول الآمنة والابتعاد عن الأصول مجهولة المصير أو الأصول التي تمتلكها الشركات الحديثة لأنها تكون عرضة للمخاطر، أو الابتعاد عن السندات الحكومية في بعض الأحيان خاصة إذا كانت الحكومة تعاني من عجز كبير في الموازنة العامة للدولة أو أي أصل يكون مرتبطاً بدرجة مخاطرة معينة فالمستثمر في الأصول المالية يكون عرضة للمخاطر والتقلبات أكثر من المستثمر في الحقل الصناعي أو التجاري لذلك يحتاج إلى الحيلة والحذر والدقة لكي يبعد نفسه عن شبح الخسارة والإفلاس^(٥٦).
- إن المستثمر في الأسواق المالية ينبغي عليه المعرفة والدراسة في كافة أشكال وأنواع الاستثمارات الصناعية والخدمية والمالية وغيرها، فالمستثمر الصناعي يهتم بدراسة الصناعات المنافسة وكيف يمكن أن يحصل على الربح من خلال رفع قدرته التنافسية.
- أما المستثمر في الأوراق المالية فينبغي دراسة الظروف والعوامل التالية:
 - ١- دراسة الوضع السياسي والاقتصادي والاجتماعي والتعرف على هذه الأوضاع بشكل جيد لان أي عامل من هذه العوامل يؤثر مباشرة على الأسعار في سوق الأوراق المالية .
 - ٢- دراسة أوضاع الشركات التي سيضارب بأسهمها وهل لديه خطط مستقبلية وما هو تأثير هذه الخطط على ربحية الشركة.
 - ٣- دراسة حركات الأسعار للأسهم خلال فترة زمنية طويلة بهدف رسم توجه مستقبلي والتنبؤ بما سيكون عليه الوضع لو بقيت الظروف على حالها.
 - ٤- دراسة العرض والطلب وحركة الاستثمار والمستثمرين وأين يتوجه المستثمرون وما هي الكميات المعروضة والمباعة وذلك لتحديد الأوراق التي يمكن المضاربة بها.
 - ٥- التأكد من عنصر المخاطرة لأنه كلما ارتفعت الأرباح لسهم ما أو لسند ما كلما ازدادت درجة المخاطرة، فالمستثمر يجب ألا يهتم بالربح على حساب عنصر المخاطرة و أيضاً ألا يبالغ في درجة الأمان فلا يحقق الأرباح.

(٥٦) علي كنعان، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٠.

كما يسعى أي مستثمر مهما كان حجم عمله وتعددت مصادر تمويله والأصول التي سيضارب بها لتحقيق الأهداف التالية:

١ - زيادة حجم الإنتاج:

وذلك عن طريق المضاربة بالأصول التي ترتفع درجة مخاطرها لأنه كلما ازدادت درجة مخاطرة كلما ازدادت الأرباح، وبالتالي على المستثمر في سوق المال دراسة السوق بشكل جيد والاستعانة بالخبرات لاختيار الأسهم والسندات التي تدر له أرباح وفيرة.

٢ - تنمية محفظة الأوراق المالية:

وتحتل المرتبة الثانية بعد الربح حيث ينبغي على كل مستثمر إذا بدأ أعماله بمليون دولار على سبيل المثال أن ينمي هذا المبلغ بحيث يصل بعد فترة لعدة أضعاف وهذا الأمر يتطلب تنمير الأرباح وزيادة الأصول (من الأسهم والسندات) بحيث تؤدي في نهاية المطاف للوصول إلى محفظة متنوعة ومليئة بالأصول الرابحة.

٣ - زيادة حجم الملاءة المالية:

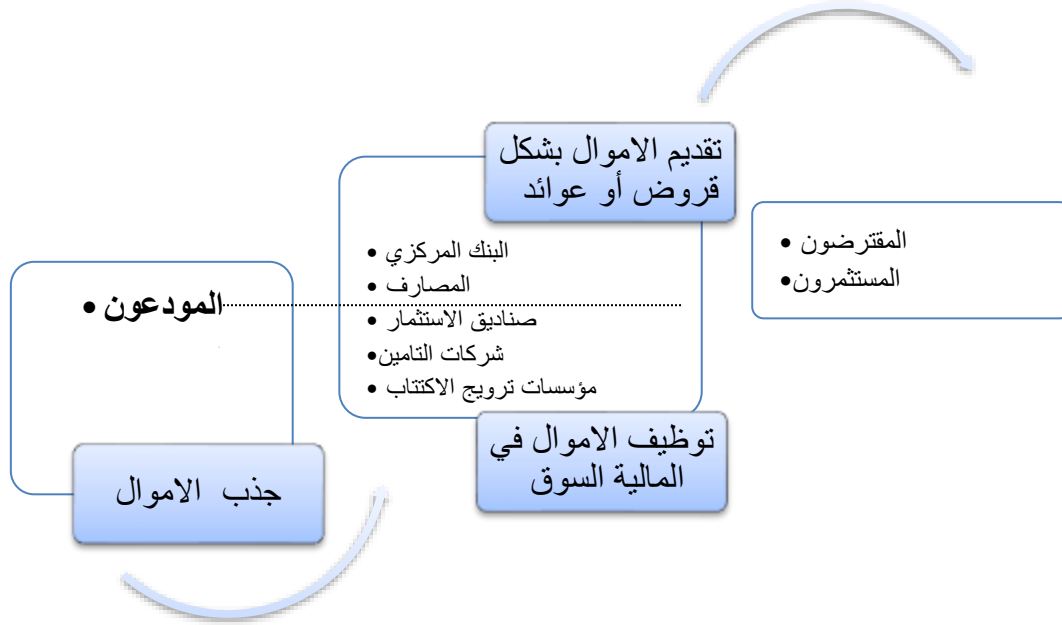
تعني الملاءة المالية ما يمتلكه المستثمر من أصول مالية وأراض ومبان وسيارات وشقق سكنية وغيرها، وبالتالي كلما ازدادت الملاءة المالية كلما ارتفعت درجة الثقة بهذا المستثمر في السوق واستطاع ان يحصل على القروض التي تساعد على زيادة حجم مضاربهه وبالتالي زيادة الأرباح.

٤ - رفع مكانة السوق المالي وتحسين سمعته:

لان الاستثمارات النظامية والتقييد بالأنظمة والقوانين وعدم اللجوء إلى الاستثناءات والانحرافات والمضاربات غير النظامية ترفع من سوية ونوعية المضاربة في هذه السوق وتزيد من حجم أصولها وقد يدفع الأمر الشركات الأجنبية لتسجيل أصولها في هذه السوق وعلى العكس من ذلك تؤدي الانحرافات إلى الفوضى وهروب المستثمرين إلى أسواق أخرى أكثر أماناً واستقراراً.

الشكل رقم (٢)

العلاقة بين مؤسسات سوق الأوراق المالية والمدخرون والمستثمرون والمودعون



المصدر: من اعداد الباحث (٢٠١٠)

يوضح الرسم رقم (٢) أن المقترضون يحصلون على حاجتهم من الموارد المالية من المودعون وذلك عن طريق المؤسسات المالية، والأسواق المالية أو من خلال الصفقات المباشرة إذاً المواجهة بين المقترضين والمودعين تتم بأحد أسلوبين:

أولاً: الأسلوب المباشر (direct transfer):

يجري التعامل مباشرة ما بين المقترضين والمودعين دون وساطة طرف آخر، إذ يحصل المقترضين على الموارد مقابل إصدار أوراق مالية مباشرة (أسهم، سندات) لصالح المودعين. ومن أهم المعوقات لهذا النوع من التعامل^(٥٧):

- إلزامية تطابق رغبة وحدات العجز، ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه وفي الوقت نفسه.
- قبول المودعين للأدوات المالية للمقترضين بغض النظر عن طبيعة المخاطر التي تحيط بها في وقت الإقراض.

(٥٧) محمد الداغر الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، ٢٠٠٥، ص ٤٠.

ثانياً: الأسلوب غير المباشر:

إن التطور الاقتصادي والحاجة المتنامية لرأس المال بالإضافة إلى سلبية الطريقة المباشرة، استوجب تطور طرق المواجهة بين المودعين والمقترضين، وتحولت المواجهة بين المودعين (الراغبين بتكبير عائد أموالهم الخاضعة للخطر) والمقترضين أو مستخدمي الأموال (الراغبين بتخفيض تكاليف التمويل) إلى مواجهة غير مباشرة عبر المؤسسات المالية الوسيطة والأسواق المالية.



الفصل الثالث

دراسة تحليلية وعملية عن سوق دمشق للأوراق المالية



المبحث الأول

دراسة تحليلية عن سوق دمشق للأوراق المالية والمؤسسات التابعة لها

لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية

أولاً- مؤسسات السوق المالية في الجمهورية العربية السورية.
ثانياً- الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية كأداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.

ثالثاً- متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً- تحليل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً- تحليل الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

سادساً- تحليل الآثار المحتملة للسماح لراس المال الأجنبي بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

سابعاً- إلغاء المضاربات في سوق دمشق للأوراق المالية بين الإيجابيات وسلبيات.

ثامناً- المشكلات والتحديات التي تواجه سوق دمشق للأوراق المالية.

تاسعاً- المؤشر المثقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية dwx .

عاشراً- أهمية التحليل المالي في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية .

أحدى عشر- تحليل أسباب ضعف التداول في سوق دمشق للأوراق المالية

اثنا عشر- التحليل الأساسي والتحليل الفني لسوق دمشق للأوراق المالية.

ثلاثة عشر- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين.



لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية

في إطار سياسة التحديث والتطوير التي تنتهجها سورية وتماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية صدرت العديد من التشريعات اللازمة لاتمام البنية التحتية القانونية اللازمة لإنشاء بيئة استثمارية متكاملة الملامح منها :

- القانون رقم ٢٢/ لعام ٢٠٠٥ والمتضمن إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وأسندت إليها إعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية السورية
- المرسوم التشريعي رقم ٤٧/ لعام ٢٠٠٦ المتضمن تشكيل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وأولى مجلس المفوضين عناية بالغة لإعداد مشروع قانون سوق دمشق للأوراق المالية السورية
- المرسوم التشريعي رقم ٥٥/ الخاص بسوق دمشق للأوراق المالية في شهر تشرين الأول لعام ٢٠٠٦ الذي نص ان تتمتع السوق ذو الشخصية الاعتبارية بالاستقلال المالي والإداري.

وقد نص قانون سوق دمشق للأوراق المالية أن ترتبط السوق بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها وتقوم الهيئة بمراقبة الأسواق المالية والتأكد من قيامها بعملها وفق أسس الكفاءة والعدالة والشفافية وحدد أهداف السوق المالية وفق مادته السادسة بتوفير المناخ المناسب لاستثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعاقل للأوراق المالية.

كما اهتم مجلس الإدارة بإعداد الكادر البشري المؤهل من خلال اختيار الكفاءات الشابة المؤهلة علمياً والواعية لحجم المسؤولية الملقاة على عاتقها بتأسيس سوق مالية في بيئة اقتصادية سليمة وأمنة وتدريبها على كيفية عمل الأسواق المالية.

أولاً- مؤسسات السوق المالي في الجمهورية العربية السورية:

١- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

وهي هيئة ناظمة لعمل الأسواق المالية ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري، ولها جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها، وبما يحقق أهدافها.

تعمل الهيئة على تحقيق الأهداف الأساسية التالية:

١. تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها، وذلك بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
 ٢. حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
 ٣. تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- تكون الهيئة هي الجهة المسؤولة عن إصدار التعليمات والقيام بكافة الوظائف الكفيلة بتحقيق أهدافها، ولها في سبيل ذلك القيام بمايلي:

١. تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.
٢. تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية.
٣. تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
٤. مراقبة الأسواق المالية.
٥. تخضع لإشراف ورقابة الهيئة الجهات التالية:
٦. الشركات المصدرة للأوراق المالية.
٧. شركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها.
٨. مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.
٩. الأسواق المالية.
١٠. شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق المعتمدة.

٢ - سوق دمشق للأوراق المالية:

مؤسسة ذات استقلال مالي وإداري تتمتع بالشخصية الاعتبارية، وهي السوق الثانوية التي يتم فيها تداول أوراق مالية تم إصدارها سابقاً في السوق الأولي، وتهدف سوق دمشق للأوراق المالية إلى توفير المناخ المناسب لتسهيل عملية استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والعدل للأوراق المالية.

أ- أهداف سوق دمشق للأوراق المالية ووظائفه:

- تشجيع الادخار والنهوض بالوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية ذات العائد الأمثل.
- الإشراف على تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية وعمليات نقل ملكيتها.
- خدمة أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية بما يحققه من توظيف لمدخرات الأفراد من خلال السماح بعمليات البيع والشراء للأسهم والقيام بعمليات الاستثمارية.
- المساهمة في وضع القواعد اللازمة لحماية وضمان سلامة التعامل في السوق بما يحقق تدأولاً يركز على الكفاءة الاقتصادية.
- تنظيم الروابط وعلاقات التعاون مع السوق السورية والأسواق العربية والاقليمية والعالمية بما يعزز ثقة المستثمرين في الاقتصاد الوطني.
- تنظيم طرح الاكتتاب في أسهم الشركات المساهمة الجديدة.
- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للشركات والخدمات والوساطة المالية.

ب- الهيكل التنظيمي لسوق دمشق للأوراق المالية:

تشتمل السوق على المديريات والمكاتب التالية:

١. أمانة السر.
٢. مكتب تقييم المخاطر والالتزام.
٣. مكتب التدقيق الداخلي.
٤. مديرية الشؤون القانونية.
٥. مديرية الإدراج والعمليات.
٦. مديرية تقانة المعلومات.
٧. مديرية الدراسات والتوعية.
٨. مديرية الشؤون الإدارية والمالية.
٩. مديرية الموارد البشرية.

ج- البنية التشريعية لسوق دمشق للأوراق المالية:

قامت سوق دمشق للأوراق المالية منذ إنشائها بإصدار مجموعة من الأنظمة والتعليمات اللازمة لضمان تحقيق السوق لأهدافها ومهامها على مستوى عال من الكفاءة والعدالة والتي تم وضعها بناء على المعايير الدولية في هذا المجال، وقامت سوق دمشق بمواكبة التطورات الدولية بما يضمن رفع كفاءتها وزيادة الشفافية وحماية المستثمرين فيها.

وصدر النظام الداخلي للسوق دمشق للأوراق المالية الذي يتضمن مجموعة من الأحكام تتعلق بتشكيل الهيئة العامة للسوق دمشق للأوراق المالية ومجلس إدارتها ومديرها التنفيذي إضافة إلى التزامات الأعضاء وإجراءات التفتيش معهم وفرض غرامات على المخالفين منهم الأحكام التشريعات. كما حددت تعليمات تداول الأوراق المالية المتضمنة إجراءات تداول الأوراق المالية في السوق من خلال نظام التداول الإلكتروني ومعايير السلوك المهني لأعضاء السوق وكافة الأمور الإدارية والتنظيمية المتعلقة بالتداول.

وحددت مسؤولية الشركات المساهمة العامة المدرجة في السوق كمايلي :

- الإفصاح عن المعلومات للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.
- نشر جميع المعلومات الأيضاحية التي تتعلق بأوضاعها المالية والتشغيلية والذي يضمن سلامة التعامل والحفاظ على حقوق المستثمرين متى طلب منها ذلك.
- يحظر على الشركات المساهمة تقديم أي معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية لان ذلك يمثل تضليلاً للمستثمرين.

د- أقسام سوق دمشق للأوراق المالية :

تقسم سوق دمشق للأوراق المالية إلى

- سوق نظامي: يتم فيه تداول أسهم الشركات التي تحكمها شروط إدراج خاصة.
- سوق موازي: يتم من خلاله تداول أسهم شركات تحكمها شروط تتماشى مع طبيعة عمل هذا السوق.



➤ سوق السندات: يتم في هذا السوق تداول: السندات الحكومية وأسناد القرض للشركات المساهمة الخاصة.

ويعتبر السوق النظامي والموازي سوقان افتراضيان حيث تجري التداولات على الأسهم المدرجة في كليهما ضمن سوق دمشق وعبر أجهزتها، ألا أن تقسيم الشركات بهذا الشكل هو لتبيان اختلاف أوضاع الشركات، كما يبينها الشكل التالي :

الشكل رقم (٣)

الأدراج في السوقين النظامية والموازية

السوق الموازية	السوق النظامية	
١٠٠ مليون	٣٠٠ مليون	رأس المال
١ سنة	٣ سنوات	المدة
١٠٠ مساهم	٣٠٠ مساهم	عدد المساهمين
١٠٪	٥٪ خلال عامين	الأرباح
١٠٪	٢٠٪	الأرباح

يبين الشكل السابق أن الشروط التي يجب على الشركات أن تحققها كي تدرج أسهمها في السوق النظامي هي: (٥٨)

١- لا يقل رأسمالها عن ٣٠٠ مليون ل.س.

(٥٨) الاقتصادية العدد ٣٩١ بتاريخ ٢٦ نيسان ٢٠٠٩ ص ٢٠.

- ٢- لا تقل مدة عملها عن ثلاث سنوات.
- ٣- لا يقل عدد مساهميها عن ٣٠٠ مساهم، كما لا يقل معدل نسب أرباحها عن ٥٪ من رأس المال خلال العامين الماضيين.
- ٤- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة القابلة للتداول عن ٢٠٪ من أسهم الشركة. بينما يشترط الإدراج في السوق الموازي مايلي:
 - ١- ألا يقل رأس مالها عن ١٠٠ مليون ل.س.
 - ٢- لا يقل مدة عمل الشركة عن العام.
 - ٣- لا يقل عدد المساهمين فيها عن ١٠٠ .

ويسمح للشركات الخاسرة في السنة الأولى بسبب مصاريفها التأسيسية أن تدرج في هذه السوق بحيث أن لا تتجاوز تلك الخسائر ١٠٪ من رأس المال.

٣- **مركز المقاصة والحفظ المركزي:** وهو مركز يتبع لسوق دمشق للأوراق المالية يهدف إلى إيداع وتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال التبادل الحاصل أثناء جلسات التداول في السوق.

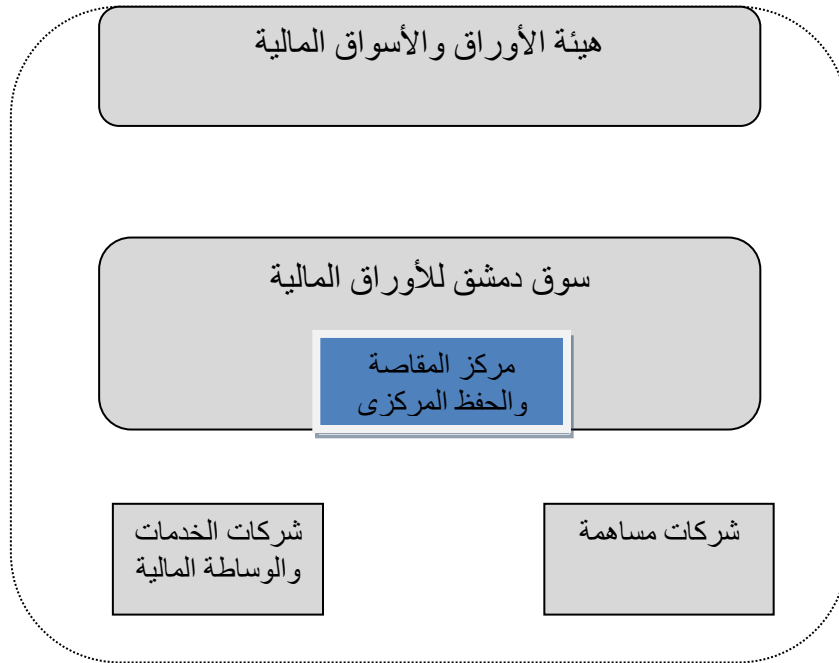
٤- **شركات الخدمات والوساطة المالية :** تكمن أهمية دور هذه الشركات من خلال الخدمات التالية التي تقدمها:

- أ- الوساطة المالية في الأسواق المالية.
- ب- تقديم الاستشارات وتحليل البيانات عن الأوراق المالية.
- ج- إدارة الاستثمارات الخاصة بحسابات العملاء لديها.
- ٥- **الشركات المساهمة:** تقوم هذه الشركات بطرح أوراقها المالية من أسناد قروض أو أسهم على الاكتتاب العام للمواطنين بعد أخذ موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية من أجل الحصول على أموال مقابل تلك الأوراق، وتقع على عاتق هذه الشركات مسؤولية من حيث:
 - أ- الإفصاح عن المعلومات للمساهمين والمستثمرين بصورة دقيقة وواضحة وغير مضللة وفي الأوقات المحددة وفقاً لمتطلبات الجهات الرقابية والتشريعات المعمول بها.

ب- نشر جميع المعلومات الأيضاحية التي تتعلق بأوضاعها المالية والإدارية متى طلب منها ذلك. ويحظر عليها تقديم معلومات غير صحيحة من شأنها التأثير على أسعار الأوراق المالية لأن ذلك يمثل تضليلاً للمستثمرين.

شكل رقم (٤)

هيكل السوق المالي السوري



المصدر بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

ثانياً- الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية كأداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي:^(٥٩)

من المتوقع أن يلعب سوق دمشق للأوراق المالية دوراً في استقطاب المدخرات السورية و توسيع الشركات المساهمة القائمة ودفع عجلة الاستثمار ، وأن يكون لاعباً أساسياً في جذب المدخرات السورية سواء المكتنزة (كالذهب والعملات أو اليرات السورية) أو المجمدة (كالعقارات من أراض وأبنية)

وتجدر الإشارة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية عامل مهم من العوامل الذي يوجه رأس المال للصناعات التي يمكن أن تكون خيراً للبلد فهو من الركائز المهمة لجذب الأموال وتطوير الاستثمار والمساهمة في النمو والتنمية الاقتصادية من خلال الخدمات التي تقدمها السوق علماً أن منشأ الارتباط بين معدلات النمو الاقتصادي وسوق دمشق للأوراق المالية يقوم على أنه مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي يزداد من الادخار والاستثمار وبالتالي هناك حاجة إلى التحصيل الكفاء لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات بين المستثمرين والمدخرين، وبهذا الشكل فإن هذه السوق أداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي في سورية حيث تؤدي السوق إلى تخفيض تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية حيث تلعب السوق المالية دور الوسيط المالي الذي يتمثل في تجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمار على شكل أسهم أو تمويل سندات فسوق دمشق للأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في زيادة كفاءة الشركات من خلال عدة نقاط أهمها أن القطاع المالي هو المسؤول عن نقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز وبالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال عن طريق توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد في الاستثمارات التي تحقق معدلات عائد أعلى.

(٥٩) جريدة الثورة الصادرة بالعدد ١٣٨٦١، ٢٠٠٩/٣/١٠

ثالثاً- متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية:^(٦٠)

يستوجب نجاح سوق دمشق للأوراق المالية السورية تجنب الآثار السلبية للأسواق المالية، كالخوف من الدخول في لعبة المضاربات المالية، وتعريض الاقتصاد الوطني للدخول في أزمات مالية واقتصادية كما حدث خلال التسعينات في الفلبين والمكسيك ودول جنوب شرق آسيا، والتي نجمت عن خطر الاستثمار في المحافظ المالية قصيرة الأجل، وبقدر ضرورة وجود الأسواق المالية لتعزيز مساهمة القطاع الخاص أو استثمار القطاع الخاص في تمويل عملية التنمية عن طريق تعبئة المدخرات المحلية، بقدر ضرورة وجود جهاز رقابي فعال يستطيع القيام بأعمال الرقابة والتدقيق على العمليات ونشاطات التداول.

إن أي خلل في عمل الرقابة على السوق قد يؤدي إلى كوارث مالية حقيقية من شأنها إلحاق أضرار جسيمة بالاقتصاد الوطني.

ويقتضي التنويه إلى أن التعليمات التنفيذية للسوق لحظت ذلك، فمنعت بيع وشراء الأسهم في اليوم نفسه إلى عدم السماح بتقلب سعر السهم بأكثر من ٥%. ومن المؤكد أن نجاح سوق دمشق للأوراق المالية يكون بتضافر الجهود بين جميع الجهات المعنية وبالتنسيق بينها وذلك من خلال مايلي:

أ- **حماية المستثمرين:** ليس المقصود في توفير الحماية للمستثمرين، قيام جهة الإشراف والرقابة بتأمين المتعاملين ضد مخاطر الخسائر الاقتصادية، وإنما المقصود بالحماية هو حماية المستثمرين من ممارسات الإحتيال أو التضليل أو الإحتكار في السوق.

تتمثل أفضل السبل لتوفير الحماية في وجود إفصاح عن كافة المعلومات والبيانات ذات الأثر على القرار الاستثماري -تطوير مهن المحاسبة والتدقيق المالي والعمل بالمعايير والمبادئ الدولية المتعارف عليها.

■ وجود ضوابط بشأن الأطراف المخوّل لها تقديم خدمات الوساطة المالية (توفّر المؤهلات ورأس المال الكافي).

■ وجود قواعد للممارسات المهنية والأخلاقية السليمة لدى الشركات المساهمة (المصدّرة للأوراق المالية) وشركات الوساطة.

(٦٠) مجلة الاقتصادي السورية الصادرة في ٢٠٠٧/٣/٥.

- وجود نظام شامل من برامج الإشراف والتفتيش ومراقبة الامتثال للقواعد والتعليمات والقدرة على الالتزام بتطبيق صارم للقوانين والتعليمات.
- توفير الآليات الحيادية والمناسبة لحل المنازعات، وإجراءات وأحكام صريحة فيما يتعلق بالعقوبات والجزاءات للمخالفين.

ت- العدالة والشفافية:

يقصد بالعدالة : التأكد من توفر المعاملة المتساوية لجميع المستثمرين من حيث دخول السوق، والحصول على المعلومات وتنفيذ قراراتهم الاستثمارية. ويتحقق ذلك من خلال الإشراف والمتابعة على نظام وإجراءات طرح وتداول الأوراق المالية وآليات تسعيرها، والتأكد من سلامة هذه الإجراءات في الكشف عن حالات التلاعب أو التحكّم في السوق ومعاقبتها، والتأكد من أن هذه الإجراءات لا تميز بين مستثمر وآخر لا من حيث دخول السوق ولا من حيث تنفيذ الطلبات، كذلك التأكد من موثوقية آلية تحديد السعر.

ويقصد بالشفافية : التأكد من توفر المعلومات والبيانات عن نشاط التداول للجمهور (معلومات قبل التداول وبعد التداول) وفقاً للوقت الفعلي.

بالإضافة إلى هذه الغايات هناك دور تنموي للنشاط الإشرافي يتمثل في العمل على تنمية وتطوير النشاط الادخاري والاستثماري وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية

رابعاً- تحليل الشركات المدرجة في السوق ونوع النشاط الذي تمارسه:

جدول رقم (١)

الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

نوع القطاع	اسم الشركة	رمز الشركة	
المصارف	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	١
	البنك العربي - سورية	ARBS	٢
	بنك بيلوس- سورية	BYB	٣
	بنك قطر الوطني	QNB	٤
	بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	٥
	بنك سورية والمهجر	BSO	٦
	بنك عوده سورية	BASY	٧
	بنك سورية الدولي الاسلامي	SII	٨
الخدمات	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	UG	٩
	الشركة الأهلية للنقل	AHT	١٠
الصناعة	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات - نماء-	NAMA	١١
	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	AVOC	١٢
التأمين	الشركة المتحدة للتأمين	UIC	١٣

المصدر: من إعداد الباحث عن بيانات سوق دمشق للأوراق المالية

يلاحظ الباحث من الجدول السابق أن عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق محدود لم يتجاوز إحدى عشرة شركة، بالإضافة إلى غياب قطاعات أخرى مهمة في الاقتصاد السوري عن الإدراج في السوق، وهو ما يجعل خيارات المستثمر محدودة في الاستثمار فمن المفترض لمن يريد أن يشكل محفظة استثمارية متوازنة أن تكون خياراته ضمن تشكيل محفظة متنوعة ضمن عدة قطاعات صناعية وخدمية وتجارية ومالية.

كما أن توزع الشركات المساهمة ضمن القطاعات مازال غير متوازن، فالواضح حالياً أن هناك نسبة كبيرة من الشركات المدرجة تقع ضمن القطاع المصرفي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على دخول المساهمين، فكان سهلاً عليها الإدراج في تلك السوق .

خامساً- تحليل الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

وضعت إدارة سوق دمشق للأوراق المالية مجموعة من القواعد الناظمة لعمل سوق دمشق للأوراق المالية لإبعاد المضاربين، منها وضع حد أعلى هو ٢٪ لارتفاع سعر السهم حيث تعد هذه النسبة صغيرة مقارنة بباقي الدول، إضافة إلى قانون آخر ينص على منع شراء السهم وبيعه في اليوم نفسه، بل يجب الانتظار إلى اليوم التالي على الأقل، وعدم السماح بالشراء على الهامش (الاقتراض للتجار بلا أسهم)

وقد تبين للباحث وجود وجهات نظر مختلفة حول الحدود السعرية تقسم هذه الجهات إلى:

١- المتأثرون الذين يفضلون استمرار العمل بالقوانين الخاصة بحدود التداول والتي لا تسمح بالتحرك أكثر من ٢٪ صعوداً أو هبوطاً والتي أصبحت فيما بعد تسمح بالهبوط أكثر من ذلك في ظروف معينة بالإضافة إلى القانون الخاص بعدم بيع ما اشتري في اليوم نفسه. ويرون في ذلك تحقيق لهدف إبعاد سوق دمشق عن المضاربين الذين لا يهتمون بالقيمة أو الاستثمار بل أتو بسبب فرصة معينة ليقوموا بالشراء والبيع بسرعة ثم ليخرجوا استثماراتهم من السوق^(١١).

حيث أن تغير قيم الأدوات المالية بسرعة بسبب سهولة التداولات هو شيء جديد على مجتمعنا، ودخوله دون محددات واضحة قد يؤدي لضياع بعض المستثمرين وانفعالهم مع تغيرات السوق ما قد يزيد من شدة تلك التغيرات، إذ قد ترتفع الأسعار بقوة لتتهبط بقوة أيضاً ما سيؤثر في مدخرات الناس ويسبب مشاكل تدعو الناس للنفور من العمل في السوق، وحدث مثل هذا السيناريو في بعض من دول الخليج العربي، ودول من شرق آسيا في وقت سابق.

كما أن وضع حدود عليا ودنيا لتحرك الأسعار، وبطء التداولات بسبب غياب البيع والشراء في اليوم الواحد، يؤدي لبطء التغير في الأسعار ويلغي فكرة التغير السريع في قيم الأسهم ما يعطي بعض الأمان للمستثمرين وخاصة المحللين الذينهم حديثون على مثل هذا النظام، وخاصة طريقة إدارة المخاطر في حالة التغيرات السريعة.

٢- المشجعون على اتخاذ إجراءات أكثر جرأة فيما يتعلق بتغيير القوانين الحالية المتعلقة بأسواق المال وفتح الباب بحرية أكبر للسوق المالية كي تقوم بدورها في خدمة الاقتصاد بالشكل الحقيقي والمتعارف عليه في جميع دول العالم. ويرون ان احداث السوق ترافق مع الازمة المالية العالمية و

(١١) الاقتصادية ملف خاص بسوق دمشق للأوراق المالية، اذار ٢٠١٠ ص:٢.

قد حددت الحدود السعرية بـ ٢٪ ولكن خلال ستة أشهر ارتفعت اسعار بعض الأسهم المدرجة بنسبة تتراوح بين ٤٠٪ و ١٥٪ نتيجة الرغبة في الشراء وغياب الوعي الاستثماري مما أدى إلى زيادة عدد المستثمرين من ١٠٠ مستثمر في شهر اذار ٢٠٠٩ إلى نحو ٣٢٠٠ مستثمر قاموا بفتح حسابات لدى الوسطاء، وتداول منهم فعلياً نحو ٢٠٠٠ لذلك يرى انصار هذا الرأي انه في ظل الرقابة المحكمة من السوق لمنع الممارسات غير العادلة فقد اصبح من الممكن رفع الحدود السعرية إلى بالمئة^(٦٢).

فإلغاء المضاربة قد لا يكون صحيحاً دائماً فهو يحمل أيضاً سلبيات من منظور معين منها:

➤ احتمال ضعف التداولات بشكل كبير:

حيث إن غياب المضاربين يعني حصر التداول بالمستثمرين هذا شيء جيد من ناحية، إنما قد يتسبب بضعف السيولة والتداولات من ناحية أخرى فإبعاد المضاربين نهائياً هو استبعاد لفكرة نشأت عليها البورصات بشكل رئيسي، فالمضاربات تلعب دور الآلة التي تسمح بتسييل الأسهم في أي لحظة أراد المستثمر أن يقوم بذلك.

➤ انخفاض مرونة السوق:

من الأهداف الرئيسية أيضاً لإبعاد المضاربين هو إضعاف التحركات وعدم السماح لظهور شذوذ كبير في الأسعار، هذه الأسباب نفسها تمنع التحرك المرن في الأسواق.

➤ احتمال بقاء السيولة المضاربة في أسواق مضاربات أخرى موجودة مسبقاً كقطاع العقارات.

ويؤيد الباحث أصحاب الاتجاه الثاني ويرى ضرورة رفع الحدود السعرية وذلك وفقاً لنتائج الاستبيان الذي أعده (ستم التطرق لها لاحقاً) وانطلاقاً من أهمية هذا القرار على السوق من حيث التداول والأسعار والتطور سيتطرق الباحث إلى تأثير زيادة الحدود السعرية على كل مما يلي:

أ- تأثير زيادة الحدود السعرية على حركة التداول:

زيادة الحدود السعرية سيدفع مزيداً من الكتلة النقدية إلى سوق دمشق للأوراق المالية الأمر الذي سيزيد من حجم التداول كما أنه سيشجع العديد من الشركات المساهمة غير المدرجة من إدراج أسهمها للاستفادة من حدود سعرية أعلى.

(٦٢) المرجع السابق مباشرة، ص ٢.

وبالتالي فإن ردد السوق بكتلة نقدية أكبر سيزيد من مستوى عمق السوق، كما إن زيادة الحدود السعرية في السوق سيعطي مضاعفاً لاتجاه السوق سواء في عملية الصعود أو في عملية الهبوط أي إن زيادة الحدود السعرية ستولد ضغطاً أكبر تجاه الاتجاه السائد في السوق ولا يعني بالضرورة أن زيادة الحدود السعرية سيرفع من الأسعار السوقية من الأسهم ولكنه سيضاعف من تسارع الاتجاه السائد في السوق.

ويرى الباحث أن زيادة الحدود السعرية ستزيد من حال التذبذب العام في حركة الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وفي حال كان الوضع الاستثماري في السوق صحيحاً وشفافاً والنتائج المالية للشركات المساهمة تنعكس بشكل صحيح على سعر السهم السوقي فإن زيادة الحدود السعرية ستدفع مزيداً من الشركات المساهمة إلى تقديم طلب إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية.

ب- تأثير زيادة الحدود السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية على كفاءة السوق:

إن كفاءة السوق تعني مدى سرعة استجابة السوق للأسعار العادلة للورقة المالية وكلما كانت كفاءة السوق أكبر كانت أسعار الأسهم تنعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق أي إن كفاءة السوق مرتبطة بصورة مباشرة بالمعلومة وسرعة انتشارها وهذا العامل مرتبط بكفاءة إدارة السوق وقدرتها على ضمان وصول جميع المعلومات المتعلقة بالشركات المساهمة بالسرعة الممكنة إلى جميع المستثمرين وبوقت واحد وتوافر أجهزة إعلامية محترفة قادرة على نشر المعلومة بأقصى سرعة ممكنة إلى أكبر شريحة ممكنة من المستثمرين.

ويرى الباحث أن زيادة الحدود السعرية لن تغير في كفاءة السوق ولكن ستجعله أكثر حساسية للمعلومة وأشد استجابة لها مع اتساع هذه الحدود في سعر السهم بجلسة التداول الواحدة.

ج- تأثير زيادة الحدود السعرية على قدوم رؤوس أموال أجنبية للاستثمار المباشر في السوق:

رأس المال الأجنبي هو رأس مال مضارب بالدرجة الأولى وهو يبحث عن فرص استثمارية واعدة في الأسواق المالية الناشئة ورفع الحدود السعرية للسوق سيجعله أكثر جذباً لهذه الأموال الأجنبية المضاربة بل من الممكن أن يشجع شركات مساهمة أجنبية على الاندراج في السوق ومن ثم خطوة للانخراط في النظام الاقتصادي العالمي.

ولكن من السليبيات التي لا بد من ذكرها هي سرعة هروب رأس المال الأجنبي من السوق عند حدوث هزات مالية فيه وخبرة رأس المال الأجنبي المتفوقة على رأس المال المحلي في توقيت عملية البيع والشراء الأمر الذي سيزيد من حدوث التذبذبات السعرية في السوق. إلا أن ذلك مرتبط في النهاية بالسماح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية الذي لم يصدر قرار به حتى الآن وسيتم لاحقاً بحث هذا الموضوع وتحليله.

هـ- تأثير زيادة الحدود السعرية على تحول السوق إلى سوق للمضاربة بدلاً من الاستثمار وتأثره بالآزمات العالمية:

تحمي الحدود السعرية الضيقة المستثمر الصغير بالدرجة الأولى بسبب ضعف خبرته باتجاهات السوق المستقبلية ودخول عامل الخوف والطمع إلى قراراته الاستثمارية بمعزل عن اعتبار المؤشرات المالية الأخرى التي تؤثر في سعر السهم السوقي. ويعتبر المستفيد الأكبر من زيادة الحدود السعرية هو المضارب لأن زيادة الحدود السعرية تعني زيادة هوامش الربح وكلما ازدادت قوة المركز المالي للمضارب زادت قدرته في التأثير على الهوامش السعرية صعوداً ونزولاً الأمر الذي يجعل المستثمر الصغير في حال ارتباك في تحديد اتجاه السوق العام.

أما من جهة حساسية السوق تجاه الآزمات المالية الخارجية فبال تأكيد زيادة الحدود السعرية ستجعله بالضرورة أكثر سرعة بالتأثر بالآزمات المالية الخارجية ولكن هذا التسارع يعتمد بالدرجة الأولى على مدى اتصال سوق دمشق بالأسواق المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أسرع استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي أي إن زيادة الحدود السعرية ستزيد من تسارع اتجاه السوق ولكن قوة هذا التسارع ستعتمد على مدى ارتباط سوق دمشق بالأسواق المالية الدولية مستقبلاً.

و- تأثير زيادة الحدود السعرية على صغار المستثمرين المحليين في سوق دمشق للأوراق المالية:

من أهم عناصر السوق المالية صغار المستثمرين لأنهم يشكلون من حيث الكم كتلة نقدية ضخمة تؤثر في حجم التداول واتجاهاته السعرية ولذلك فإن دور صغار المستثمرين كبير ومهم جداً إلا أنه بالوقت نفسه خطر لأن الأغلبية منهم تقع ضمن فئة ضعيفي الخبرة والمعرفة بالسوق ومن ثم فهم عادة الذين يطلق عليهم التابعين وتبرز خطورة الحدود السعرية العالية من هذه الزاوية إذ إن احتكار

القلة لعدد كبير من الأسهم يدفع السوق وخاصة الناشئة إلى اتجاه سعري يجعل التابعين من صغار المستثمرين يتبعونه دون التفكير بأسبابه الدافعة إلى هذا الاتجاه إذ يعتمد أصحاب الكتل النقدية الكبيرة في السوق إلى دفع الأسعار للارتفاع ثم بيعها لتخلق بذلك اتجاهًا نزوليًا بالأسعار يجعل معظم المتضررين من صغار المساهمين.

ك- تأثير زيادة الحدود السعرية على ثقافة المواطن السوري تجاه الأوراق المالية:

يحتاج المواطن إلى بيئة آمنة ليوجه مدخراته نحو الاستثمار وحتى هذه اللحظة لم تستطع السوق أن تخلق هذه الصورة فالمواطن السوري ينظر إلى الأسهم على أنها استثمار غير مأمون النتائج ويحمل مخاطر عالية على الرغم من ضرورة التوعية في إبراز أهمية الشركات المساهمة ودورها وميزاتها للمستثمر الفرد كقناة استثمارية مهمة لمدخراته.

أي أن ثقافة تحويل الادخار إلى استثمار هذه لم تكتمل بعد وانطلاقاً من أهمية هذا المبدأ الذي قامت عليه سوق دمشق للأوراق المالية فإن عملية زيادة الحدود السعرية في هذا التوقيت لن تخدم أهداف السوق بل من الممكن أن يحدث أثر عكسي تجاه مفهوم المواطن السوري للسوق المالية، ولذلك من وجهة نظر الباحث لا غنى بالفترة الحالية عن الندوات التعريفية في المراكز الثقافية والبرامج التلفزيونية والإذاعية وحملات اعلانية مستمرة على مدار العام كما أن للجامعات ضمن برامجها التعليمية لنشر الثقافة ضمن الجيل الشاب الدور المهم دون أن نغفل ضرورة الترويج لموقع السوق الالكتروني بين فئات مستخدمي الانترنت.

ي- تأثير الحدود السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية على شركات الوساطة المالية:

تعتمد شركات الوساطة المالية في إيراداتها بشكل رئيسي على العمولات المتحققة من عمليات البيع والشراء للعملاء أي إنه كلما زاد حجم التداول وعدد الصفقات المسجلة في السوق زادت إيرادات شركات الوساطة المالية إلا أن الحدود السعرية الواسعة لن تزيد بالضرورة عدد الصفقات المسجلة بالسوق لأن عدد الصفقات مرتبط بكثافة عمليات التداول ووجود طلبات شراء وبيع كثيفة، فوجود طلبات شراء دون وجود طلبات بيع أو العكس حتى بظل توسيع الحدود السعرية لن يزيد من حجم التداول بل وجود بائع لكل مشتر ووجود مشتر لكل بائع وهذه المعادلة تتحقق بمعزل عن ضيق أو اتساع الحدود السعرية. سوق عمقه حتى مع ازدياد عدد الصفقات ومن ثم حركة التداول.

سادساً- تحليل الآثار المحتملة للسماح لرأس المال الأجنبي بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية^(٦٣):

سمح قانون الشركات رقم ٣ للعام ٢٠٠٨ للأجانب بالاكتتاب على أسهم الشركات المساهمة السورية، وفق قواعد معينة، وعلى الرغم من أن الكثير من المستثمرين الأجانب لهم حصص في العديد من الشركات المساهمة السورية، المدرج بعضها الآن في سوق دمشق، ولكنهم غير قادرين على ممارسة حقوقهم في التداول وعلى الرغم من أن قانون سوق دمشق للأوراق المالية وفي المادة رقم (٧٠) قد أجاز للأجانب إمكانية التداول في السوق، وفق تعليمات تصدر عن هيئة الأوراق المالية السورية.

ومنذ فترة قريبة أعدت هيئة الأوراق المالية دراسة من أجل تفعيل المادة رقم ٧٠ من قانون سوق دمشق وتم إرسالها للجهات المختصة من أجل إصدار التعليمات التنفيذية لمباشرة الأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية وانطلاقاً من أهمية هذا القرار على السوق من حيث التداول والأسعار والتطور فقد تم توقع هذه الآثار .

أ- تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق المالية على حركة التداول فيه:

من المؤكد أن السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية سيحول سوق دمشق من سوق محلية إلى سوق دولية أي إنه سيسمح بالكتلات النقدية الأجنبية وهي بمئات المليارات من الدخول إلى السوق للقيام بعمليات التداول بيعاً وشراءً وسيؤدي ذلك إلى زيادة الكتلة النقدية وزيادة حركة التداول في السوق.

كما أن هناك الكثير من المستثمرين الأجانب لهم أسهم في شركات مساهمة سورية سيتمكنون من تفعيل القانون من ممارسة حقوقهم في البيع والشراء للأسهم أي القرار سيسمح بتحريك الكتلة النقدية الموجودة حالياً والمجمدة للأجانب المالكين كما سيسمح بدخول كتلة نقدية خارجية للتداول في السوق. ورفد السوق بكتلة نقدية أكبر سيزيد من مستوى عمق السوق ومن ثم لا يؤثر عدد قليل من الصفقات على اتجاه السوق.

(٦٣) الاقتصادية، العدد ٣٩٩، ٢١ حزيران ٢٠٠٩، ص ١٦.

ب- تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق على اتجاهات الأسعار فيه:

إن السماح للأجانب سيسمح بدخول كتلة نقدية كبيرة على السوق ما يعني أن ذلك سيعطي مضاعفات لاتجاه السوق سواء في عملية الصعود أم في عملية الهبوط أي إن زيادة الكتلة النقدية ستولد ضغطاً أكبر تجاه السائد في السوق ولا يعني بالضرورة أن السماح للأجانب بدخول السوق سيرفع من الأسعار السوقية من الأسهم ولكنه سيضعف من تسارع الاتجاه السائد في السوق .

ج- تأثير السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية على كفاءة السوق:

إن كفاءة السوق تعني مدى سرعة استجابة السوق للأسعار العادلة للورقة المالية وكلما كانت كفاءة السوق أكبر كانت أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق أي إن كفاءة السوق مرتبطة بصورة مباشرة بالمعلومة وسرعة انتشارها وهذا العامل مرتبط بكفاءة إدارة السوق وقدرتها على ضمان وصول جميع المعلومات المتعلقة بالشركات المساهمة بالسرعة الممكنة إلى جميع المستثمرين وبوقت واحد وتوفر أجهزة إعلامية محترفة قادرة على نشر المعلومة بأقصى سرعة ممكنة إلى أكبر شريحة ممكنة من المستثمرين .

إذاً لن يغير دخول الأجانب من كفاءة السوق بقدر ما سيجعل السوق أكثر انفتاحاً على العالم الخارجي .

د- تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق على جذب الاستثمار الاجنبي :

إن السوق المالية في أي بلد بالعالم هي مرآة للاقتصاد الوطني وصورة شفافة عن قوة اقتصاد البلد وتشريعاته وقوانينه من حيث التراخيص والنظام الضريبي ومدى حرية دخول وخروج الرساميل من وإلى خارج البلد وبالتأكيد فإن نجاح تجربة الرساميل الأجنبية في سوق دمشق للأوراق المالية سيشجع الأجانب بشكل أو بآخر على محاولة اختبار قطاعات ومجالات أخرى ضمن الاقتصاد السوري ولذلك فإن الاستثمار الأجنبي في سوق دمشق للأوراق المالية سيكون بوابة عبور للأجنبي للاستثمار في قطاعات أخرى في سورية.

هـ- فعالية قرار السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق في ظل عدد الشركات المدرجة في السوق حالياً:

يرتبط حجم التداول بالدرجة الأولى بعمليات البيع والشراء التي تمت على الأسهم بغض النظر عن عدد الشركات المدرجة في السوق.

لذلك فإن تأثير السماح للأجانب بالتداول في السوق محدود إلا أنه خطوة مهمة ومتقدمة لمرحلة أخرى يمكن أن يتم فيها إدراج أسهم شركات أجنبية في سوق دمشق كما يتم إدراج أسهم شركات محلية في أسواق مالية أجنبية .

ومن ثم لا يجب تأخير هذه الخطوة بل إنها تأتي ضمن خطوات عديدة لانفتاح الاقتصاد السوري.

و- تأثير دخول رأس المال الأجنبي لسوق دمشق للأوراق المالية على تحول السوق إلى سوق للمضاربة بدلاً من الاستثمار وتأثره بالآزمات العالمية:

إن التخوف من المضاربة في ظل الحدود السعرية الضيقة غير مبرر وخاصة مع وجود قرار بمنع بيع في يوم الشراء نفسه فالقوانين الموجودة في السوق نفسها هي التي تسمح بأن يتحول هذا المال إلى مضارب أو لا بغض النظر عن هويته .

أما من جهة حساسية السوق تجاه الأزمات المالية الخارجية فبالأكيد انفتاح السوق على العالم الخارجي سيجعله بالضرورة أكثر تأثراً بالآزمات المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أكثر استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي فهذا التخوف مبرر ولكن علينا أن ننظر للإيجابيات كما ننظر للسلبيات وفي هذه الخطوة من الإيجابيات ما يتجاوز سلبياته.

ن- تأثير دخول رأس المال الأجنبي في تشجيع رأس المال الوطني على تأسيس شركات مساهمة جديدة تدرج في السوق المالية:

ما زالت سوق دمشق للأوراق حتى الآن بفترة تجريبية واختبار، ويحتاج رأس المال إلى فترة كافية من الوقت ليرى نتائج نجاح هذه السوق سواء من حيث الإدارة والتشغيل وضبط السوق وفعالية الأنظمة الإلكترونية وشفافية التعامل مع المستثمر لذلك علينا ألا نستعجل رأس المال هذا بل نتركه يقرر تبعاً للنتائج التي سيراها في سوق دمشق للأوراق المالية كما أن للتوعية من خلال البرامج التلفزيونية والندوات التدريبية والحملات الإعلانية دوراً في إظهار محاسن وفوائد شركات المساهمة سواء للمستثمر أم للاقتصاد الوطني بشكل عام.

كما أن اختلاط المستثمر الأجنبي بالمستثمر المحلي سينقل ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية بشكل غير مباشر وخبراته في التعامل وتأسيس شركات مساهمة تدعم الاقتصاد وتقوم بتعبئة المدخرات.

ي- تأثير دخول رأس المال الأجنبي على صغار المستثمرين المحليين في سوق دمشق للأوراق المالية:

من أهم عناصر السوق المالية صغار المستثمرين لأنهم يشكلون من حيث الكم كتلة نقدية ضخمة تؤثر على السوق من حيث حجم التداول واتجاهاته السعرية ولذلك فإن دور صغار المستثمرين كبير ومهم جداً إلا أنه بالوقت نفسه خطر لأن الأغلبية منهم تقع ضمن فئة ضعيفي الخبرة والمعرفة بالسوق ومن ثم فهم عادة الذين يطلق عليهم بالتابعين وعلى كل لا يمكن لأي اقتصاد يريد التحول إلى نظام الشركات المساهمة الكبيرة أن يقوم بهذه الخطوة دون مساهمة وتمويل صغار المستثمرين ولكن لا بد من الاعتراف بأن رأس المال الأجنبي يملك من الخبرة أكثر مما يملكها صغار مستثمرينا ومن ثم لابد من هذا المستثمر من أن يستعين وخاصة في المراحل الأولى بالخبرات المالية والاستشارية في هذا الميدان.

ويرى الباحث ان الآثار الإيجابية الناجمة عن السماح للأجانب في التداول في السوق هي:

- خطوة جديدة أخرى للأمام نحو اقتصاد السوق والانخراط في النظام الاقتصادي العالمي
- زيادة في حركة التداول على الأوراق المالية بيعاً وشراءً.
- زيادة نشاط السوق المالية.
- تشجيع شركات مساهمة أجنبية على الاندراج في السوق .

أما الآثار السلبية فتتمثل بالتالي:

- حدوث تذبذبات سعرية كبيرة في السوق نتيجة لخبرة رأس المال الأجنبي في توقيت عملية البيع والشراء.
- سرعة هروب رأس المال الأجنبي من السوق عند أقل هزة فيه.

سابعاً- المؤشر المثقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية dwx :

يتم استخدام مؤشرات الأسعار في أسواق المال بصفة عامة بغرض قياس أداء السوق من ارتفاع أو انخفاض، حيث أن ارتفاع وانخفاض مؤشرات أسعار الأوراق المالية يرتبط بصورة رئيسية بارتفاع أسعار الأوراق المالية المدرجة وانخفاضها، وقياس المؤشر مستوى الأسعار في السوق بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق المال وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشرات عكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

حيث يوجد نوعين من المؤشرات، مؤشرات عامة وتضم المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة ككل، ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لكل قطاع أو صناعة.

ونظراً لأن نشاط الشركات المدرجة في السوق المالية يمثل عادةً الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وإذا اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

هذا ويساعد المؤشر المستثمرين بإعطائهم فكرة سريعة عن العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، كما يمكن استخدام المؤشر لوضع تصور عن حالة السوق في المستقبل، إلى جانب استخدامه لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية.

ومن أكثر الطرق استخداماً في إعداد المؤشرات هي طريقة رسملة السوق لحساب مؤشرات الأسعار حيث يتم من خلال هذه الطريقة استخدام القيمة السوقية للأوراق المالية (عدد الأسهم $\times$ سعر السهم في السوق) كأساس لحساب المؤشر، ويمكن تعديل هذه الطريقة لتكون مرجحة بنسبة الأسهم الحرة "نسبة الأسهم المتاحة للتداول" أي (عدد الاسهم الكلي $\times$ سعر السهم في السوق $\times$ نسبة الأسهم الحرة)، نظراً لأن عدم الأخذ بنسبة الأسهم الحرة في حساب المؤشر لا يعطي صورة حقيقية للسوق ولا يكون المؤشر قياساً سليماً.

وبالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية، ونظراً لضآلة عدد الشركات المدرجة يكتفى حالياً بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، وعند تزايد عدد الشركات وتوفر التنوع

القطاعي في السوق مستقبلاً ستقوم السوق بإعداد مؤشرات قطاعية باستخدام طريقة رسملة السوق المرجحة بنسبة الأسهم الحرة، وهي الطريقة المستخدمة حالياً في معظم الأسواق العالمية والعربية.

ثامناً- أهمية التحليل المالي في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية:^{٦٤}

من العوامل الهامة لنشوء سوق مالية نشيطة وكفاءة وجود صناعة تحليل مالي متقدمة وصحافة مالية متطورة تنشر التحليلات المالية وتتابع أخبار ونشاطات الشركات المساهمة بشكل يومي ليطلع المستثمرون على أوضاع الشركات وأدائها المتوقع، والقيمة الحقيقية لأوراقها المالية المتداولة في البورصة.

فالشركات المساهمة والبنوك خاصة تنشر تقاريرها المالية في الصحف اليومية مرتين في السنة (تقارير سنوية وتقارير نصف سنوية)، لكن ليس كل مستثمر قادر على قراءة وفهم وتحليل هذه التقارير المالية، والتوصل إلى نتائج منطقية (موضوعية) حول تأثير أداء الشركة الحالي والمتوقع على أسعار أوراقها المالية. فهناك حاجة ماسة لمحللين ماليين مؤهلين وموثوقين يقومون بهذه المهمة، يتطلع جمهور المستثمرين إليهم وينتظر سماع نتائج أبحاثهم وتوصياتهم.

يعتبر هذا العمل من صلب مهام شركات الوساطة المالية، حيث توجد فيها عادة دوائر أبحاث تقوم بدراسات واستقصاءات وتحليلات ومقابلات مع مديري الشركات المساهمة لتفحص أوضاعها

كذلك من المفروض أن يكون هناك محللون ماليون مستقلون يقومون بهذا النشاط كجزء من عملهم البحثي كأساتذة جامعات متخصصين أو كاستشاريين ماليين مجربين أو كمستثمرين متمرسين في التوظيف وإدارة حقائب الاستثمار في أوراق مالية أو كمسؤولي استثمار في دوائر الخزينة. مثل هؤلاء المحللين الماليين يجمعون عادة ما بين المؤهلات العلمية والخبرات العملية والاستقلالية والموضوعية.

ومن الضروري في هذه المرحلة البكرة من بدء التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عمل كل ما يلزم لتشجيع التحليل المالي من خلال شركات الوساطة ومن خارجها. وهنا يطرح سؤالان هامين في هذا الصدد.

^{٦٤} - من موقع سيرييا بورصة، صفحة سوق دمشق للأوراق المالية، <http://www.syria-bourse.com/index.php?page=bmV3c>

السؤال الأول: هل يسمح لأي كان بالقيام بالتحليل المالي، أم أنه يجب السماح فقط لمحللين مؤهلين تعتمدهم الهيئة الرقابية المشرفة على الأوراق والأسواق المالية، أسوة بلوائح مفتشي (مدققي) الحسابات المعتمدة من قبل وزارة المالية وهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الملزمة للشركات المساهمة بالاختيار منها! ومن الجهة الصالحة لتصنيف واعتماد محللين ماليين؟

السؤال الثاني: ما الحافز الذي يدفع المحللين الماليين الخارجيين (المستقلين) للقيام بهذه المهام الهامة لنجاح سوق الأوراق المالية ومن يعوضهم عن خبرتهم وعملهم وأتعابهم؟ هل يتم التعويض من قبل وسائل الإعلام، أو شركات الوساطة المالية، أو هيئة الأوراق المالية، أو سوق دمشق للأوراق المالية، أو الشركات نفسها (تقوم الشركة التي يجري عليها تحليل مالي بدفع تعويض مادي مناسب للمحلل - مع احتمال حدوث تضارب مصالح (Conflict of Interest)، أو هيئات المستثمرين في البورصة (إن وجدت تنظيمات من هذا النوع).

تاسعاً- التحليل الأساسي والتحليل الفني لسوق دمشق للأوراق المالية^(٦٥):

مما لا شك فيه أن المستثمر عندما يرغب في اتخاذ قرار بشأن القيام بعملية التداول (بيع وشراء) لا بد له من القيام بعملية التحليل الذي يسبق اتخاذ القرار، حتى يستطيع الوصول إلى القرار السليم، واتفقت جميع النظريات التي تناولت عمليات التحليل في البورصات عموماً على طريقتين أساسيتين للتحليل وهما: التحليل الفني والتحليل الأساسي.

حيث يجيب التحليل الأساسي على هذا السؤال - ماذا يمكن أن يقوم الشخص بشرائه أو بيعه، ويرد عليه التحليل الفني بسؤال آخر - متى يمكن أن يقوم الشخص بالشراء أو البيع.

يعتبر تقييم الأسهم الخطوة الأولى للاستثمار الناجح إذ بوساطته يستطيع المستثمر معرفة سوية السهم وبالتالي تكون القرارات الاستثمارية مبنية على أسس سليمة وصحيحة، هناك عدة وسائل لتقييم الأسهم تعتمد في مجملها على كل من إيرادات الشركة والتدفقات النقدية وتوزيعات الأرباح وهو ما يسمى بالتحليل الأساسي، والطريقة الثانية باستخدام التحليل الفني والذي يهتم بمراجعة السلوك الخاص لأسعار الأسهم في ظل ظروف السوق المختلفة ومحاولة التنبؤ بالسعر المستقبلي للأسهم استناداً إلى ظروف السوق الحالية والمتوقعة وحجم التداول

(٦٥) عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ص ٢٩٨.

أ- التحليل الأساسي (تقييم الأسهم) Shares Valuation :

ويهدف التحليل الأساسي إلى قراءة وتفسير كل المقاييس الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم والتحليل الأساسي ويركز على الأولويات التالية:

- المناخ الإقتصادي بصورة شاملة.
- الظروف الخاصة بالشركات.
- المقاييس الخاصة بالشركات.

ب- التحليل الفني:

إن جوهر التحليل الفني هو أن العرض والطلب يتحكمان في أسعار جميع الأسهم.

كيف يتم التحليل الفني؟

يتم التحليل الفني باستخدام الرسوم البيانية التي تظهر حركة سعر عملة ما أو سهم – لفترات ماضية وذلك بأن يقوم المتاجر بإلقاء نظرة على الرسم البياني لسعر سلعة ما ثم باستخدام تقنيات التحليل الفني سيتمكن من توقع كم سيكون سعر هذه السلعة بعد فترة من الوقت وعلى أساس هذا التوقع وعلى حسب قوة احتماله سيتخذ المتاجر قرارات البيع أو الشراء هناك ثلاث قواعد رئيسية يعتمد عليها التحليل الفني وهي:

- سلوك السوق يتجاهل كل شيء Market Actions Discount Everything
- الأسعار تتحرك في اتجاهات Prices Moves in Trends
- التاريخ يعيد نفسه History Repeats Itself

وأكثر الأدوات استخداما لتحقيق التحليل الفني هي:

- الرسم البياني Charts
- أشكال التعبير عن حركة السعر (الخط - القضبان - الشموع)
- ميل السعر Trend
- القنوات السعرية Channels
- الدعم والمقاومة Support and Resistance
- نماذج الرسوم البيانية Patterns
- المتوسط الحسابي Moving Average
- خطوط بولينجر Bollinger Bands

- مؤشر القطع المكافئ (الوقف والعكس) (اس أيه آر Parabolic SA Divergence)
- مؤشر القوة النسبية Relative Strength Index
- مؤشر الإحصائي البطيء Slow Stochastic
- الفجوة السعرية Ga

عاشراً- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين:

وضعت ادارة سوق دمشق عدد من الضوابط لحماية جمهور المستثمرين يذكر من هذه الضوابط مايلي:

- لا يمكن بيع الأوراق المالية إلا التي تملكها.
- لا يوجد بيع على الهامش.
- لا يمكن بيع الورقة المالية التي تم شراؤها في نفس اليوم.
- يتم نشر البيانات لجميع المستثمرين بشكل فوري.
- الرقابة المباشرة على التداول لمنع الممارسات غير السليم

المبحث الثاني

الجانب العملي: الدراسة الميدانية

يتناول هذا المبحث تحليلاً للبيانات التي احتوتها الاستبانة والتي أعدها الباحث في ضوء فرضيات البحث ووزعها على عينة منقاة في سوق دمشق للأوراق المالية وشركات الوساطة المالية والشركات المساهمة، وذلك بهدف التأكد من صحة الدراسات النظرية التي قام بها وتدعيماً للفرضيات التي وضعها .

ومن أجل تحقيق ذلك، يرى الباحث ضرورة مناقشة المواضيع التالية:

أولاً- جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.

ثانياً - تحليل واختبار البيانات والفرضيات.

ثالثاً- النتائج والتوصيات.

أولاً- جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.

تناول الباحث في هذا المبحث توضيحاً لأساليب جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة والإجراءات التي اتبعت في معالجة أداة الدراسة والتي تتمثل في الاستبانة. وقد تمت دراسة المواضيع التالية:

١. حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة.
٢. أسلوب جمع البيانات وتصميم استمارة الاستبيان.
٣. درجة استجابة العينة.
٤. الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات.
٥. أداة الدراسة .
٦. صدق أداة الدراسة .
٧. ثبات أداة الدراسة .

١ - حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة:

ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها وجد الباحث ضرورة أن يتألف مجتمع البحث من سوق دمشق للأوراق المالية السورية وموظفي السوق وأصحاب الشركات المدرجة فيها والمستثمرين المتداوليين في السوق بالإضافة إلى شركات الوساطة المالية وعدد من الشركات المساهمة.

٢ - أساليب جمع البيانات:

لتحقيق الهدف من هذا البحث وجمع البيانات اللازمة، قام الباحث بتصميم استمارة استقصاء موجهة إلى العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية والمستثمرين وشركات الوساطة المالية لمعرفة مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية بجذب الاستثمار، وذلك بعد الإطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة والمراجع ذات الصلة بالموضوع، وقد استخدم مقياس ليكرت الخماسي للحصول على مؤشرات كمية يسهل إخضاعها للتحليل الإحصائي، وقد غطت أسئلة الاستبيان الفرضيات الموضوعية لحل مشكلة البحث .

٣ - درجة استجابة العينة:

وفي سبيل تحديد حجم العينة الواجب سحبها من المجتمع والذي هو بحدود $N=2000$ وهو رقم تقريبي اعتمد الباحث على القانون التالي في تحديد حجم العينة:

$$n = \frac{NZ_{\alpha/2}^2 Q^2}{(N-1)d^2 + Z_{\alpha/2}^2 Q^2}$$

حيث أن:

n حجم العينة

N تشير إلى حجم المجتمع وهو بحدود ٢٠٠٠

Q^2 التباين في المجتمع وقد قدرت قيمته في عينة استطلاعية $S^2 = ٠,٦٤$

$Z_{\alpha/2}^2$ احتمال الدقة المطلوبة وقد اعتمدت احتمال دقة ٩٩٪ حيث $Z_{\alpha/2} = ٢,٥٨$

d مقدار الخطأ المتسامح به لمتوسط الإجابات وقدر $d = ٠,٢$

$$n = \frac{2000(2.58)^2(0.8)^2}{1999(0.2)^2 + (2.58)^2(0.8)^2} = 101$$

قام الباحث بتوزيع ١٢٠ استبانة على العينة التي حددها وعاد للباحث ١٠١ استمارة صالح منها ٦٠ أي بنسبة 59% وبناءً عليه تم التحليل وهي نسبة جديرة بالموثوقية العلمية ويمكن الاعتماد عليها.

٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

تمت معالجة بيانات الدراسة من خلال بعض الأساليب الإحصائية التي توفرها مجموعة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS Version 16.0) وهي:

- المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري (Standard Deviation):
- لتحديد استجابات أفراد مجتمع الدراسة نحو محاور وأبعاد الدراسة المختلفة.
- التكرارات والنسب المئوية: لوصف خصائص مجتمع الدراسة، ولتحديد الاستجابة تجاه محاور وأبعاد الدراسة التي تضمنتها أداة الدراسة.
- معامل ارتباط بيرسون (Pearson): بين درجة العبارة والدرجة الكلية للمحور الذي تنتمي إليه لتحديد مدى الصدق البنائي والاتساق الداخلي لأداة الدراسة.
- معامل ارتباط كرونباخ ألفا (Cronbachs Alpha): لتحديد معامل ثبات أداة الدراسة.
- تحليل الانحدار البسيط (Simple Regression): لمعرفة مدى معنوية وجوهية العلاقات

٥- أداة الدراسة :

قام الباحث بتصميم استمارة استقصاء - موجهة إلى العاملين في سوق دمشق للأوراق المالية والمستثمرين وشركات الوساطة المالية - لمعرفة مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية بجذب الاستثمار، وذلك بعد الإطلاع على مجموعة من الدراسات السابقة والمراجع ذات الصلة بالموضوع، وقد تم تقسيمها إلى خمسة محاور رئيسية كالتالي:

- المحور الأول: محاور المتطلبات اللازمة لتوفر المناخ الجاذب للاستثمار ويتضمن ١٦ عبارة موزعة على المتطلبات الرئيسية للاستثمار وهي المناخ الملئم العام - الاستقرار السياسي والاقتصادي - توفر التشريعات والقوانين الناظمة - جودة إدارة الاستثمار.

- المحور الثاني: فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية يتضمن هذا المحور (١٥) عبارة تقيس مدى كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية
- المحور الثالث: تحول الشركات القائمة إلى الشركات المساهمة محور يتضمن هذا المحور (٨) عبارات تقيس الإمكانية التي يوفرها سوق دمشق للأوراق المالية للتحول الشركات القائمة إلى الشركات المساهمة
- المحور الرابع: محور الشفافية في التعامل مع الجمهور ويتضمن هذا المحور (٨) عبارات نتائج تقيس مدى الشفافية والإفصاح في المعلومات والبيانات حين التعامل مع الجمهور
- المحور الخامس: محور جذب المدخرات وتحويلها للاستثمار يتضمن هذا المحور (١١) عبارة تقيس مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في جذب المدخرات وتحويلها إلى قطاع الاستثمار.

٦- صدق أداة الدراسة :

- يعرف صدق أو صلاحية Validity أداة المقياس على أنها قدرة هذه الأداة على قياس الشيء الذي صممت من أجله بدقة، واختبار صدق المقاييس المستخدمة إحصائياً قام الباحث بالتالي:
- ١- عرض قائمة الاستقصاء على مجموعة من الأساتذة المختصين للتأكد من طريقة صياغة الأسئلة ووضوحها ومدى تناسبها مع الموضوع، حيث قام الباحث بإجراء كافة التعديلات التي طلبها الأساتذة قبل توزيعها على المستقصىء منهم.
 - ٢- اختبار مصداقية النتائج المحققة من المقاييس المستخدمة من خلال استخدام معامل الاتساق الداخلي الذي يقيس مصداقية كل بند من بنود الاستقصاء وحساب مستوى معنويته ولقد اتضح من خلال نتائج التحليل الإحصائي لمصداقية بنود الاستقصاء المبينة في الجدول رقم (١) أن جميع بنود الاستقصاء معنوية، وهذا يعني أن جميع بنود الاستقصاء تتمتع بالمصداقية، وعليه فإن الباحث اعتمد جميع بنود قائمة الاستقصاء دون حذف أي منها كونها كلها معنوية.

جدول رقم (٢)
درجة مصداقية النتائج المحققة من كل بند من بنود الاستقصاء

المحور (٢)						المحور (١)					
المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند
0.454(*)	0.01	9	0.251	0.81	١	0.647(**)	0.00	9	0.0176	0.00	١
0.64(**)	0.00	10	0.77(**)	0.00	٢	0.793(**)	0.00	10	0.624(**)	0.00	٢
0.69(**)	0.00	11	0.74(**)	0.00	٣	0.602(**)	0.003	11	0.507(**)	0.004	٣
0.78(**)	0.00	12	0.59(**)	0.001	٤	0.523(**)	0.00	12	0.671(**)	0.00	٤
0.63(**)	0.00	13	0.64	0.73	٥	0.676(**)	0.00	13	0.737(**)	0.00	٥
0.62(**)	0.00	14	0.22(*)	0.23	٦	0.63(**)	0.00	14	0.756(**)	0.00	٦
0.46(**)	0.01	15	0.53(**)	0.002	٧	0.67(**)	0.001	15	0.515(**)	0.004	٧
-	-	16	0.65(**)	0.00	٨	0.66(**)	0.00	16	0.721(**)	0.00	٨
المحور (٥)						المحور (٤)			المحور (٣)		
المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند	المعامل	المعنوية	رقم البند
0.60(**)	0.00	٦	0.65(**)	0.00	١	0.41(*)	0.023	١	0.647	0.00	١
0.63(**)	0.00	٧	0.69(**)	0.00	٢	0.75(**)	0.00	٢	0.689	0.00	٢
0.73(**)	0.00	٨	0.57(**)	0.00	٣	0.77(**)	0.00	٣	0.718	0.00	٣
0.77(**)	0.00	9	0.63(**)	0.0	٤	0.26	0.150	٤	0.848	0.007	٤
0.62(**)	0.00	10	0.53(**)	0.02	٥	0.56(**)	0.001	٥	0.482	0.00	٥
						0.57(**)	0.01	٦	0.615	0.00	٦
						0.63(**)	0.00	٧	0.690	0.00	٧
						0.64(**)	0.00	٨	0.726	0.00	٨

٧-ثبات أداة الدراسة:

للتأكد من ثبات المقاييس المستخدمة قام الباحث باستخدام طريقة معامل ألفا كرونباخ Alpha Cronbach وذلك من خلال برنامج (SPSS 16) وتوضح النتائج الواردة في الجدول رقم (٣) أن قيمة معامل ألفا للمقاييس المستخدمة في الدراسة كلها أكبر من (٠,٦٠) وهو الحد المقبول في

هذا الاختبار، على اعتبار أن قيمة معامل الثبات ألفا تتراوح بين صفر وواحد، وكلما اقتربت من الصفر دل على عدم وجود ثبات.

جدول رقم (٣)

اختبار قيمة معامل ثبات المقياس Cronbach Alpha

المقياس	عدد الأسئلة	قيمة معامل الثبات
المتطلبات اللازمة لتوفر المناخ الجاذب للاستثمار	16	0.90
فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية	15	0.859
تحول الشركات القائمة إلى الشركات المساهمة	8	0.858
الشفافية في التعامل مع الجمهور	8	0.784
جذب المدخرات وتحويلها للاستثمار	11	0.877
الكلية	58	0.925

** تعني: دال إحصائياً عند مستوى أقل من 0.01.

يتضح من الجدول رقم (٣) أن معامل الثبات العام لمحاول البحث عال حيث تراوح بين (0.748-0.925) وهذا يعني أنها تتمتع بالثبات.

الخلاصة:

مما سبق نرى أن المقاييس المستخدمة تتمتع بالصدق، والثبات اللزمين للقيام بالتحليل الإحصائي واختبار صحة الفروض من دون حذف أية عبارة من عبارات المقاييس، وهذا يعني إمكانية الاعتماد عليها في التحليل الإحصائي (الدراسة الميدانية).

ثانياً- تحليل واختبار البيانات والفرضيات

انطلق الباحث في سبيل إنجازه لبحثه من متغيرات مستقلة وهي فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية- التحول إلى الشركات المساهمة- القدرة على التعامل مع الجمهور والتي لها علاقة وتأثير قوي على القرار الاستثماري الذي يمثل المتغير التابع وسيعمل الباحث في هذا المبحث على إجراء أربعة تحاليل وهي :

➤ تحليل المتطلبات الأساسية التي تساعد سوق دمشق للأوراق المالية في جذب الاستثمار إلى سورية.

➤ تحليل فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية

➤ تحليل القدرة على تحول الشركات الفردية والعائلية إلى الشركات المساهمة

➤ تحليل قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين

من خلال استمارات الاستبيان وما تشير إليه من دلالات مقارنة بالدراسة النظرية التي قام بها الباحث معتمداً على وضع فرضيتين أساسيتين وهما :

١-الفرضية الأولى:

تتوفر المتطلبات الأساسية (مناخ الاستثماري، البنية التحتية، التشريعات والقوانين، إدارة الاستثمار) التي تساعد سوق دمشق للأوراق المالية في جذب الاستثمار إلى سورية.

٢-الفرضية الثانية:

هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

١/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

٢/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحول إلى الشركات المساهمة وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

٣/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

١ - تحليل مدى توفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار:

جدول رقم (٤)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب المناخ الاستثماري العام

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل	النتيجة
الاستقرار السياسي والاقتصادي	الوسط الحسابي	4.45	4.57	4.58	4.53	يتوفر
	الانحراف المعياري	٠.52	٠.534	٠.90	٠.68	
الموقع الجغرافي المميز	الوسط الحسابي	2.72	3.28	3.66	3.23	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.27	1.25	1.15	1.25	
توفر وتنوع الفرص الاستثمارية	الوسط الحسابي	3.45	3.42	3.83	3.60	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.21	٠.97	٠.83	1.00	
حرية انتقال رؤوس الأموال	الوسط الحسابي	2.63	2.71	3.25	2.90	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.20	1.60	1.21	1.29	

يبين الجدول رقم (٤) أن توفر المناخ الاستثماري قد تراوح متوسطه الحسابي بين (2.9 و 4.5) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة على توفر المناخ الاستثماري الملائم من حيث الاستقرار السياسي والاقتصادي وقد بلغ المتوسط الحسابي لتوفر هذا المطلب على مستوى العينة ككل (3.94)، كما تبين توفر الفرص للاستثمار الأجنبي المباشر حيث بلغ المتوسط الحسابي الذي يشير إلى توفر هذا المطلب على مستوى العينة ككل (٣،٢٢) وبالنسبة حرية انتقال رؤوس الأموال لخارج القطر فقد تبين أن الشركات المساهمة وموظفي شركات الوساطة المالية لم يوافقوا على توفر هذا المطلب حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى عدم موافقتهم (٢،٦-٢،٧) على التوالي في حين اختلف معهم أصحاب رؤوس الأموال (المستثمرين) ووافقوا على أن الفرصة متاحة لحرية انتقال أموالهم لخارج القطر حيث بلغ الوسط الحسابي (٣،٢٥).

النتيجة الأولى المتعلقة بالمناخ الاستثماري:

يتميز المناخ الاستثماري العام في سورية بالاستقرار السياسي والاقتصادي والموقع الجغرافي المميز وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة إلا أن هناك حاجة أكبر لحرية انتقال رؤوس الأموال.

جدول رقم (٥)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتوفر المطلب المتعلق بالبنى التحتية

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل	النتيجة
بنية اتصالات متطورة	الوسط الحسابي	2.9	3.85	3.75	3.46	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.37	1.06	1.13	1.25	
توفر طرقات	الوسط الحسابي	3.18	3.57	3.5	3.4	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.40	1.13	1.24	1.24	
توفر المرافق	الوسط الحسابي	3.36	3.42	3.66	3.50	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.20	0.97	1.150	1.10	
المدن الصناعية والمناطق الحرة	الوسط الحسابي	3.36	3.71	4.16	3.76	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.20	0.75	0.83	1.00	

يبين الجدول رقم (٥) توفر المطلب المتعلق بالبنى التحتية قد تراوح الوسط الحسابي لذلك بين (٣,٤ و ٣,٧) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة على توفر البنى التحتية اللازمة من طرقات ومرافئ ومدن صناعية ومناطق حرة، حيث بلغ المتوسط الحسابي لتوفر الطرقات على مستوى العينة ككل (3.4) ولتوفر المرافق (٣,٥) ووجود المدن الصناعية والمناطق الحرة (٣,٧) وكذلك الامر بالنسبة لبنية الاتصالات حيث بلغ الوسط الحسابي لموافقة افراد عينة ككل (٣,٤٦) في حين اعتبر افراد عينة الشركات أن بنية الاتصالات غير متطورة بما يكفي حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى ذلك (٢,٩).

النتيجة الثانية المتعلقة بالبنى التحتية:

تتميز سورية بتوفر البنى التحتية الأساسية من طرقات وكهرباء ومياه ومرافئ متطورة ومدن صناعية وهي أمور تساعد في خلق بيئة استثمار مميزة تريح المستثمر وتمنحه جو من الثقة والأمان في تنفيذ مشاريعه والتوسع بها. إلا أن بنية الاتصالات الحالية غير متطورة بما يكفي.

جدول (٦)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتوفر مطلب البنية القانونية والتشريعية

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	الشركات	الموظفين	المستثمرين	العينة ككل	النتيجة
وجود تشريعات خاصة بالاستثمار	الوسط الحسابي	2.81	2.85	3.33	3.03	يتوفر
	الانحراف المعياري	٠.98	1.06	1.30	1.12	
مخفزمات ضريبية واعفاءات	الوسط الحسابي	٣,٥٦	٣,٣٣	3.33	٣,٤	يتوفر
	الانحراف المعياري	٠.98	1.25	1.15	1.11	
تشريعات اقتصادية أخرى	الوسط الحسابي	2.54	3.42	3.25	3.03	يتوفر
	الانحراف المعياري	.68	1.13	٠.86	٠.92	
نظام ضريبي عادل	الوسط الحسابي	2.72	3.42	3.58	3.23	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.10	1.13	٠.99	1.10	
قوانين تضمن حرية انتقال رؤوس الأموال	الوسط الحسابي	2.54	3.42	3.16	3.00	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.035	1.39	٠.93	1.11	

يبين الجدول رقم (٦) أن توفر المطلب المتعلق بالبنية التشريعية والقانونية قد تراوح متوسطه الحسابي بين (٣,٠٠ و ٣,٢٣) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة ككل على توفر البنية القانونية والتشريعية اللازمة حيث دلت الدراسة على وجود تشريعات خاصة بالاستثمار حيث بلغ الوسط حسابي للعينة ككل (٣,٠٣) كما ان النظام الضريبي المعمول به حالياً عادل بوسط حسابي (٣,٢٣) ويتضمن بعض الاعفاءات الضريبية المرضية إلى حد ما حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٤).

كما توجد تشريعات اقتصادية أخرى تنظم عملية الاستثمار حيث بلغ الوسط حسابي للعينة ككل (٣,٠٣) بالإضافة إلى إمكانية تحويل وانتقال رؤوس الأموال حيث بلغ الوسط حسابي على مستوى العينة (٣,٠٠).

ويرى الباحث أن هذه النتائج تشير إلى مستوى رضا مقبول عن النظام القانوني الخاص بالاستثمار وبحاجة إلى تعديلات أخرى وخصوصاً في ما يتعلق بالتشريعات الاقتصادية المعمول بها حالياً.

النتيجة الثالثة المتعلقة بالبيئة القانونية والتشريعية:

تعد البيئة التشريعية والقانونية الملائمة من أهم الحوافز لقدم المستثمر وتتميز سورية بوجود التشريعات الخاصة بالاستثمار وتوفر النظم والتشريعات الاقتصادية الملائمة والمحفزات والاعفاءات الضريبية.

جدول رقم (٧)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب جودة إدارة الاستثمار

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	الشركات	الموظفين	المستثمرون	العينة ككل	النتيجة
السرعة بإنجاز المعاملات	الوسط الحسابي	2.90	3.85	3.75	3.46	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.37	1.06	1.13	1.25	
ابتعاد الإدارة عن البيروقراطية	الوسط الحسابي	3.18	3.57	3.50	3.40	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.40	1.13	1.24	1.24	
موظفين ذو خبرات وكفاءة	الوسط الحسابي	٣.90	٣,٦٧	3. 5٩	٣,٨٠	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.3٨	1.0٨	1.1٨	1.2٨	
وجود هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر	الوسط الحسابي	٣,٥٦	٣,٨٨	٣,٩٩	٣,٧٩	يتوفر
	الانحراف المعياري	1.40	1.13	1.24	1.24	
وجود إدارة ترويج للاستثمار الأجنبي	الوسط الحسابي	٢36	٢42	٢66	٢,٤٨	لا يتوفر
	الانحراف المعياري	1.20	٠.97	1.15	1.10	

يبين الجدول رقم (٧) ان توفر المطلب المتعلق بجودة إدارة الاستثمار قد تراوح متوسطه الحسابي بين (٣,٤٦ و ٣,٩٠) مما يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة ككل على توفر مطلب جودة إدارة الاستثمار حيث دلت الدراسة على ان السرعة بإنجاز معاملات المستثمر مقبولة حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٤٦) والابتعاد عن البيروقراطية بوسط حسابي (٣,٤٠) والاتجاه إلى تبسيط الإجراءات القانونية والإدارية بوسط حسابي (٣,٥٠) ويبين الجدول أيضاً وجود هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر بوسط حسابي (٣,٧٩) بينما أشارت الدراسة إلى عدم وجود إدارة لترويج الاستثمار الأجنبي على مستوى الدولة بوسط حسابي قدره (٣,٥٠)

النتيجة الرابعة المتعلقة بإدارة جودة الاستثمار: تنظم عملية الاستثمار إدارة هدفها الأول السرعة في إنجاز المعاملات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التابعة للمستثمر والابتعاد عن الديمقراطية من خلال موظفين ذو خبرات وكفاءة عالية بالعمل الإداري من كما توجد هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر ورغم ذلك لا توجد إدارة خاصة للترويج للاستثمار على مستوى القطر.

نتيجة الفرضية الاولى : نقبل بصحة الفرضية الاولى تتوفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار إلى سورية.

٢ - تحليل كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية :

يعد الاقتصاد السوري الآن بأمس الحاجة لسوق أوراق مالية ذات سيولة عالية وعلى درجة عالية من الكفاءة وذلك بهدف

- أ- خلق قنوات استثمارية جديدة تتجه إليها المدخرات بدلاً من تركزها في قطاع العقارات
- ب- وتحفز تأسيس شركات انتاجية من خلال توفير التمويل لمشروعات جديدة تصحح حالة عدم التوازن في جميع القطاعات^(٦٦)

ولمعرفة فيما اذا كان سوق دمشق المالي تتجه إلى تحقيق هذه الأهداف قام الباحث بحساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري للبنود الخاصة بكفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية فكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٨)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية

المتغيرات		شركات الوساطة	موظفي المؤسسات المالية	المستثمرين	عل العينة ككل
السيولة	الوسط الحسابي	3.09	3.00	4.0	3.43
	الانحراف المعياري	٠.94	1.29	1.04	1.13
استمرارية السعر	الوسط الحسابي	3.4	3.14	3.75	3.5
	الانحراف المعياري	1.0	1.46	٠.96	1.10
عمق السوق	الوسط الحسابي	3.72	3.7	3.75	3.73
	الانحراف المعياري	٠.78	1.25	٠.86	٠.90
الحدود السعرية	الوسط الحسابي	٢.72	٢.00	٢.91	٢.86
	الانحراف المعياري	1.00	٠.57	1.08	٠.93
عدد ايام التداول	الوسط الحسابي	4.18	4.28	4.25	4.23
	الانحراف المعياري	1.16	٠.487	٠.45	٠.77
نظام التداول إلكتروني	الوسط الحسابي	4.00	3.71	4.00	3.93
	الانحراف المعياري	٠.77	1.25	1.04	٠.98
عدد شركات الوساطة العاملة وانخفاض عمولاتها	الوسط الحسابي	2.45	2.42	3.66	2.93
	الانحراف المعياري	1.29	1.13	1.15	1.31
بيانات اداء الشركات المدرجة دقيقة ومتاحة	الوسط الحسابي	3.45	2.28	3.41	3.16
	الانحراف المعياري	1.29	1.38	1.24	1.34
نشر السوق للبيانات المالية في اوقاتها	الوسط الحسابي	3.27	2.42	3.91	3.33
	الانحراف المعياري	1.340	1.51	1.08	1.37
السعر العادل للورقة المالية	الوسط الحسابي	3.54	3.57	3.50	3.53
	الانحراف المعياري	1.29	٠.78	1.16	1.10

نلاحظ من الجدول رقم (٨):

(٦٦) الاقتصادية ملف خاص بسوق دمشق للأوراق المالية، آذار ٢٠١٠، ص ٢٧.

يتصف السوق بالسيولة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد العينة (٣,٣٤) وباستمرارية السعر وعمق في السوق حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد عينة الدراسة (٣,٥ و ٣,٧٣) على التوالي .

كما اتفق أفراد العينة ككل على وجود نظام تداول إلكتروني ذو فعالية عالية أدى إلى شفافية عمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الأوقات المحددة حيث بلغ الوسط الحسابي لموافقة أفراد العينة الدراسة ككل على البندين السابقين (٣,٤-٣,٨) على التوالي وهو ما جعل بيانات أداء الشركات متاحة لكل من وجهة نظر أفراد العينة (شركات وساكّة - مستثمرين) في حين أن موظفي المؤسسات المالية لم يوافقوا على ما سبق ذكره بأن أداء الشركات متاح والإفصاح عن أرباح الشركات حيث بلغ الوسط الحسابي (٢,٢-٢,٤) على التوالي .

أما فيما يتعلق بشركات الوساطة العاملة في السوق فتبين أن جميع أفراد العينة يوافقوا على أن عدد هذه الشركات مقبول في الوضع الحالي حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقتهم (٢,٣٩) ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على أسهمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى إعداد هذا البحث بـ ٥ شركات وساطة.

أما فيما يتعلق بالحدود السعرية لتداول الأسهم بـ +٢٪ فقد بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى عدم تأييد أفراد عينة الدراسة لهذه الحدود من ٢,٦٨ ويرى الباحث ضرورة رفع هذه الحدود إلى ٥٪. كما اعتبر جميع أفراد عينة الدراسة أن عدد أيام التداول البالغة ٣ أيام في الأسبوع كافية حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقتهم (٤,٢٣) وبرأي الباحث أن عدد الأيام مقبول في الوقت الحاليين نظراً لحدثة السوق وكونها سوق ناشئة ومحدودة عدد الشركات التي ادرجت أسهمها للتداول (١٢ شركة) وضعف حجم التداول الكلي فليس المهم زيادة عدد أيام التداول وإنما زيادة حجم التداول الكلي.

النتيجة:

يمتلك السوق العناصر اللازمة لعمله بكفاءة وقد أسهم وجود نظام تداول إلكتروني في تحقيق شفافية لعمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الأوقات المحددة وهو ما جعل بيانات أداء الشركات متاحة

أما فيما يتعلق بشركات الوساطة العاملة في السوق فتبين ان عدد هذه الشركات قليل في الوضع الحالي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على اسمهما في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى إعداد هذا البحث بـ ٥ شركات وساطة. كما أن عدد أيام التداول غير كافية وهناك ضرورة لرفع الحدود السعرية لتداول الأسهم البالغة + ٢٪.

٣ - تحليل إمكانية التحول من الشركات العائلية القائمة إلى شركات المساهمة:

يعد التحول إلى شركات مساهمة عامة من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمرارية الشركات العائلية وأداء دورها في عملية التنمية الاقتصادية وصمودها أمام كافة التحديات المحلية والخارجية.

ويمكن تصنيف مزايا هذا التحول في مجموعتين، الأولى تتعلق بالشركة العائلية نفسها وتنعكس عليها، والثانية تتعلق بالاقتصاد القومي للدولة.

أ- مزايا التحول إلى شركات مساهمة عامة بالنسبة للشركة العائلية:

- ١ - تجنب الانهيار عند غياب الجيل الأول من المؤسسين وانتقال الملكية إلى الورثة.
- ٢ - تساعد الحصول على التمويل بشروط ميسرة نسبياً تساعد على النمو من خلال القروض المصرفية وإصدار قروض سندات.
- ٣ - الاستفادة من مزايا الشركات المساهمة وخاصة إمكانية زيادة رأس المال لزيادة الموجودات بشقيها الثابت والمتداول واختيار الهيكل التمويلي المناسب لطبيعة الشركة مع الاستفادة من الرفع المالي.
- ٤ - تعزيز القدرة على مواجهة المصاعب والأزمات الاقتصادية الطارئة نتيجة توافر الخبرات والكفاءات الإدارية وتوزيع المسؤوليات.
- ٥ - الاستفادة من الدعم الحكومي وبخاصة في المجال الضريبي.
- ٦ - تقليل نسبة الملكية الاحتكارية سواء للأفراد أو المجموعات الم ت ربطة كالعائلة في رأس مال الشركة.
- ٧ - زيادة فاعلية الهيئات العامة للمساهمين في اجتماعاتها السنوية لمحاسبة وتقييم أداء إدارة الشركة عن العام الماضي، وسهولة إدخال مبادئ الحوكمة إلى الشركة.

٨ - الارتقاء بمستوى الإفصاح والشفافية من خلال زيادة الإفصاح الدوري مما يساعد في تدعيم الوعي الاستثماري لحملة الأسهم والمستثمرين المحتملين إلى جانب الرقابة على أداء الشركات.

٩ - إنشاء كيان أكبر قادر على المنافسة وتنويع القاعدة الإنتاجية وإجراء التحالفات الاستراتيجية وتحقيق الميزة التنافسية من اقتصاد الحجم الكبير وتخفيض التكاليف.

ب- مزايا التحول إلى شركات مساهمة على مستوى الاقتصاد الوطني ككل:

- ١ - ضمان فرص استثمار للمسثمر الذي يريد الربح بدلاً من الفائدة المصرفية.
- ٢ - جذب الاستثمارات الأجنبية الخاصة وما تحمله من خبرات إدارية ومعرفة فنية.
- ٣ - استقطاب كفاءات بشرية عالية وخلق فرص عمل جديدة.
- ٤ - توسيع القاعدة الاقتصادية بالمحافظة على استمرارية المؤسسات الاقتصادية.
- ٥ - تعزيز البناء المؤسسي للقطاع الاقتصادي ومفهوم العمل الجماعي.
- ٦ - تنظيم القطاع الخاص وقطاع الأعمال.
- ٧ - دعم السوق الأولية التي تعد ركيزة نمو الأسواق المالية وتطورها.
- ٨ - حشد موارد القطاع الخاص بما في ذلك صغار المستثمرين والمدخرين وتوظيفها في عملية التنمية.
- ٩ - زيادة عمق واتساع سوق الأوراق المالية بزيادة عرض الأوراق المالية وتنوعها بهدف خلق الطلب عليها.
- ١٠ - الإسهام في تفعيل وظائف سوق دمشق للأوراق المالية الاقتصادية والمالية والتي تعد أحد أدوات اقتصاد السوق.

مما تقدم يتضح أن تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة يحقق متطلبات التطوير من جهة وتعبئة الادخارات المحلية باتجاه تكوين كيانات اقتصادية كبيرة قادرة على المنافسة في السوق من جهة ثانية، ويضمن في الوقت نفسه صيغة جديدة للإدارة تقوم على مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة. إلا أن واقع الشركات العائلية وتمسكها بمكاسبها من جهة، وواقع الشركات المساهمة وضعف الثقة بها من جهة أخرى ربما يقف حجر عثرة أمام تحويل الشركات العائلية إلى شركات مساهمة وذلك لعدة أسباب من أهمها:

- ✓ فقد العائلة للوضع الاجتماعي المتميز بسبب ملكيتها للشركة.
- ✓ تخوف العائلة من سيطرة الغير على إدارة الشركة.
- ✓ إقصاء العائلة عن مكتسبات تحققت بفضل جهود العائلة عبر سنوات طويلة.

وقد أدركت الجهات النازمة أهمية ذلك وتم وضع محفزات التحول من أهمها:

- ١- خفض الفاتورة الضريبية الناجمة عن إعادة تقويم الأصول ١٪ إذا كانت ترغب بالتحول إلى شركة مساهمة
- ٢- تخفيض معدل الضريبة على الشركات المساهمة التي تطرح أكثر من ٥١٪ من أسهمها على الاكتتاب العام إلى ١٤٪.
- ٣- الترخيص لشركات الوساطة المالية بالعمل لتدبير وتنسق عملية التحول والطرح العام.
- ٤- تخفيض قواعد وشروط الإدراج من خلال انشاء السوق الموازي ب لتصبح سهلة المنال لشريحة اكبر من الشركات.
- ٥- صدور المرسوم ٦١/ المتضمن اعفاء الشركات والمنشآت من ضريبة الأرباح الرأسمالية عند إعادة تقييم موجوداتها بما في ذلك الأصول المعنوية بهدف تشجيع التحول و اظهار البيانات المالية بقيمتها الحقيقية عوضاً عن القيم الدفترية^(٦٧).

ولبحث نتائج هذه المحفزات وانعكاسها على أرض الواقع قام الباحث بحساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تحويل الشركات الفردية إلى شركات مساهمة وكانت النتائج كما يبينها الجدول التالي :

(٦٧) - الاقتصادية العدد:ملف خاص عن سوق دمشق ٧-٣-٢٠١٠ ص ١٤

جدول رقم (٩)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تحويل الشركات الفردية إلى شركات مساهمة

المتغيرات		الشركات	الموظفين مؤسسات المالية	المستثمرين	العينة ككل
إدراج أسهم الشركات يرفع من سعرها	الوسط الحسابي	4.27	4.14	4.25	4.23
	الانحراف المعياري	.٠90	1.06	.٠96	.٠93
الإدراج يحسن سمعة الشركة	الوسط الحسابي	4.36	3.42	4.25	4.10
	الانحراف المعياري	.٠92	1.39	.٠9	1.09
يزيد حجم أعمالها ويحقق فرص عمل	الوسط الحسابي	4.45	4.14	4.25	4.30
	الانحراف المعياري	.٠52	.٠37	.٠96	.٠70
يشجع على زيادة أرباح الشركة المساهمة	الوسط الحسابي	4.54	3.85	4.25	4.26
	الانحراف المعياري	.٠52	.٠89	.٠86	.٠78
الاستفادة من الإعفاءات الضريبية	الوسط الحسابي	4.27	3.85	4.16	4.13
	الانحراف المعياري	.٠64	.٠89	.٠83	.٠77
نسبة التحويل ٤٥٪ عادلة	الوسط الحسابي	2.45	2.57	2.91	2.66
	الانحراف المعياري	1.03	.٠97	1.16	1.06
قوانين تقويم الأصول مناسبة	الوسط الحسابي	.٢18	.٣14	.٢91	٢,٧٤
	الانحراف المعياري	.٠60	.٠69	.٠99	.٠78

يبين الجدول رقم (٩) مايلي:

اتفق جميع أفراد العينة على أن إدراج أسهم الشركات المساهمة في سوق دمشق للأوراق المالية يؤدي إلى رفع سعر أسهمها حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد العينة ككل على ذلك (٤,٢) كما يؤدي إلى تحسن في سمعة أداء الشركة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى موافقة أفراد العينة ككل لذلك (٤,١) وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة في حجم أعمال الشركات المساهمة المدرجة حيث بلغ الوسط الحسابي على مستوى العينة ككل (٤,٣) ويرى الباحث ان النتائج السابقة تؤدي إلى إعطاء للشركات فرصة لزيادة في حجم الأرباح التي تحققها وهو ما وافق عليه أفراد عينة البحث حيث بلغ الوسط الحساب على مستوى العينة ككل (١,٤).

هذا وقد اعتبر جميع أفراد عينة الدراسة أن القوانين المتعلقة بالإعفاءات الضريبية تشجع على التحول إلى الشركات المساهمة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير لذلك (٤,١٣) إلا ان هذه القوانين مازال غير كافية وبحاجة إلى بعض التعديلات وخاصة فيما يتعلق قوانين تحويل الشكل القانوني للشركات إلى شركة مساهمة التي تشترط ان تطرح ٤٥٪ على الأقل من أسهمها للاكتتاب العام هذا ما لم يشجع افراد عينة المستثمرين على الموافقة على التحول من شركات اشخاص إلى شركات مساهمة حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٧٩).

كذلك الامر بالنسبة إلى شروط إعادة تقوم الأصول حيث عكست الاجابات حالة من عدم الثقة بالنسبة للشركات حيث بلغ الوسط الحسابي لذلك ٢٠٧.

النتيجة:

إن مزايا التحول من الشركات القائمة إلى شركات مساهمة كثيرة حيث أن إدراج أسهم الشركات يحسن من سمعة الشركة ويرفع من سعر أسهمها مما يحقق للشركة إمكانية إيجاد الوسيلة المناسبة لتمويل وتوسيع نشاطاتها ومشاريعها وهو ما يحقق الربح كما لقوانين والتشريعات تخلق مناخاً ملائماً ومشجعاً على التحول من الشركات الفردية إلى الشركات المساهمة الا ان القوانين النازمة للتحول غير مشجعة وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات، وشروط إعادة تقويم الأصول للشركات.

٤- تحليل قدرة السوق على التفاعل مع جمهور المستثمرين:

يلعب الإفصاح دور في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الكشف عن المعلومات التي تهم المستثمرين حيث تتضمن هذه المعلومات: البيانات المالية وتقارير مفتشي الحسابات والتي تؤثر في سعر الورقة المالية، ويجب أن يكون الكشف عاماً للجمهور وليس فقط لحملة الأوراق المالية والمستثمرين وذلك من خلال الصحف اليومية وبصورة دورية مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة وبصورة فورية عند الحاجة أو عند حدوث معلومة جديدة (كما سبق ذكره)، ويرتكز الإفصاح على عدد من المبادئ منها الاستمرارية في تدفق المعلومات، التوقيتات الزمنية لإجراء الإفصاح دقة وصحة المعلومات المفصح عنها.

ولمعرفة فيما اذا كان التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية مع الجمهور والمستثمرين يمتاز بالشفافية والوضوح قام الباحث بحساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري فكانت النتائج كما يلي:

جدول رقم (١٠)
الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق على التفاعل مع جمهور والمستثمرين

المتغيرات	الوسط الحسابي والانحراف المعياري	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل
تتصف البيانات المنشورة بالمصادقية وقابلية المقارنة	الوسط الحسابي	3.09	2.42	3.41	3.0
	الانحراف المعياري	1.04	1.13	1.16	1.14
مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية واضح للعامة والمتعاملين	الوسط الحسابي	2.00	1.42	2.91	2.23
	الانحراف المعياري	٠.77	٠.53	1.08	1.04
وضوح طرق التعامل	الوسط الحسابي	2.00	1.71	2.83	2.26
	الانحراف المعياري	٠.77	.48	1.١٢	٠.98
احصل على المعلومات والبيانات بشكل دائم ودقيق	الوسط الحسابي	3.63	4.14	3.91	3.86
	الانحراف المعياري	٠.80	٠.37	٠.79	٠.730
الأوراق المالية افضل طريقة للربح	الوسط الحسابي	3.72	2.71	3.41	3.36
	الانحراف المعياري	1.00	1.١٢	٠.99	1.06
يقوم الوسطاء بحملة تثقيفية حول اداء وعمل سوق دمشق للأوراق المالية	الوسط الحسابي	4.18	3.57	3.66	3.83
	الانحراف المعياري	٠.60	1.51	٠.98	1.01

يبين الجدول رقم (١٠) من خلال أفراد عينة الدراسة من (شركات وساطة مالية وموظفي المؤسسات المالية والمستثمرين) أن هناك ضعفاً في مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية بالنسبة لعامة الناس حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى ذلك على مستوى العينة ككل (٢,٢) وهو ما أدى إلى عدم معرفة كل من المتعاملين والعامة بكيفية المضاربة وكيفية التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى هذه النتيجة (٢,٢).

كما اتفق جميع أفراد عينة الدراسة على أنهم يحصلون على المعلومات المتعلقة ببيانات بشكل دائم ودقيق كما تتصف البيانات المنشورة بالمصادقية وقابلية المقارنة حيث بلغ الوسط الحسابي الذي يشير إلى ذلك (٣,٨٦-٣,٠٠) على التوالي. إلا أن حملات التوعية التي تقوم بها إدارة السوق والموجهة لجمهور المتعاملين غير كافية لبناء ثقافة استثمارية في الأوراق المالية حيث بلغ الوسط الحسابي إلى يشير إلى ذلك (٢,٧).

وعلى الرغم من عدم وجود وضوح في مفهوم وطرق التعامل إلا أن ذلك لم يمنع أفراد عينة الدراسة أن يعتبروا أن سوق دمشق للأوراق المالية هي وسيلة لتحقيق الربح السريع وهو ما يجعل المدخرون يعتبرونها افضل طريقة لاستثمار اموالهم عن طريق المضاربة حيث بلغ الوسط الحسابي للعينة ككل (٣,٨).

النتيجة:

تسعى سوق دمشق لتطبيق مبادئ الإفصاح إلا أن مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية لا يزال يقتصر على أنه أفضل طريقة لاستثمار الأموال عن طريق المضاربة وتحقيق الربح السريع وهو ما يعزى إلى عدم كفاية الحملات تثقيفية حول أداء وعمل سوق دمشق للأوراق المالية .

٥- تحليل مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في توفير الآلية الرئيسية التي تتم من خلالها عملية تحويل المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية:

جدول رقم (١٢)

الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق على توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية

المتغيرات	على مستوى الشركات	على مستوى الموظفين	على مستوى المستثمرين	على مستوى العينة ككل
تساعد على جذب رؤوس الأموال العربية	الوسط الحسابي 4.36	3.85	3.83	4.03
	الانحراف المعياري ٠.50	1.06	٠.93	٠.85
تساعد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية	الوسط الحسابي 4.18	3.57	4.1667	4.03
	الانحراف المعياري ٠.6٠	1.27	.83485	٠.88
يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة	الوسط الحسابي 3.90	3.57	3.83	3.8
	الانحراف المعياري ٠.70	1.27	1.02	٠.96
تسهم في تجميع المدخرات العقيمة	الوسط الحسابي 3.72	3.8	4.25	3.96
	الانحراف المعياري ٠.90	1.34	٠.62	٠.92
تسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني	الوسط الحسابي 3.81	3.2	3.58	3.60
	الانحراف المعياري ٠.98	٠.95	٠.79	٠.89
في مرحلة متقدمة تساهم في دفع عملية التنمية	الوسط الحسابي 4.09	4.42	3.66	4.00
	الانحراف المعياري ٠.94	.53	1.30	1.05
تسهم في تحسين ميزان المدفوعات	الوسط الحسابي 3.81	3.42	4.08	3.83
	الانحراف المعياري ٠.87	1.13	٠.90	٠.94
إيجاد فرص عمل	الوسط الحسابي 3.72	3.00	3.58	3.50
	الانحراف المعياري 1.19	1.0	1.24	1.16
زيادة سيولة السوق	الوسط الحسابي 4.18	3.57	4.0	3.96
	الانحراف المعياري ٠.60	1.13	٠.73	٠.80
زيادة فرص الاستثمار	الوسط الحسابي 4.2٧	3.85	3.91	4.0
	الانحراف المعياري ٠.46	٠.89	٠.99	٠.8

يبين الجدول رقم (١٢) موافقة جميع أفراد العينة المدروسة على أن وجود سوق للأوراق المالية يساعد على جذب كل من رؤوس الأموال العربية والأجنبية بوسط حسابي للعينة ككل (٤,٣)، ويسهم

في تجميع المدخرات الوطنية التي يملكها صغار المستثمرين بوسط حسابي للعينه ككل (٣،٩)، كما يؤدي إلى زيادة في سيولة السوق بوسط حسابي (٣،٩) ويخلق فرص للاستثمار وبالتالي لإيجاد

المزيد من فرص العمل بوسط حسابي على التوالي (٣،٥-٤) كما يوفر سوق دمشق للأوراق المالية الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز المالي للموازنة العامة للدولة حيث بلغ الوسط الحسابي لموافقة أفراد العينة ككل على ذلك (٣،٨) كما يسهم في تحسين ميزان المدفوعات بوسط حسابي (٣،٣٨) ويعمل على تعزيز الاقتصاد الوطني وفي مرحلة متقدمة تساهم في دفع عملية التنمية حيث بلغ الوسط الحسابي وعلى التوالي (٤-٣،٦).

النتيجة:

يساعد سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار من خلال المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية وتجميع المدخرات الوطنية العقيمة وبالتالي تحقيق زيادة في سيولة السوق كما يؤدي إلى توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة، بما يساعد على رفع معدل الاستثمار الذي يعد المحرك الأكثر أهمية للنمو، وبالتالي إيجاد المزيد من فرص العمل و يسهم في تحسين ميزان المدفوعات الذي يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز مما تسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني وفي دفع عملية التنمية.

٧- اختبار صحة الفرضية الرئيسية الثانية:

هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية

أ- اختبار صحة الفرضية الفرعية الأولى: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار:

تختبر هذه الفرضية العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل وهو فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية ، والمتغير التابع وهو جذب الاستثمار. ولدراسة العلاقة بين كفاءة وفعالية السوق وجذب الاستثمار قام الباحث بحساب معامل الارتباط البسيط فكانت مصفوفة الارتباط البسيط كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١٢)

معامل الارتباط البسيط بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار

المتغيرات	جذب الاستثمار
كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية	٠.491
المعنوية	٠,٠٠
الدلالة	معنوية

** تعني ان الارتباط معنوي عند ٠,٠١

يتضح من الجدول (١٢) وجود ارتباط معنوي إيجابي بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار ** (٠,٤٩١).

ولقياس طبيعة ومعنوية العلاقة بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كمايلي:

جدول رقم (١٣)

نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية و جذب الاستثمار

جذب الاستثمار				المتغيرات
معامل الانحدار	قيمة T المحسوبة	P	الدلالة	الثوابت
1.578	2.298	٠.029		كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية
٠.520	2.985	٠.006	معنوية	معامل التحديد $R^2 = ٠,٢٤١$ ، الخطا المعياري = ٠.55194
				قيمة F المحسوبة = 8.908، المعنوية = ٠,٠٠٦

يثبت الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين كفاءة وفعالية السوق وجذب الاستثمار، حيث يفسر كفاءة السوق ٠,٢٤١ من جذب الاستثمار.

أ- إختبار صحة الفرضية الفرعية الثانية: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحول إلى الشركات المساهمة وجذب الاستثمار.

تختبر هذه الفرضية العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل وهو التحول إلى شركات مساهمة، والمتغير التابع وهو جذب الاستثمار. ولدراسة العلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار قام الباحث بحساب معامل الارتباط البسيط فكانت مصفوفة الارتباط البسيط كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١٤)
معامل الارتباط البسيط بين التحول إلى الشركات المساهمة وجذب الاستثمار

المتغيرات	جذب الاستثمار
التحول إلى شركات مساهمة	0.581
المعنوية	٠,٠١
الدلالة	معنوية

** تعني ان الارتباط معنوي عند ٠,٠١

يتضح من الجدول (١٤) وجود ارتباط معنوي إيجابي بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار (0.581).

ولقياس طبيعة ومعنوية العلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كما يلي:

جدول رقم (١٥)
نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار

جذب الاستثمار				المتغيرات
معامل الانحدار	قيمة T المحسوبة	P	الدلالة	الثوابت
1.410	2.136	٠.042٠		التحول إلى شركات مساهمة
٠.633٠	3.773	٠.001٠	معنوية	معامل التحديد $R^2 = 0.337$ ، الخطأ المعياري = ٠.53093
				قيمة F المحسوبة = 14.238، المعنوية = ٠,٠٠١

يثبت الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار، حيث يفسر التحول إلى شركات مساهمة 0.337 من جذب الاستثمار.

ث- اختبار صحة الفرضية الفرعية الثالثة: هناك علاقة ذات دلالة إحصائية قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار:

تختبر هذه الفرضية العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل وهو قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين، والمتغير التابع وهو: جذب الاستثمار ولدراسة العلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار قام الباحث بحساب معامل الارتباط البسيط فكانت مصفوفة الارتباط البسيط كما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١٦)

معامل الارتباط البسيط بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار

المتغيرات	جذب الاستثمار
قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين	٠.383٠
المعنوية	٠.037٠
الدلالة	معنوية

** تعني ان الارتباط معنوي عند ٠,٠١

يتضح من الجدول (١٦) وجود ارتباط معنوي ايجابي بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار (**٠,٣٨٣). ولقياس طبيعة ومعنوية العلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار قام الباحث بإجراء تحليل الانحدار البسيط كمايلي:

جدول رقم (١٧)

نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار

جذب الاستثمار				المتغيرات
معامل الانحدار	قيمة T المحسوبة	P	الدلالة	الثوابت
1.525	2.186	٠.037٠		قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين
٠.389	2.193	٠.037٠	معنوية	معامل التحديد = R ² = ٠.147 ، الخطأ المعياري = ٠.55194
				قيمة F المحسوبة = 4.808 ، المعنوية = ٠,٠٣٧

يثبت الجدول السابق وجود علاقة معنوية بين درة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين، حيث يفسر كفاءة السوق ١٤٧,٠ من جذب الاستثمار.

النتيجة:

نقبل بصحة الفرضية الرئيسية الثانية وهناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وجذب الاستثمار إلى سورية

ثالثاً- النتائج والتوصيات:

أ- النتائج:

٥- عدد الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية محدود لم يتجاوز إحدى عشرة شركة ، بالإضافة إلى غياب قطاعات أخرى مهمة في الاقتصاد السوري عن الإدراج في السوق ، وهو ما جعل خيارات المستثمر محدودة في الاستثمار كما أن توزيع الشركات المساهمة ضمن القطاعات مازال غير متوازن، فالواضح أن هناك حالياً نسبة كبيرة من الشركات المدرجة تقع ضمن القطاع المصرفي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى أن البنوك أنشئت حديثاً حيث كانت بنيتها منذ البداية تعتمد على دخول المساهمين فكان سهلاً عليها الإدراج في تلك السوق.

٦- حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية ضعيف ويعزى للأسباب التالية :

- الحدود السعرية الضيقة.
- صغر رأس مال الشركات المساهمة المدرجة في السوق حالياً.
- قلة عدد الشركات المدرجة في السوق.
- منع بيع السهم في يوم الشراء نفسه.
- سيكولوجية المستثمر السوري.
- افتتاح السوق في مرحلة «أزمة عالمية للأسواق المالية».
- ثقافة المواطن السوري الضئيلة عن مفهوم السوق المالي وأهدافه.
- قلة نسبة الأسهم المتداولة في السوق بالنسبة إلى ملكية الأسهم بالشركات المساهمة.
- إن زيادة الحدود السعرية لتحرك سعر السهم في سوق دمشق للأوراق المالية تؤدي إلى النتائج التالية :

- تزيد من حال التذبذب العام في حركة الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية في حال كان الوضع الاستثماري في السوق صحيحاً وشفافاً والنتائج المالية للشركات المساهمة و تنعكس بشكل صحيح على سعر السهم السوقي
- تدفع مزيداً من الشركات المساهمة إلى تقديم طلب إدراجها في سوق دمشق للأوراق المالية .

- لا تغير في كفاءة السوق ولكن تجعله أكثر حساسية للمعلومة وأشد استجابة لها إلا أن ذلك مرتبط في النهاية بالسماح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية .
- تجعل السوق أكثر سرعة بالتأثر بالآزمات المالية الخارجية ولكن هذا التسارع يعتمد بالدرجة الأولى على مدى اتصال سوق دمشق بالأسواق المالية الخارجية ولكن سيجعله بالمقابل أسرع استفادة من فترات الازدهار الاقتصادي العالمي .
- تزيد من تسارع اتجاه السوق ولكن قوة هذا التسارع ستعتمد على مدى ارتباط سوق دمشق بالأسواق المالية الدولية مستقبلاً.
- لا يمكن للسهم أن يتحرك إلا في نطاق $+2\%$ في الجلسة الواحدة. و لا يمكن إعتماذهذه النسبة إلا إذا تم تداول أكثر من ٢٠٠ سهم (منعاً ولحد من التلاعب) و لا يمكن تنفيذ عمليتي شراء وبيع على نفس السهم خلال الجلسة الواحدة (منعاً للمضارب ولا يمكن إعتماذ هذه النسبة إلا إذا تم على السهم تداول أكثر من ٢٠٠ سهم للحد من التلاعب وهذه الاجراءات كانت سبباً عنيفاً في الحد من كميات التداول في الجلسة الواحدة.
- إن السماح للأجانب بالتداول في سوق دمشق للأوراق المالية يؤدي إلى النتائج التالية :
- يحول سوق دمشق من سوق محلية إلى سوق دولية حيث سيسمح بتحريك الكتلة النقدية الموجودة حالياً والمجمدة للأجانب المالكين كما سيسمح بدخول كتلة نقدية خارجية للتداول في السوق.
- لن يغير دخول رأس المال الأجنبي من كفاءة السوق بقدر ما سيجعل السوق أكثر انفتاحاً على العالم الخارجي .
- يعد خطوة متقدمة لمرحلة أخرى يتم فيها إدراج أسهم شركات أجنبية في سوق دمشق كما يتم إدراج أسهم شركات محلية في أسواق مالية أجنبية. ولذلك فإن الاستثمار الأجنبي في سوق دمشق للأوراق المالية سيكون بوابة عبور للأجنبي للاستثمار في قطاعات أخرى في سورية .

- يمتلك السوق العناصر اللازمة لعمله بكفاءة وقد أسهم وجود نظام تداول الكتروني في تحقيق شفافية لعمليات التداول وقدرة على نشر بيانات السوق المالية في الاوقات المحددة وهو ما جعل بيانات اداء الشركات متاحة .
- إن عدد شركات الوساطة العاملة في السوق قليل في الوضع الحالي ويعزو الباحث هذه النتيجة إلى محدودية عدد الشركات التي يتم التداول على اسمهمها في السوق حيث لم يتجاوز عددها حتى اعداد هذا البحث ب ٥ شركات وساطة . كما ان عدد ايام التداول غير كافية وهناك ضرورة لرفع الحدود السعرية لتداول الاسهم البالغة + ٢٪
- يعد تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمراريتها وأداء دورها في عملية التنمية الاقتصادية وصمودها أمام كافة التحديات المحلية والخارجية كما أن هذا مزايا التحول كثيرة حيث ان إدراج اسهم الشركات يحسن من سمعة الشركة ويرفع من سعر اسهمها مما يحقق للشركة امكانية ايجاد الوسيلة المناسبة لتمويل و توسيع نشاطاتها ومشاريعها وهو ما يحقق الربح كما لقوانين والتشريعات تخلق مناخا ملائما ومشجعا على التحول من الشركات الفردية إلى الشركات المساهمة الا ان القوانين النازمة للتحول غير مشجعة وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات وشروط إعادة تقويم الأصول للشركات .
- يلعب الافصاح دور في صنع القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الكشف عن كافة المعلومات التي تهم المستثمر والمتعامل على حد سواء إلا أن مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية لا يزال يقتصر على ان انه أفضل طريقة لاستثمار الأموال عن طريق المضاربة وتحقيق الربح السريع .
- يساعد سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار من خلال المساهمة في جذب رؤوس الأموال العربية والأجنبية وتجميع المدخرات الوطنية العقيمة وبالتالي زيادة سيولة السوق كما يؤدي إلى توفير السيولة للمستثمرين بصورة تمكنهم من إنشاء مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة, و يخلق فرص للاستثمار في مختلف المجالات بما يساعد على رفع معدل الاستثمار الذي يعدُّ المحرك الأكثر أهمية للنمو , وبالتالي إيجاد المزيد من فرص العمل و يسهم في تحسين ميزان المدفوعات الذي يوفر لآلية المناسبة

للحكومة لطرح سندات خزينة في أوقات العجز مما تسهم في تعزيز الاقتصاد الوطني في دفع عملية التنمية.

- تعتمد شركات الوساطة المالية في إيراداتها بشكل رئيسي على العمولات المتحققة من عمليات البيع والشراء للعملاء أي إنه كلما زاد حجم التداول وعدد الصفقات المسجلة في السوق زادت إيرادات شركات الوساطة المالية إلا أن الحدود السعرية الواسعة لن تزيد بالضرورة عدد الصفقات المسجلة بالسوق لأن عدد الصفقات مرتبط بكثافة عمليات التداول ووجود طلبات شراء وبيع كثيفة، فوجود طلبات شراء دون وجود طلبات بيع أو العكس حتى بظل توسيع الحدود السعرية لن يزيد من حجم التداول بل وجود بائع لكل مشتر ووجود مشتر لكل بائع وهذه المعادلة تتحقق بمعزل عن ضيق أو اتساع الحدود السعرية. سوق عمقه حتى مع ازدياد عدد الصفقات ومن ثم حركة التداول.
- على الرغم من حداثة عمر سوق دمشق للأوراق المالية فإن ثمة بعض الدروس والخبرات التي بدأت تتراكم لدى المستثمرين والمهتمين بهذه السوق اداءً واستثماراً وبدأت تنشأ ما يسمى بمحركات التداول أو الأسباب والتوجهات والقرارات التي ترفع أو تخفض قيم واحجام التداول على هذا السهم أو ذاك كما ان زيادة رؤوس الأموال لبعض المصارف مؤخراً ساهمت بتحريك التداول على اسهمها.
- إن القرار الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية يعتمد على ثلاثة عناصر اساسية وهي
- مقدار العائد: وهو ما يعكس حجم الارباح او الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالبا ما تكون نسبة مئوية من رؤوس الاموال المستثمرة.
- درجة المخاطرة: وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة او ما يسمى بعنصر عدم التأكد في مجال تقويم المشاريع.
- الوقت: ان شراء الاوراق المالية محدودة بفترة زمنية محددة يحتفظ فيها المستثمر بالاسهم والسندات, اذ ان عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطوره

- إن المناخ الاستثماري هو من اهم العوامل لقدم الاستثمار وتتميز سورية بالاستقرار السياسي والاقتصادي والموقع الجغرافي المميز وتتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة الا ان هناك حاجة اكبر لحرية لانتقال رؤوس الاموال.
- تتميز سورية بتوفر البنى التحتية الاساسية من طرقا وكهرباء ومياه ومرافئ متطورة ومدن صناعية وهي أمور تساعد في خلق بيئة استثمار مميزة تريح المستثمر وتمنحه جو من الثقة والأمان في تنفيذ مشاريعه والتوسع بها الا ان بنية الاتصالات الحالية غير متطورة بما يكفي.
- توجد في سورية التشريعات الخاصة بالاستثمار وتوفر النظم والتشريعات الاقتصادية الملأمة و المحفزات والاعفاءات الضريبية لكنها غير كافية .
- تنظم عملية الاستثمار لإدارة هدفها الأول السرعة في انجاز المعاملات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية والابتعاد عن الديمقراطية من خلال وجود هيئة للاستثمار تعنى بشؤون المستثمر إلا أنه لا توجد ادارة خاصة للترويج للاستثمار على مستوى القطر.
- هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وبين عملية جذب الاستثمار إلى سورية.
- هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين تحول الشركات الفردية إلى شركات مساهمة وادراج اسهمها في سوق دمشق الاوراق المالية وبين عملية جذب الاستثمار إلى سورية .
- هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التفاعل مع الجمهور وبين عملية جذب الاستثمار

ب- التوصيات:

إذا أردنا أن نتطلع إلى نجاح عمل سوق دمشق للأوراق المالية المحدثة للقيام بدورها المتوقع فإننا نعرض عدداً من التوصيات التي تحتاجها الانطلاقة الناجحة لسوق دمشق للأوراق المالية:

- ١- يوصي الباحث بضرورة زيادة عدد الشركات المساهمة من خلال اصدار المزيد من القوانين المحفزة على تحول الشركات العائلية إلى مساهمة وخاصة فيما يتعلق بقوانين تحويل الشكل القانوني للشركات التي تشترط ان تطرح ٤٥ ٪ على الأقل من اسهمها للاكتتاب وتعديل شروط إعادة تقويم الأصول .

- ٢- يوصي الباحث بضرورة تنويع المحافظ استثمارية الممكن تشكيلها من خلال اصدار قوانين تشجع إدراج قطاعات اقتصادية جديدة صناعية وخدمية وتجارية ومتنوعة إلى السوق.
- ٣- يوصي الباحث بالعمل على ترويج إصدارات الأسهم في الشركات المصدرة للأسهم في السوق الأولية من خلال إنشاء مؤسسات ترويج للاكتتاب و إنشاء صناديق الاستثمار وتطويرها في مجال تسويق الأوراق المالية.
- ٤- يوصي الباحث بضرورة الإسراع في استصدار قانون يسمح لرأس المال الأجنبي بالإستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
- ٥- يوصي الباحث بإصلاح النظام الضريبي وتطويره ليلائم مستلزمات اقتصاد السوق للشركات المساهمة وللأفراد والمؤسسات الخاصة. من خلال إيجاد قانون يحدد الضرائب على المساهمين في الشركات العامة من حيث الضريبة المقطوعة على الأرباح الموزعة والضريبة على أرباح المتاجرة بالأسهم أي الضريبة على الأرباح الرأسمالية.
- ٦- يوصي الباحث بضرورة رفع الحدود السعرية لسعر السهم
- ٧- يوصي الباحث بتحرير العملة المحلية من أي قيد على تحويلها إلى الخارج بسعر السوق أو بالسعر الذي تقرره الدولة وعلى أن يكون هناك ثبات نسبي في سعر الصرف في المدى المنظور.
- ٨- يوصي الباحث بضرورة إيجاد بيئة مناسبة وآليات عمل للتحكم بمعدلات التضخم ومعالجة أسبابه لأن معدلات التضخم المرتفعة تؤدي إلى رفع أسعار الفائدة الاسمي لمستويات عالية بهدف الحصول على مكاسب ما يخلق أزمة مالية .
- ٩- يوصي الباحث بالعمل على إيجاد أسعار فائدة مناسبة تساهم في زيادة معدلات الادخار والاستثمار، وتسهيل تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل لتعويض نقص المدخرات المحلية بما يحقق زيادة في حجم الاستثمارات وبالتالي رفع معدل النمو الاقتصادي.
- ١٠- يوصي الباحث بتطوير البيئة الأساسية والقانونية والإدارية لسوق دمشق للأوراق المالية من خلال إيجاد بيئة تشريعية تضمن حفظ حقوق الملكية، نظاماً قضائياً عادلاً، ونظاماً رقابياً يحقق الشفافية، بالإضافة إلى نظام إداري يحد من التواطؤ والمخاطر الأخلاقية..
- ١١- يوصي الباحث بضرورة تكامل سوق النقد وسوق رأس المال من أجل إحكام بنية التمويل للقطاعات والشركات بكل أنواعه (القصير والمتوسط والطويل)، وزيادة درجة العمق المالي للاقتصاد الوطني، وتأمين أحد ركائز النمو في سوق دمشق للأوراق المالية المنشود في سورية .

وتشجيع عمليات التوريق بما في ذلك تحويل القروض المصرفية إلى أسهم. والاتجاه نحو توحيد مختلف الأعمال المصرفية والخدمات المالية وحتى خدمات التأمين تحت سقف واحد، وهو ما يعرف بإستراتيجية المصرف الشامل.

١٢- يوصي الباحث بضرورة تطوير النظام المحاسبي في المؤسسات المالية بحيث يكون أكثر قدرة على توفير معلومات دقيقة عن الوضع المالي الحقيقي لهذه المؤسسات. من خلال مصارف ومؤسسات مالية تعمل في نطاق السوق المالية، ومن خلال استغلال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الجديدة.

١٣- يوصي الباحث بزيادة وعي المواطن السوري بآلية عمل السوق وكيفية توظيف مدخراته بها تشغيل مدخراته الصغيرة والمتوسطة والمكتنزات العقيمة من خلال المزيد من العمل الإعلامي والنشرات الدورية وورشات العمل والندوات وغيرها

١٤- يوصي الباحث بتطوير سوق دمشق للأوراق المالية وربطها بما ينسجم مع الأسواق العالمية. والإسراع في إقامة سوق حلب للأوراق المالية، والاستفادة من تجارب الدول العربيو وخاصة التجربة المصرية.

١٥- يوصي الباحث بضرورة تطوير بنية الاتصالات والبنى التحتية اللازمة جذب الاستثمارات الاجنبية ومنح المستثمر اعفاء ضريبية أكثر مما هو متاح حالياً في حال اقامة شركات استثمارية وطرح اسهمها للتداول في السوق .



الملاحق

اولاً- المراجع

١٢٨.....

١٣٢.....(الاستبيان) أداة الدراسة



المراجع العلمية

أولاً: المراجع العربية:

الكتب العربية:

١. عاطف النقلي: الخصخصة وسوق دمشق للأوراق المالية في مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد (٧٨)، أغسطس ١٩٩٤.
٢. علي كنعان: الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٨.
٣. مصطفى رشيد شيحة، زينب حسن عوض الله: النقود والبنوك والبورصات، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٩٢.
٤. صبري أحمد أبوزيد: دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٨٥، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٨٦.
٥. محمد عثمان إسماعيل حميد: أسواق المال وسوق دمشق للأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣.
٦. صبري حسن نوفل: الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي، كتاب أهرام الاقتصادي، العدد (١٠٠)، دار المعرفة الجامعية، القاهرة، ١٩٩٥.
٧. عبد الرحمن الحميدي، عبد الرحمن خلف: النقود والأسواق الإسلامية، دار الخرجي، الرياض، ١٩٩٧.
٨. منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وسوق رأس المال، اتحاد هيئات سوق المال العربية، القاهرة، ٢٠٠١.
٩. نضال الشعار: سوق دمشق للأوراق المالية، دار الضاد للطباعة والنشر، حلب، ٢٠٠٢.
١٠. أحمد زهير شامية: اقتصادات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حلب، ٢٠٠٠.
١١. - عبد الحميد، عبد المطلب: البنوك الشاملة وإدارتها وعملياتها، الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٠.
١٢. عبد الكريم حمامي: صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة، حلب، ٢٠٠٠.
١٣. حسني علي غريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة: الأسواق المالية، دار

- زهران، عمان، ١٩٩٨.
١٤. منيرة مسعود: الأطر التنظيمية والتشريعية للأوراق المالية البورصات (دراسة مقارنة)، نقابة المحامين، فرع دمشق، ٢٠٠٢.
١٥. صالح الحناوي: أساسيات الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٧.
١٦. محمد عبده محمد مصطفى: تقييم الشركات الأولية لأغراض التعامل في سوق دمشق للأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ١٩٩٨.
١٧. حمدية زهران: النظرية الاقتصادية، القاهرة، مكتبة عين شمس، ٢٠٠١.
١٨. منير الهندي: آليات تنشيط التداول في البورصات العربية، الاستثمار في البورصات العربية، اتحاد وهيئات سوق المال العربية، القاهرة، ٢٠٠١.
١٩. علاء الدين محمود زهران: الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، منشورات معهد التخطيط القومي، القاهرة، ٢٠٠٠، ١٩٨٨.
٢٠. محمد عبد الغفار: مشكلة الادخار: الأبعاد - الأسباب طرق العلاج، القاهرة، مكتبة زهراء الشرق، ١٩٩٧.
٢١. محمد صالح جابر: الاستثمار في الأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية، عمان، ١٩٨٩.
٢٢. محسن أحمد الخضير: كيف تتعلم سوق دمشق للأوراق المالية، ايترات للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠١.
٢٣. خلف فليح: الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب، الأردن، ٢٠٠١.
٢٤. محمد الداغر: الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، ٢٠٠٥.
٢٥. عبد المجيد المهيلمي: التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والنشر،

ثانياً: المراجع الإنكليزية:

1. Hull, John.C, Options, Futures and Other Derivatives, 5th, ed, Prentice Hall, New Jersey, U.S.A, 2003, p2 .
2. FU-SHENG "ESSAYS ON FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT AND ECONOMICS GROWTH "VIRGINIA POLYTECHNIC INSTITUTE, OP -CIT, P.110
3. Donald L.Kohn, financial markets. financial fragility, and central banking at a symposium sponsored by the federal reserve bank 1 of kanas city, Jackson hole, Wyoming august 27, 2005 –

ثالثاً: المؤتمرات والندوات والرسائل الجامعية والمجلات والدوريات:

١. يسرى جرجس بسطا: دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ١٩٩٧ -
٢. واقع وآفاق تطوير الجهاز المصرفي في سورية من وجهة نظر مصرفية: أبحاث طلاب سنة أولى ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، ٢٠٠٧.
٣. صبري حسن نوفل: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من وجهة نظر السماسرة والمستثمر، مؤتمر مستقبل الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، القاهرة، ٢-٣ آذار، ١٩٩٩.
٤. أحمد عبد الرحمن: العولمة المظاهر والأسباب، مجلة العولمة الاجتماعية، مجلد ٢٦، ١٩٩٨.
٥. مجلة الاقتصادي السورية، العدد الصادرة في ٢٠٠٧/٢/٥.
٦. مجلة الاقتصادي السورية، العدد ١٤، الصادرة في ٢٠٠٧/٣/٥.
٧. شعبان يوسف مبارز: استخدام المؤشرات والنسب المالية والمحاسبية في تقييم أداء سوق دمشق للأوراق المالية، مع التطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، السنة الخامسة، العدد الأول، كانون ثاني، ١٩٩٥.
٨. البنك المركزي المصري: دراسة عن تطوير أسواق المال العربية مؤتمر: آفاق الاستثمار

في الوطن العربي، القاهرة، ٢٩/٢ - ٣/٣ ١٩٩٨..

٩. خالد عبدو الزامل: دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادي، جامعة دمشق، ٢٠٠٥.
١٠. زيدان، منذر: الأجهزة المصرفية ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ٢٠٠٩.

رابعاً: الملاحق والصحف والمواقع الالكترونية:

١. المرسوم التشريعي رقم ٥٥/ لعام ٢٠٠٥.
٢. نص القانون ٢٢/ لعام ٢٠٠٥ القاضي بإنشاء هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
٣. الاقتصادية العدد ٣٩١ بتاريخ ٢٦ نيسان ٢٠٠٩، ص ٢٠.
٤. الاقتصادية ملف خاص بسوق دمشق للأوراق المالية، آذار ٢٠١٠، ص ٢.
٥. الاقتصادية، العدد ٣٩٩، ٢١ حزيران ٢٠٠٩، ص ١٦.
٦. جريدة الثورة الصادرة بالعدد ١٣٨٦١، ١٠/٣/٢٠٠٩.
٧. جريدة الاقتصادية، العدد ٣٨٣، صفحة الأسواق المالية.
٨. من موقع سيريا سوق دمشق للأوراق المالية، صفحة سوق دمشق للأوراق المالية،

<http://www.Syria-bourse.Com/index>.

جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
ماجستير الاقتصاد المالي والنقدي

استبيان حول دراسة ماجستير بعنوان:

تحليل دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية

The analyzing role of Damascus Securities exchange to encourage the investment to Syria

إعداد الطالب: أنس المملوك
إشراف الأستاذ الدكتور: عابد فضلية

٢٠١٠

تحية طيبة وبعد

نتشرف بأن نضع بين أيديكم الاستبانة الخاصة بدراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي تحت عنوان: دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية وحيث أن تحقيق الهدف العلمي من هذه الدراسة مرتبط بمدى تعاونكم، فإننا نأمل منكم التكرم بالإطلاع على بنود هذه الاستبانة، والإجابة عليها بما ترونه مناسباً علماً أن كافة المعلومات الواردة لن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي.

وشكراً لحسن تعاونكم

أولاً- توجد مجموعة من المتطلبات التي تزيد من قدرة سوق دمشق الأوراق المالية في جذب الاستثمار الى سورية

	تتوفر المتطلبات التالية اللازمة لجذب الاستثمار	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
المناف الاستثماري	الاستقرار السياسي والاقتصادي وثبات سعر صرف العملة المحلية					
	سهولة إجراءات تنفيذ الاستثمار والتعامل مع الجهات الرسمية في البلد المضيف					
	الفرصة متاحة للأجانب للاستثمار في الأوراق المالية					
	هناك حرية في انتقال رؤوس الأموال					
البنية التحتية	تتوفر مرافئ					
	تتوفر طرقات مناسبة وكافية					
	تتوفر بنية اتصالات متطورة					
	تتوفر مدن صناعية ومناطق حرة					
التشريعات	توجد منظومة تشريعات صادرة عن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية كافية وغير معقدة					
	المحفزات الضريبية والإعفاءات جيدة وكافية					
	هناك احترام وتنفيذ للاتفاقات التي تعقد مع البلدان المختلفة .					
	يتميز النظام ضريبي بالعدالة					
	هناك حرية انتقال رؤوس الأموال متاحة					
	يتم انجاز معاملات المستثمر بسرعة					
إدارة الاستثمار	وعى إدارة الاستثمار لأهمية انجاز معاملات التداول					
	ابتعاد إدارة الاستثمار عن البيروقراطية					

الفرضية الفرعية الأولى : ان فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية تسهم في جذب الاستثمار الى سورية:

فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
استطيع على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر.					
أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار					
يوجد عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية					
السعر العادل للورقة المالية والحدود السعرية لسعر السهم مقبولة					
عدد ايام التداول مقبول					
يوجد نظام التداول إلكتروني فعال					
عدد شركات الوساطة العاملة مناسب ويتميز بانخفاض عمولاتها					
بيانات اداء الشركات المدرجة دقيقة ومتاحة					
يقوم السوق بنشر البيانات المالية في أوقاتها					

ب- التحول من الشركات الفردية إلى الشركات المساهمة يسهم في جذب الاستثمار الى سورية:

المتغيرات	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يرفع من سعرها					
ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يحسن سمعة الشركة					
ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يزيد حجم أعمالها ويحقق فرص عمل					
ادراج اسهم الشركات في سوق دمشق يشجع على زيادة ارباح الشركة المساهمة					
التحول الى شركات مساهمة يعطي الفرصة للاستفادة من الاعفاءات الضريبية					
نسبة التحول ٤٥ ٪ عادلة					
قوانين تقويم الاصول مناسبة					

ج- قدرة سوق دمشق للأوراق المالية في سورية على التعامل مع المستثمرين بساهم في جذب الاستثمار الى سورية:

سوق دمشق للأوراق المالية قادرة على التعامل المستثمرين	موافق جداً	موافق	إجابة أخرى	غير موافق	غير موافق أبداً
تتصف البيانات المنشورة بالمصداقية وقابلية المقارنة					
مفهوم سوق دمشق للأوراق المالية وطرق التعامل واضحة للعامة والمتعاملين					
احصل على المعلومات والبيانات بشكل دائم ودقيق					
الاستثمار في الاوراق المالية افضل طريقة للربح					
تقوم ادارة السوق بحملة تثقيفية حول اداء وعمل سوق دمشق للأوراق المالية					

ثانياً- ان وجود سوق دمشق للأوراق المالية يساهم في جذب الاستثمار الى سورية:

وجود سوق دمشق للأوراق المالية في سورية	موافق جداً	موافق	غير موافق	غير موافق أبداً	إجابة أخرى
تسهم في تأمين التمويل اللازم للشركات					
تساعد على جذب رؤوس الأموال العربية					
تساعد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية					
يوفر الآلية المناسبة للحكومة لطرح سندات خزينة					
تسهم في تجميع المدخرات العقيمة					
تحقيق وفورات بالحجم وكفاءة التكاليف					
في مرحلة متقدمة تساهم في دفع عملية التنمية					
تحسين الحصول على رؤوس أموال طويلة الأجل مع فعالية التكاليف					
إيجاد فرص عمل					
زيادة سيولة السوق					
زيادة فرص الاستثمار					

مقدمة:

يحظى موضوع الأسواق المالية باهتمام بالغ في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية والأجنبية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني القومي وتزيد من معدلات نموه، كما تعتبر أسواق المال من المحركات الرئيسية لعجلة النمو الاقتصادي في أي بلد لما لها من أهمية كبيرة في تحويل المدخرات السلبية (الاكتناز) إلى مدخرات إيجابية يستفيد منها الاقتصاد المحلي وصاحب رأس المال على حد سواء، فأسواق الأوراق المالية لها القدرة على **جذب الفرد** الذي يمتلك بعض الأموال الفائضة عن الحاجة (المكتنزة) بتحويلها من حالتها الجامدة إلى سوق الاستثمار، إضافة إلى أن أرباح الأسهم ستشجع الأفراد على التخلي عن بعض العادات الاستهلاكية الموروثة في مقابل الحصول على أرباح إضافية على أموالهم، كما وتستند الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة. وتلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع. فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها (**هدف** **تعظيم القيمة السوقية**) مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.

ويأتي هذا البحث ليركز على دور سوق دمشق للأوراق المالية في عملية جذب الاستثمار إلى سورية من خلال ثلاثة فصول يبين فيها الفصل الأول الإطار العام للبحث : متضمناً شرح لمشكلة

وأهمية وفرضيات ومنهج ومجتمع البحث والدراسات السابقة في هذا المجال، في حين يتكون الفصل الثاني من أربعة مباحث تتضمن مفهوم وتعرف لاسواق المالية وأهميتها ووظائفها وارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريات الاقتصادية التاريخية وعلاقتها مع المتغيرات الاقتصادية ويتناول المبحث الرابع والاخير من الفصل الثاني في الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية ودورها في توظيف المدخرات واستثمارها .

أما الفصل الثالث يتكون من مبحثين يتناولان متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المشكلات والتحديات التي تواجه السوق والأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين بالإضافة إلى الأهمية التنموية والاقتصادية لإنشاء سوق دمشق للأوراق المالية كما يعرض المؤسسات المالية السورية المرتبطة ويتناول بالتحليل كل من: الشركات المدرجة - الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية - الآثار المحتملة للسماح لرأس المال الأجنبي بالتداول في السوق وإلغاء المضاربات ويتناول المبحث الثاني الدراسة العملية والنتائج والمقترحات.

أولاً- مشكلة البحث:

منذ سنوات قليلة والاقتصاد السوري يشهد سلسلة من الإصلاحات لامست مختلف جوانب الحياة الاقتصادية ومختلف القطاعات منها إنشاء سوق للأوراق المالية والذي يمكن اعتباره داعماً أساسياً في الانتقال إلى سياسة اقتصاد السوق الاجتماعي وتشجيع الاستثمارات ودفع عملية التنمية الاقتصادية ومن هنا يمكن تحديد مشكلة البحث من خلال النقاط التالية:

- أ- ما هي المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمارات إلى سورية؟
- ب- ما هو أثر فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية في جذب الاستثمار إلى سورية؟
- ج- ما أثر التحول من الشركات العائلية إلى الشركات المساهمة في جذب الاستثمار إلى سورية؟
- د- ما هو أثر قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع جمهور المستثمرين في جذب الاستثمار إلى سورية؟

ثانياً- أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من تسليطه الضوء على مساهمة سوق الأوراق المالية في توفير البيئة الجاذبة للاستثمارات، ودفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في سورية من خلال الخدمات

التي يقدمها السوق كتخفيض تكلفة تحريك المدخرات والقيام بدور الوسيط المالي بين تجميع المدخرات وتوجيهها لتنشيط الاستثمار .

كما يستمد البحث أهميته من تحليله لكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وواقع تحول الشركات الفردية والعائلية إلى شركات مساهمة و مدى الشفافية في كيفية التعامل مع جمهور المستثمرين وأثر ذلك على جذب الاستثمارات .

ثالثاً- أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تقييم واقع سوق دمشق للأوراق المالية استناداً إلى دورها في عملية النمو الاقتصادي ومساهمتها في تحويل سورية إلى مركز مالي يساهم في جذب الاستثمارات العربية والأجنبية ويمكن حصر الأهداف الرئيسية لهذا البحث فيما يلي:

- ١- تحديد مدى توفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار في سورية.
- ٢- التعرف على أهمية دور سوق دمشق للأوراق المالية ودورها في جذب الاستثمار.
- ٣- تحليل مدى كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية (**الكفاءة تقاس بمدى قدرة أسعار الأسهم على عكس المعلومات**).
- ٤- التعرف على دور سوق دمشق للأوراق المالية في تحفيز الشركات العائلية والفردية للتحول إلى شركات مساهمة وإدراج أسهمها في السوق.
- ٥- التعرف على مدى مقدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التفاعل مع جمهور المستثمرين.
- ٦- تقديم بعض المقترحات والتوصيات لتلافي العقبات التي تعيق عمل سوق دمشق للأوراق المالية في سورية وبالتالي تساعد على تطويرها وتفعيل أدائها.

رابعاً- فرضيات البحث:

تتمثل فرضيات البحث فيما يلي:

١- الفرضية الأولى:

تتوفر المتطلبات الأساسية (مناخ الاستثماري، البنية التحتية، التشريعات والقوانين، إدارة الاستثمار) التي تساعد سوق دمشق للأوراق المالية على جذب الاستثمار إلى سورية.

٢- الفرضية الثانية:

هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين وجود سوق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية ويتفرع عن هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- ١/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وبين جذب الاستثمار إلى سورية.
- ٢/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تحول الشركات العائلية إلى شركات المساهمة وبين جذب الاستثمار إلى سورية.
- ٣/٢- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وبين جذب الاستثمار إلى سورية.

خامساً: مجتمع وعينة البحث:

أ- مجتمع البحث:

يشمل مجتمع البحث سوق دمشق للأوراق المالية السورية وموظفي السوق، وأصحاب الشركات المدرجة فيها، والمستثمرين المتداولين في السوق وبعض شركات الوساطة المالية .

ب- عينة البحث:

اشتملت عينة البحث على ١٢٠ مفردة سحبت عشوائياً من مجتمع الدراسة حيث تم توزيع الاستثمارات بعدد/ ١٢٠ /وعداد للباحث /١٠١/ استثمارة صالح منها ٦٠ أي بنسبة 59% وبناءً عليه تم التحليل.

سادساً- منهجية البحث:

اعتمد الباحث الأسلوبين المكتبي والميداني لتجميع المعلومات اللازمة لإنجاز الدراسة:

١- الأسلوب التحليلي الاستقرائي: وتشمل ما كتب عن أسواق الأوراق المالية والاعتماد على المراجع العربية والأجنبية من كتب ودوريات.

٢- الأسلوب الميداني: حيث استخدم الباحث في دراسته الميدانية أسلوبين:

أ- المقابلة الشخصية: حيث تم إجراء مقابلات مع الأشخاص المسؤولين في هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وسوق دمشق للأوراق المالية وذلك بهدف الحصول على معلومات إضافية توضح بعض الأمور الغامضة.

ب- الاستبيان: حيث تم توزيع الاستبيان على مجموعة من العاملين في شركات الوساطة المالية ومجموعة من العاملين في المؤسسات المالية ومجموعة من المستثمرين ضمن سوق دمشق للأوراق المالية السورية بهدف استطلاع آرائهم لاختبار فرضيات البحث واستشراف المستقبل.

سابعاً- الدراسات السابقة:

هنالك العديد من الدراسات التي تناولت موضوع أسواق الأوراق المالية والآثار التبادلية بين هذه الأسواق معدلات النمو والتنمية الاقتصادية منها الدراسات التالية :

١- دراسة حسين الاسرج (٢٠٠٢) في وزارة الاقتصاد المصرية بعنوان دور سوق الأوراق المصرية في تنمية الادخار في مصر توصل الباحث إلى أن سوق الأوراق المالية المصرية تسهم في تمويل النشاط الإنتاجي وتمنح الفرصة لكل من المدخرين لتعبئة مدخراتهم والمستثمرين من أجل تمويل مشروعاتهم وتوجيهها نحو الاستثمار المنتج.

٢- دراسة لفخري الدين التقي ومحمد محمود (٢٠٠٧) في جامعة القاهرة بعنوان سوق الأوراق المالية بين دورها التنموي ودورها الإنمائي - فقد خلصوا إلى أن سوق الأوراق المالية ستساهم في تعبئة المدخرات وبالتالي تمويل النشاط الإنتاجي والاستثماري وبالتالي تحقيق عوائد اقتصادية تساهم في التنمية الاقتصادية الليبي.

٣- دراسة ياسر بو حسون وشادي زهرة عام ٢٠٠٥ جامعة تشرين - سورية بعنوان: الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية - حيث يتناول هذا البحث في التحليل دور سوق الأوراق المالية في الدول النامية وبصورة خاصة في البلدان النامية وإيجاد الحلول المناسبة لتلك الدول وخلص إلى أن إقامة سوق للأوراق المالية تتمتع بقدر كبير من الكفاءة سيسهم في جعل هذه السوق محركاً لعجلة النمو الاقتصادي وليس مثبطاً لها.

٤- دراسة لبويد وبريسكوت وآخرون (٢٠٠١) بعنوان : الجهاز المصرفي وسوق الأوراق المالية - الدور المؤثر على عملية التنمية الاقتصادية- حيث تبين أن لسوق الأوراق المالية الدور الأكبر في تحقيق التنمية خاصة في الدول النامية حيث يساهم ذلك في زيادة الإنتاجية وكبح معدلات التضخم ومعالجة التشوهات السعرية التي منشأها تحقيق استقرار بأسعار

الصرف وتحقيق استقرار مالي حكومي والتقليل من درجة حدة الممارسات الاحتكارية في السوق وزيادة درجة سيولة سوق الأوراق المالية.

٥- **دراسة ليفين وسارة زيرفوس (٢٠٠٠)** حيث استخدمت الدراسة عدة مؤشرات للدلالة على نمو سوق رأس المال (معدل القيمة السوقية كمؤشر لحجم السوق وقدرته على تحريك رؤوس الأموال، معدل القيمة الكلية المتبادلة ومعدل دوران لقياس درجة سيولة السوق، واستخدام مؤشر درجة اندماج سوق رأس المال للدلالة على قدرتها على تنويع المخاطر) أما عن التغيرات المحددة للنمو الاقتصادي فتتمثلت في متوسط الدخل الحقيقي، نسبة الالتحاق بالمرحلة الثانوية، عدم الاستقرار السياسي، الاستهلاك الحكومي، معدل التضخم، حجم التداول في السوق السوداء ، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات النمو المالي ومتوسط دخل الفرد الحقيقي سواء تم تثبيت المتغيرات الأخرى أو لم يتم تثبيتها.

٦- **دراسة طمان عرفات إبراهيم طلعت (١٩٨٩)** بعنوان: **دراسة طبيعة سوق الأوراق المالية المصرية**، حيث تناولت المشكلات والحوادث والعوامل المؤثرة على استمرارية التعامل في الأوراق المالية والعوامل المرتبطة بكل من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ودوافع إقبال المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية كما تناولت قواعد التعامل التي يمكن الاسترشاد بها في مواجهة المشكلات التي قد تواجه سوق الأوراق المالية المرتقب إنشائها في اليمن.

٧- **دراسة حسن الياسي (١٩٩٩)** بعنوان: **حول السوق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة وإمكانيات رفع كفاءتها وتطويرها**، وقد وقف الباحث على واقع ومشاكل سوق الأوراق المالية غير المنظمة في الإمارات، بالإضافة إلى متابعة التطورات المتلاحقة في السوق الغير رسمية للأسهم المحلية. وقد توصل الباحث إلى عدد من النتائج منها، تتصف سوق للأوراق المالية بندرة المؤسسات المختصة بالوساطة المالية، بالإضافة إلى غياب المؤسسات المتخصصة في صناعة الأسواق الثانوية والمحفزة لنشاط الأسواق المالية، فضلاً عن أن أعداد الشركات

المساهمة التي يقوم عليها سوق الأوراق المالية قليلة مقارنة بعدد مؤسسات الأفراد، حيث تضم سوق الأسهم المحلية غير الرسمية ما يقارب من (٩٠) شركة يتداول منها (٤٢) شركة فقط.

ثامناً- مناقشة الدراسات السابقة وأوجه الشبه والخلاف بينها وبين البحث الحالي:

تتفق الدراسة الحالية، مع الدراستين الأولى والثانية في أنهما تناولتا بشكل عام، مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي وبالتالي تحقيق عوائد اقتصادية تسهم في التنمية الاقتصادية.

كما اتفقت مع الدراسة السادسة والسابعة من حيث المخاطر والمشكلات والعوامل المرتبطة بمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وغياب المؤسسات المتخصصة في صناعة الأسواق الثانوية والمحفزة لنشاط الأسواق المالية مما أغنى البحث من الناحية النظرية. وبقلة عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق مقارنة بعدد الشركات المساهمة والقائمة .

تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من ناحية مكان التطبيق الذي شمل سوق الأوراق المالية في دمشق وتنطلق هذه الدراسة من تحليل العوامل الأساسية المؤثرة على سوق دمشق للأوراق المالية وهي:

(المؤسسات المالية المساهمة، تأثير الحدود السعرية، تحليل دخول رأس المال الأجنبي بالإضافة إلى كفاءة وفعالية السوق، تحول الشركات العائلية إلى شركات مساهمة، الإفصاح والشفافية)، ودراسة أثر هذه العناصر مجتمعة على القرار الاستثماري.

الفصل الثاني
أسواق الأوراق المالية
(مفهومها - خصائصها - أنواعها)



المبحث الأول أسواق الأوراق المالية

- أولاً: مفهوم وتعريف سوق دمشق للأوراق المالية .
- ثانياً: خصائص سوق الأوراق المالية.
- ثالثاً: أنواع الأسواق المالية وأدواتها.



قائمة الجداول		
الرقم	الموضوع	الصفحة
١	الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية	
٢	درجة مصداقية النتائج المحققة من كل بند من بنود الاستقصاء	٩٦
٣	Cronbach Alpha قيمة معامل ثبات المقياس: اختبار	٩٧
٤	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب المناخ الاستثماري العام	٩٨
٥	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتوفر المطلب المتعلق بالبنى التحتية	١٠٠
٦	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب البنية القانونية والتشريعية	١٠١
٧	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب جودة ادارة الاستثمار	١٠٢
٨	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية	١٠٣
٩	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمساهمة سوق الأوراق المالية في تحويل الشركات الفردية الى شركات مساهمة:	١٠٤
١٠	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق على التفاعل مع جمهور والمستثمرين	١٠٥
١١	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق في توفير الآلية الرئيسية التي تتم من خلالها عملية توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية	١٠٦
١٢	معامل الارتباط البسيط بين فعالية وكفاءة سوق الأوراق المالية وجذب الاستثمار	١٠٧
١٣	نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية و جذب الاستثمار	١١٠
١٤	معامل الارتباط البسيط بين التحويل الى الشركات المساهمة وجذب الاستثمار.	١١١
١٥	نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين التحويل الى شركات مساهمة وجذب الاستثمار	١١٣
١٦	معامل الارتباط البسيط بين قدرة سوق الأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين و جذب الاستثمار	١١٥
١٧	نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين قدرة سوق الأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار	١١٦

قائمة الأشكال		
الرقم	الموضوع	الصفحة
١	الادراج في السوقين النظامية والموازية	٢٢
٢	انواع الاسواق المالية	٣٥
٣	العلاقة بين مؤسسات سوق الاوراق المالية والمدخرون والمستثمرون والمودعون	٤٣
٤	هيكل السوق المالي السوري	

أ	 أعضاء لجنة الحكم
ب	 الإهداء
ج	 الشكر و التقدير
د	 قائمة المحتويات
ح	 قائمة الجداول
	 قائمة الأشكال
و	 ملخص البحث
ي	

الفصل الأول :الإطار العام للبحث

2	 مقدمة
3	 أولاً- مشكلة البحث
3	 ثانياً- أهمية البحث
4	 ثالثاً- أهداف البحث
4	 رابعاً- فرضية البحث
5	 خامساً- مجتمع البحث
5	 سادساً- منهج البحث
6	 سابعاً- الدراسات السابقة
8	 ثامناً - مناقشة الدراسات السابقة

الفصل الثاني أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: أسواق الأوراق المالية

11	مقدمة
11	 أولاً- مفهوم وتعريف سوق الأوراق المالية
12	 ثانياً- خصائص سوق الأوراق المالية
14	 ثالثاً- أنواع الأسواق المالية وأدواتها

المبحث الثاني

أهمية ووظائف اسواق الاوراق المالية

أولاً-	اهمية	أسواق	الأوراق	21
المالية	.....			23
ثانياً-	الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية	.....		25
ثالثاً-	متطلبات انشاء سوق الأوراق المالية	.....		27
رابعاً-	كفاءة أسواق الأوراق المالية	.....		

المبحث الثالث: ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظريات الاقتصادية التاريخية

وعلاقتها مع المتغيرات الاقتصادية

أولاً-	مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الكلاسيكية	.....		٣٣
ثانياً-	مدى ارتباط سوق الأوراق المالية بالنظرية الحديثة	.....		٣٤
ثالثاً-	دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي	.....		٣٥
رابعاً-	دور سوق الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي	.....		٣٦
خامساً-	تحليل أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار أسهم سوق الأوراق المالية	.....		٣٨

المبحث الرابع: دور مؤسسات المالية في توظيف المدخرات واستثمارها في سوق

الأوراق المالية

أولاً-	الأجهزة المصرفية والمؤسسات المالية وأثرها على الأوراق المالية	.....		٤٥
ثانياً-	الادخار وعلاقته بسوق دمشق للأوراق المالية وأهميته في الدخل القومي	.....		٥٢
ثالثاً-	الاستثمار وأثره في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية	.....		٥٥

الفصل الثالث: دراسة تحليلية وعملية عن سوق دمشق للأوراق المالية

المبحث الأول: دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية

٦٣	لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية.....
٦٣	أولاً- مؤسسات السوق المالية في الجمهورية العربية السورية
٧٠	ثانياً- الأهمية الاقتصادية والتنموية لإحداث سوق دمشق للأوراق المالية كأداة لتنشيط
٧١	الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي.....
٧٣	ثالثاً- متطلبات نجاح سوق دمشق للأوراق المالية.....
٧٣	رابعاً: تحليل الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.....
٧٤	خامساً: تحليل الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية.....
٧٩	سادساً- تحليل الآثار المحتملة لتداول رأس المال الأجنبي للتداول في سوق دمشق
	للأوراق المالية.
٨٣	سابعاً- المؤشر المثقل بالقيمة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية dwx.....
٨٤	ثامناً- أهمية التحليل المالي في تنشيط الاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.....
	تاسعاً- التحليل الأساسي والتحليل الفني لسوق دمشق للأوراق المالية
	عاشراً- الأساليب المتبعة في سوق دمشق للأوراق المالية لحماية جمهور المستثمرين
٨٦	

المبحث الثاني: الدراسة العملية لسوق دمشق للأوراق المالية

٨٨	أولاً- جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة.....
٨٩	١- حدود مجتمع الدراسة ووصف العينة.....
٨٩	٢- أسلوب جمع البيانات وتصميم استمارة الاستبيان.....
٨٩	٣- درجة استجابة العينة.....
٩٠	٤- الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار الفرضيات.....
٩٠	٥- أداة الدراسة
٩١	٦- صدق أداة الدراسة.....
٩٢	٧- ثبات أداة الدراسة
٩٤	ثانياً- تحليل البيانات واختبار صحة الفرضيات

٩٥	١- تحليل مدى توفر المتطلبات اللازمة لجذب الاستثمار إلى سورية.....
٩٩	٢- تحليل كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية
١٠١	٣- تحليل إمكانية التحول من الشركات الفردية إلى شركات مساهمة
	٤- تحليل قدرة السوق على التفاعل مع جمهور المستثمرين
	٥- تحليل مدى مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في توفير الآلية الرئيسية لتحويل المدخرات للاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية
١٠٩	٦- اختبار صحة الفرضيات
١١٣	ثالثاً- النتائج والتوصيات.....
١٢١	رابعاً- المراجع.....
١٢٥	الملاحق.....

قائمة الجداول

الرقم	الموضوع	ص
١	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	٦٧
٢	درجة مصداقية النتائج المحققة من كل بند من بنود الاستقصاء	٩٣
٣	اختبار قيمة معامل ثبات المقياس Cranach Alpha	٩٤
٤	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب المناخ الاستثماري العام	٩٦
٥	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتوفر المطلب المتعلق بالبنى التحتية	٩٧
٦	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب البنية القانونية والتشريعية	٩٨
٧	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمطلب جودة إدارة الاستثمار	٩٩
٨	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية	١٠٠
٩	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لمساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في تحويل الشركات الفردية إلى شركات مساهمة	١٠٥
١٠	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق على التفاعل مع جمهور والمستثمرين	١٠٧
١١	الوسط الحسابي والانحراف المعياري لقدرة السوق في توفير الآلية الرئيسية التي تتم من خلالها عملية توجيه المدخرات للاستثمار في الأوراق المالية	١٠٨
١٢	معامل الارتباط البسيط بين فعالية وكفاءة سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار	١١٠
١٣	نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين كفاءة وفعالية سوق دمشق للأوراق المالية وجذب الاستثمار	١١٠
١٤	معامل الارتباط البسيط بين التحول إلى الشركات المساهمة وجذب الاستثمار	١١١
١٥	نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين التحول إلى شركات مساهمة وجذب الاستثمار	١١١
١٦	معامل الارتباط البسيط بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار	١١٢
١٧	نتائج تحليل نتائج الانحدار البسيط للعلاقة بين قدرة سوق دمشق للأوراق المالية على التعامل مع المستثمرين وجذب الاستثمار	١١٢

قائمة الاشكال

الرقم	الموضوع	ص
١	أنواع الأسواق المالية.....	١٩
٢	العلاقة بين مؤسسات سوق دمشق للأوراق المالية والمدخرون والمستثمرون والمودعون.....	٥٨
٣	الادراج في السوق النظامية والموازية.....	٦٧
٤	هيكل السوق المالي السوري.....	٦٩