



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم المصارف والتأمين

أثر القرارات الاقتصادية ذات العلاقة في أداء سوق دمشق للأوراق المالية.

(دراسة تحليله في فترة الأزمة)

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الأسواق المالية

إعداد:

أسعد صلاح حسين

إشراف:

د. سليمان موصلي

قرار لجنة الحكم

بناء على القرار رقم \2360\ م.ب.د تاريخ 25\6\2018 م. الصادر عن مجلس البحث العلمي والدراسات العليا في جامعة دمشق، تمت الموافقة على تأليف لجنة الحكم لمناقشة رسالة الماجستير في الأسواق المالية - قسم المصارف والتأمين للطالب أسعد صلاح حسين بعنوان: ((أثر القرارات الاقتصادية ذات العلاقة في أداء سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة تحليلية في فترة الأزمة)) والمؤلفة من السادة الأساتذة:

- | | | |
|---------------------|---|--------------|
| د. عبد الرزاق قاسم. | الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق. | عضواً |
| د. رغيد قصوعة. | المدرس في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق. | عضواً |
| د. سليمان موصلي. | المدرس في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق. | عضواً مشرفاً |

إقرار

أنا الطالب أسعد صلاح حسين، ماجستير أسواق مالية:

أصرح بأن هذا البحث من أنجزني ولم يسبق أن نشر من قبلي أو من قبل باحثين آخرين.

دمشق، في 2018/9/19 م.

أسم الطالب: أسعد صلاح حسين.

التوقيع:

إلى من يهمه الأمر

نُحيطكم علماً بأنني قد قُمتُ بتدقيق رسالة الماجستير العائدة للطالب:

أسعد صلاح حسين: والتي تحمل العنوان الآتي:

أثر القرارات الاقتصادية ذات العلاقة في أداء سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة تحليلية في فترة الأزمة.

دمشق في \ \ م.

المدقق اللغوي

زهير قدرة كناني

شكر وتقدير

أتقدم بخالص الشكر والامتنان والتقدير للدكتور سليمان موصلي الذي تفضل بالإشراف على هذه الرسالة، ولما قدمه لي لإنجاز هذا العمل من توجيه ونصح وإرشاد.

كما أتقدم بالشكر الجزيل للسادة أعضاء لجنة الحكم المحترمين كلاً من الدكتور عبد الرزاق قاسم، والدكتور رغيد قصوة لتفضلهم بقراءة هذه الرسالة والحكم عليها، وأتقدم بالشكر للسادة أعضاء الهيئة التدريسية في كلية الاقتصاد لما يقدمون من جهد في العملية التعليمية

والشكر موصول لجامعة دمشق لما قدمته وتقدمه لطلابها.

والله ولي التوفيق

الباحث

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
1	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
2	1-1 المقدمة.
3	2-1 مشكلة البحث.
3	3-1 أهمية البحث.
3	4-1 أهداف البحث.
4	5-1 فرضيات البحث.
4	6-1 متغيرات البحث.
4	7-1 العينة وأسلوب جمع البيانات.
5	8-1 منهجية البحث.
6	9-1 محددات البحث.
6	10-1 الدراسات السابقة.
6	1-10-1 الدراسات السابقة باللغة العربية.
9	2-10-1 الدراسات السابقة باللغة الانجليزية.
25	3-10-1 التعليق على الدراسات السابقة.
30	الفصل الثاني: مقدمة عن الأسواق المالية
31	1-2 المقدمة.
32	2-2 عوائد الأسواق المالية.
32	1-2-2 العوائد في الأسواق المالية وقياسها.
33	1-1-2-2 العائد التاريخي (العائد الكلي).
34	2-1-2-2 العائد المتوقع. ER.
34	1-1-2-2 العائد غير العادي. AR.
35	2-2-2 نماذج قياس العائد غير العادي (قصير المدى).
35	1-2-2-2 نموذج السوق MM.
38	2-2-2-2 نموذج السوق المعدل.
38	3-2-2-2 مجمع العائد غير العادي CAR.
40	3-2-2 نماذج قياس العائد غير العادي (طويل المدى).
40	1-3-2-2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.
41	2-3-2-2 نموذج التسعير بالمراجعة. APT.
43	3-2 مخاطر الأسواق المالية.
43	1-3-2 مفهوم المخاطرة.
44	2-3-2 أنواع المخاطر ومصادرها.

تابع الفهرس

الصفحة	العنوان
44	1-2-3-2 المخاطر المنتظمة.
44	1-1-2-3-2 مخاطر أسعار الفائدة.
44	2-1-2-3-2 مخاطر انخفاض القوة الشرائية.
45	3-1-2-3-2 مخاطر السوق.
46	2-2-3-2 المخاطر غير المنتظمة.
46	1-2-2-3-2 مخاطر الإدارة.
46	2-2-2-3-2 مخاطر الصناعة.
46	3-3-2 قياس المخاطرة.
46	1-3-3-2 الانحراف المعياري SD.
48	2-3-3-2 معامل الاختلاف CV.
48	3-3-3-2 القيمة المعرضة للخطر VAR.
48	4-3-3-2 قياس القيمة المعرضة للخطر VAR.
48	1-4-3-3-2 التباين المشترك.
49	2-4-3-3-2 المحاكاة التاريخية.
49	3-4-3-3-2 مونت كارلو.
51	4-2 نظرية الكفاءة في السوق المالي.
51	1-4-2 مفهوم كفاءة السوق المالي.
51	1-1-4-2 الأسواق المالية التامة.
52	2-1-4-2 تعريف الكفاءة.
53	3-1-4-2 الكفاءة التشغيلية.
53	4-1-4-2 الكفاءة التسعيرية.
54	2-4-2 مستويات كفاءة السوق المالي.
54	1-2-4-2 المستوى الضعيف.
54	2-2-4-2 المستوى شبه القوي.
56	2-2-4-2 المستوى القوي.
58	3-4-2 الكيفية التي تتحقق فيها كفاءة الأسواق المالية.
58	4-4-2 أهمية الكفاءة.
60	الفصل الثالث: مقدمة في المتغيرات الاقتصادية النقدية
61	1-3 سعر الفائدة.
61	1-1-3 مفهوم سعر الفائدة.
62	2-1-3 نظم سعر الفائدة.
62	1-2-1-3 سعر الفائدة المعموم.

تابع الفهرس

الصفحة	العنوان
63	2-2-1-3 سعر الفائدة الثابت.
63	3-1-3 العلاقة بين سعر الفائدة والسوق المالي.
63	1-3-1-3 قناة التأثير المباشرة.
64	2-3-1-3 قناة التأثير غير المباشرة.
65	2-3 سعر الصرف.
65	1-2-3 مفهوم سعر الصرف.
66	2-2-3 أنظمة سعر الصرف.
66	1-2-2-3 نظام سعر الصرف الثابت.
67	1-2-2-3 نظام سعر الصرف المعوّم.
67	3-2-3 أنواع سعر الصرف.
67	1-3-2-3 سعر الصرف الاسمي.
68	2-3-2-3 سعر الصرف الحقيقي.
68	3-3-2-3 سعر الصرف الفعلي الاسمي.
68	4-3-2-3 سعر الصرف الفعلي الحقيقي.
69	4-2-3 العوامل المؤثرة على سعر الصرف.
69	5-2-3 العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية.
71	3-3 السياسة الاقتصادية النقدية والمالية في سوريا.
71	1-4-3 السياسة النقدية في سورية.
72	1-1-4-3 سعر الفائدة.
73	2-1-4-3 سعر الصرف.
74	2-4-3 السياسة المالية في سورية.
75	3-4-3 محددات القرارات الاقتصادية في سورية.
77	الفصل الرابع: الأسلوب الإحصائي وتحليل البيانات.
78	1-4 الأسلوب الإحصائي.
79	1-1-4 المتغيرات.
80	2-1-4 الاختبارات الإحصائية.
80	1-2-1-4 المرحلة الأولى للتحليل الإحصائي.
80	1-1-2-1-4 اختبار التوزيع الطبيعي. NT
81	2-1-2-1-4 اختبار الارتباط المتسلسل. ACT
82	2-2-1-4 المرحلة الثانية تكوين المحفظة.
83	3-2-1-4 المرحلة الثالثة تحليل النموذج MM.
86	1-3-2-1-4 نموذج السوق المعدل. MAR

تابع الفهرس

العنوان	العنوان
86	2-3-2-1-4 مجمع العائد غير العادي CAR.
88	2-4 التحليل الاحصائي.
88	1-2-4 مقاييس التقلطح والتشتت.
90	2-2-4 نتائج اختبار الارتباط المتسلسل.
92	3-4 اختبار الفرضيات.
92	1-3-4 باستخدام نموذج السوق MM.
92	1-1-3-4 حساب بيتا في الحالات الثلاث.
92	2-1-3-4 حساب بيتا الكلية، العائد غير المفسر، الارتباط.
93	2-3-4 اختبار القرارات
93	1-2-3-4 القرار 1131.
94	2-2-3-4 القرار 5937.
96	3-2-3-4 القرار 938.
97	4-2-3-4 القرار 795.
99	5-2-3-4 القرار 818.
100	6-2-3-4 القرار 747.
102	3-3-4 باستخدام اختبار المتوسطات.
103	1-3-3-4 القرار 1131.
103	2-3-3-4 القرار 5937.
104	3-3-3-4 القرار 938.
105	4-3-3-4 القرار 795.
105	5-3-3-4 القرار 818.
106	6-3-3-4 القرار 747.
107	الفصل الخامس: النتائج والتوصيات.
108	1-5 النتائج.
108	1 اختبار التوزيع الطبيعي.
108	2 اختبار الارتباط المتسلسل.
109	3 اختبار الفرضيات.
117	2-5 التوصيات.
119	قائمة المراجع
130	الملاحق.

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	ملخص الدراسات السابقة.	26
(1-4)	مقاييس النزعة المركزية والتشتت لسلاسل عوائد البنوك المشككة للمحفظة.	88
(2-4)	نتائج اختبار الارتباط المتسلسل.	90
(3-4)	حدود قيم Z لمعاملات الارتباط.	91
(4-4)	حساب بيتا في الحالات الثلاث.	92
(5-4)	حساب معاملات النموذج.	92
(6-4)	موجز القرار 1131.	93
(7-4)	حسابات القرار 1131 واختبارات t للمجالات المدروسة.	93
(8-4)	نتائج اختبار t للقرار 1131.	94
(9-4)	موجز القرار 5937.	94
(10-4)	حسابات القرار 5937 واختبارات t للمجالات المدروسة.	94
(11-4)	نتائج اختبار t للقرار 5937.	95
(12-4)	موجز القرار 938.	96
(13-4)	حسابات القرار 938 واختبارات t للمجالات المدروسة.	96
(14-4)	نتائج اختبار t للقرار 938.	97
(15-4)	موجز القرار 795.	97
(16-4)	حسابات القرار 795 واختبارات t للمجالات المدروسة.	98
(17-4)	نتائج اختبار t للقرار 795.	99
(18-4)	موجز القرار 818.	99
(19-4)	حسابات القرار 818 واختبارات t للمجالات المدروسة.	99
(20-4)	نتائج اختبار t للقرار 818.	100
(21-4)	موجز القرار 747.	100
(22-4)	حسابات القرار 747 واختبارات t للمجالات المدروسة.	101
(23-4)	نتائج اختبار t للقرار 747.	102
(24-4)	نتائج اختبار t للقرار 1131 وفق أسلوب اختبار المتوسطات.	103
(25-4)	نتائج اختبار t للقرار 5937 وفق أسلوب اختبار المتوسطات.	104
(26-4)	نتائج اختبار t للقرار 938 وفق أسلوب اختبار المتوسطات.	104
(27-4)	نتائج اختبار t للقرار 795 وفق أسلوب اختبار المتوسطات.	105
(28-4)	نتائج اختبار t للقرار 818 وفق أسلوب اختبار المتوسطات.	105
(29-4)	نتائج اختبار t للقرار 747 وفق أسلوب اختبار المتوسطات.	106
(1-5)	ملخص التوافق مع الدراسات السابقة.	115

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
56	نافذة الحدث خلال السلسلة الزمنية.	(2-1)
57	مستويات الكفاءة والمعلومات ذات الصلة.	(2-2)

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة، لاختبار أثر القرارات الاقتصادية المتخذة في فترة الأزمة على مستوى قرارات سعر الصرف، وسعر الفائدة على عوائد سوق دمشق للأوراق المالية، عن طريقة استخدام طريقة دراسة الحدث Event Study لتتبع أثر القرارات الاقتصادية داخل مجالات زمنية محددة بيومين وخمسة أيام وعشرة أيام و خمسة عشر يوم قبل وبعد يوم صدور القرار، وبتطبيق نموذج السوق Market Model لحساب العوائد غير العادية ومقارنتها، بالإضافة إلى اختبار المتوسطات، وذلك خلال الفترة الممتدة بين 1\3\2011 وحتى 1\7\2013، وهي الفترة التي شهدت العديد من القرارات الاقتصادية على مستوى سعر الصرف و مستوى سعر الفائدة.

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد كل القرارات المدروسة، مما يدل على عدم تأثر سوق دمشق للأوراق المالية بتلك القرارات الاقتصادية، قد يكون السبب هو أن في فترة الأزمة كان للعوامل الأمنية والسياسية أثر أكبر من القرارات الاقتصادية الصادرة.

لذلك يوصي الباحث القائمين على السوق المالية، بالعمل على زيادة كفاءة سوق دمشق، وتفعيل كل طرق الوصول للمعلومات للمشاركين في السوق بنفس الوقت وبدون تكلفة، كما ينصح الباحث، الباحثين في المستقبل إلى توسيع إطار الدراسة، عن طريق دراسة متغيرات أخرى على السوق المالي قد تكون لها أثر أكبر على السوق.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 المقدمة:

إن التطورات السّياسية والاقتصادية التي عرفها العالم في نهاية القرن الماضي وبداية القرن الحالي، كانت بمثابة إعادة هيكلة للنظام الاقتصادي برمته في كل النواحي وعلى جميع الأصعدة وبالرغم من عدم وضوح أبعاد إعادة الهيكلة هذه، وضعف قدرتنا على فهم كل من مصادرها وأسبابها، فإن الأمر الذي بات واضحاً للجميع هو الانتقال التدريجي والمستمر لاقتصاديات أغلب الدول نحو الحرية التجارية والاقتصادية.

كانت من أبرز خصائص عملية الانتقال هذه ظهور أسواق مالية متطورة وقادرة على اكتشاف الفرص الاقتصادية المتوفرة والاستفادة منها، وأصبحت هذه الأسواق الأداة الرئيسية التي تستخدمها الدول في سعيها الدؤوب للاستفادة من الفرص الاقتصادية المتاحة.

وأضحت هذه الأسواق المرآة العاكسة للاقتصاد الوطني ومؤشراً على صحة الاقتصاد من عدمه، ونظراً لهذه الصفة الجوهرية التي تتمتع بها أسواق المال فقد أصبحت تحتل مكان الصدارة على سلم الأولويات الاقتصادية، وتتضافر جهود السياستين المالية والنقدية على الدوام لتحقيق نوع من الاستقرار والثبات في السوق المالي، وبشكل خاص في الأسواق الناشئة والنامية كسوق دمشق للأوراق المالية.

وبعد الأزمات المالية التي أصابت الأسواق المالية الآسيوية والخليجية في القرن الماضي والأسواق العالمية في القرن الحالي، برزت الحاجة إلى مؤائمة القرارات والسياسات الاقتصادية لزيادة كفاءة هذه الأسواق، حيث تلعب مؤشرات الاقتصاد الحيوية (سعر الفائدة، التضخم، سعر الصرف، العرض النقدي، الناتج القومي الإجمالي....) تأثيرات مباشرة وغير مباشرة على أداء الأسواق المالية.

ومن هنا نتجت الحاجة الملحة لوجود سياسة اقتصادية قادرة على إنتاج مزيج جيد من هذه العوامل، لضمان تطور واستقرار تلك الأسواق.

2-1 مشكلة البحث:

نظراً لأهمية الأسواق المالية في الحياة الاقتصادية، كونها وسيط هام لانتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، تنبع الحاجة لمعرفة أثر العوامل الاقتصادية على أداء السوق المالي، كون تلك العوامل كثيرة وتمارس تأثيرات مباشرة وغير مباشرة، آنية وأجلة على السوق المالي.

ويمكن تلخيص مُشكلة البحث في الإجابة عن التساؤلين التاليين:

1. ما هو أثر القرارات الاقتصادية النقدية (سعر الصرف – سعر الفائدة) المُتخذة في عوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية؟
2. ما هي عوامل ومؤشرات أزمة سوق دمشق للأوراق المالية؟

3-1 أهمية البحث:

تنبع أهمية هذه الدراسة من تزايد اهتمام الباحثين في معرفة أثر القرارات الاقتصادية النقدية (سعر الصرف – سعر الفائدة) على الأسواق المالية، ولمعرفة كيف يمكن للسلطة النقدية والمالية دعم النشاط في الأسواق المالية الناشئة وتجنب الأزمات.

ويمتلك البحث أهمية خاصة، كونه يختبر أثر القرارات الاقتصادية في سوريا على سوق دمشق للأوراق المالية، في فترة نحن فيها بأمر الحاجة لتكاتف الجهود كافة للعبور بالاقتصاد إلى بر الأمان.

4-1 أهداف البحث:

تهدف الدراسة إلى قياس أثر القرارات الاقتصادية النقدية (سعر الصرف – سعر الفائدة) على أداء سوق دمشق للأوراق المالية في فترة الأزمة.

5-1 فرضيات البحث:

تتكون الدراسة من فرضية أساسية تُنبثق عنها فرضيتين فرعيتين:

الفرضية الأساسية H_0 :

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات الاقتصادية النقدية (سعر الصرف -

سعر الفائدة)، وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية فترة الآزمة.

وتنبثق عنها الفرضيات التالية:

H_1 : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات سعر الصرف، والعائد على

الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

H_2 : لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات تغير سعر الفائدة، والعائد على

الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

6-1 متغيرات البحث:

تجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة تعتمد على تقسيم المتغيرات، إلى متغيرات تابعة وأخرى مُستقلة.

وكما جاء في الفرضيات فإن كلاً من (سعر الفائدة، سعر الصرف) هي متغيرات مُستقلة في تأثيرها، وتعتمد الدراسة على متغير تابع وحيد هو العائد على الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

7-1 العينة وأسلوب جمع البيانات:

تشمل عينة الدراسة على سلاسل زمنية يومية لأسعار أسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية و عددها (10) في الفترة بين 2011/3/1 و حتى 2013/7/1 سيتم إدخالها جميعاً بسبب قلة عدد الشركات المدرجة في السوق المالي

وبالتالي الحصول على نتائج دقيقة تمثل السوق، حيثُ يُمكن الحُصول على البيانات الخاصة بأسعار الأسهم من موقع سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy ، بينما يُمكن الحصول على بيانات القرارات الاقتصادية (قرارات سعر الفائدة – قرارات سعر الصرف)، من خلال النشرات الرسمية لتلك القرارات الصادرة عن مصرف سوريا المركزي.

تم اختيار المصارف العشرة على أساس عدد أيام التداول على طول السلسلة الزمنية، بالإضافة كون المصرف مدرج في السوق المالي وفعال في التداول، قبل تاريخ 2011/3/1، وفيما يتعلق بطول السلسلة فقد اختيرت بحيث تشمل كل تواريخ القرارات المدروسة في الدراسة، وجميعها تقع ضمن الفترة بين 2011/3/1 وحتى 2013/7/1.

8-1 منهجية البحث:

سَدِيتَم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الفصول النظرية للدراسة، كون المنهج يناسب هذا النوع من الدراسات.

وسَدِيتَم استخدام الأسلوب التحليلي الإحصائي في الدراسة العملية، حيث سيتم اجراء اختبار التوزيع الطبيعي، واختبار الارتباط المتسلسل، لمعرفة مدى الارتباط في السلسلة، وما إذا كانت السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي من عدمه.

كما سَدِيتَم الدراسة على أسلوب دراسة الحالة Event Study الذي يُعد مُفيداً في قياس أثر حدث أو مجموعة من الأحداث على عوائد وأسعار الأسهم، وذلك عن طريق قياس استجابة سهم خلال الفترة الزمنية لحصول الحدث.

9-1 مُحددات البحث:

تكمن مُحددات الدراسة في أن من خصائص الاقتصاد السوري البُطء في عكس الآثار المترتبة عن العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، وبالتالي قد يكون هناك صعوبة في تتبع أثر القرارات الاقتصادية في المدى القصير أو أنياً كما هو من المفترض لهذه الآثار أن تكون.

10-1 الدراسات السابقة:

1-10-1 الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة (اليوسف ، 2008) بعنوان " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي." هدفت الدراسة الحالية إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على عائد الأسهم، والسبب في هذا التذبذب في العائد، وبيان أي العوامل أكثر تأثيراً من غيرها على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة بين 2000 و 2006، شملت العينة على 30% من المجتمع الأصلي، وشملت الدراسة سبع متغيرات مُستقلة (التضخم، العجز في ميزان المدفوعات، العجز في الموازنة العامة، الناتج المحلي الإجمالي، عدد العاملين ورأس مال الشركة) ومتغير تابع وحيد هو عائد أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. استخدمت الدراسة تحليل الانحدار البسيط وتحليل الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، وبينت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وموجبة بين (التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة، رأس مال الشركة وعدد العاملين) والعائد على الأسهم، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين (العجز في ميزان المدفوعات والعجز في الموازنة) والعائد على الأسهم.

2. دراسة (الحجاز، 2007) بعنوان "العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم في السوق الفلسطيني".

الهدف الرئيسي لهذه الدراسة التعرف على العوامل التي تؤثر على سيولة أهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، عن طريق بيان أثر نوعين من العوامل، الأول عوامل داخلية تتعلق بالشركة نفسها، وأخرى تتعلق بعوامل خارجية هي عوامل الاقتصاد الكلي (سعر الفائدة، العرض النقدي، الوضع الاقتصادي، والوضع السياسي العام). وشملت عينة الدراسة على 15 شركة مساهمة مدرجة في السوق الفلسطيني، في الفترة بين 2002 - 2005، وتم استخدام نموذج الانحدار البسيط والمتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة.

وأوضحت نتائج هذه الدراسة أن العوامل الاقتصادية الداخلية أكثر تأثيراً على سيولة السّهم من العوامل الخارجية المتعلقة بالاقتصاد.

3. دراسة (عطية، 2012) بعنوان "تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق".

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، مع التركيز على عامل التغيرات في عرض النقد، وعوامل السياسة النقدية، وتبرز أهمية هذه الدراسة أنها أيضاً تناولت أثر الأزمات السياسية والاقتصادية على السوق المالي.

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، ونموذج الانحدار البسيط في بيان أثر المتغيرات الاقتصادية النقدية على السوق المالي العراقي، وخلصت

الدراسة نتائج هامة كان من أهمها أن عوامل السياسة النقدية والأزمات السياسية، تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في أداء الأسواق المالية وخاصة السوق العراقي.

4. دراسة (الحجاج، 2012) بعنوان "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية في الفترة بين 2007-2009".

عالج البحث موضوع الأزمة المالية العالمية على أسواق الأوراق المالية العربية، وتهدف الدراسة إلى محاولة التعرف على حقيقة وأبعاد الأزمة المالية العالمية، تميز البحث بأنه يبدأ بخلفية عامة عن الأزمات السابقة التي واجهتها الأسواق المالية، والتطرق إلى الأزمة المالية العالمية الحالية وطرق وحلول الخروج منها. شملت العينة الإحصائية على جميع الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية، في الفترة بين 2007 – 2009، مُقسمة على فترتين (قبل وبعد أفلاس بنك ليمان براذر)، وتمّ استخدام اختبار T-test ومعامل الارتباط Person لغرض المقارنة بين الفترتين، وأظهرت النتيجة أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة المالي.

5. دراسة (الشلاش والدروبي، 2011) بعنوان "أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة بين (1994 – 2009)".

تناولت الدراسة العوامل المؤثرة في حجم صافي الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد عُدَّ مُتغير حجم صافي الاستثمار الأجنبي مؤشراً على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم السوق.

بينت الدراسة أثر كل من المتغيرات (سعر الصرف، عرض النقد وحجم الإنفاق المحلي والأجنبي) في حجم صافي الاستثمار الأجنبي، وتمّ استخدام نموذج VAR الإحصائي، ونموذج تصحيح الخطأ ECM، بالإضافة إلى اختبار ديكي فولر المطور لبيان الاستقرار في السلاسل الزمنية من عدمها، واختبار جوهانسن Johansen Test للتكامل المشترك لبيان العلاقة التوازنية في المدى الطويل بين المتغيرات.

بينت الاختبارات أن متغيرات الدراسة ليست مستقرة، وإلى وجود علاقة توازنية بين المتغيرات في المدى الطويل، ووجود علاقات سببيه أحادية الاتجاه بين بعض المتغيرات وثنائية الاتجاه بين متغيرات أخرى.

2-10-1 الدراسات باللغة الإنجليزية:

1. دراسة (Sirisopha، 2012) بعنوان "The Effect of Macroeconomics Factors on Stock Exchange of Thailand high dividend Index".

الهدف من هذه الدراسة هو تحديد أثر عوامل الاقتصاد الكلي على تداول الأسهم في سوق تايلاند المالي، ذو المؤشر (SETHD) باستخدام تحليل السلاسل الزمنية على سلسلة زمنية لـ 12 شهراً في الفترة بين حزيران 2011 وحتى تموز 2012. استخدمت الدراسة طريقة الانحدار الخطي البسيط، وتم تقسيم السلسلة الزمنية بطريقتين رُبعية وشهرية، وذلك بسبب أن قيم الناتج القومي الإجمالي والناتج المحلي الإجمالي تصدر بشكل ربعي في تايلاند، وباقي العوامل تصدر بشكل شهري. وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها، أن العوامل الاقتصادية تؤثر وبشكل كبير وبدلالة إحصائية على عوائد المؤشر SETHD وهي (سعر الفائدة، التضخم، الناتج

القومي الإجمالي، الناتج المحلي الإجمالي)، كما أوضحت هذه الدراسة أن أثر العوامل السابقة قد يكون مُتشابه إلى حدّ كبير في باقي أسواق آسيا المالية.

2. دراسة (Mei و Guo، 2002) بعنوان "Political Uncertainty"

"Financial Crisis and Market Volatility"

تهدف الدراسة إلى دراسة تأثير الأخطار السياسية (عدم اليقين السياسي)، في أوقات الأزمات المالية في 22 سوق مالي ناشئ، وذلك بدراسة أثر التخبّط السياسي، وأثر الدورات الانتخابية السياسية على التذبذب بعوائد الأسواق المالية، حيث تم التعبير عن الآزمة المالية والسياسية باستخدام متغير وهمي (Dummy). تمّ استخدام طريقة إحصائية تدمج بين الاحتمالات وتحليل الانحدار البسيط والمتعدد، وقد خلّصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الارتباك السياسي الذي يحدث في فترات الانتخاب، والتذبذب في عوائد الأسواق المالية، حيث وجدَ الباحثان زيادة في التذبذب في هذه العوائد في الفترات الانتخابية بسبب ما يرافق هذه الفترات من تخبّط سياسي، كما تنصح هذه الدراسة المُستثمرين في الأسواق الناشئة أخذ هذه الفترات بالحسبان عند تحليل عملية الاستثمار.

3. دراسة (Subhani و Osman و Gul، 2010) بعنوان "Relationship

between Consumer Price index (CPI) and KSE-100 index trading volume in Pakistan and finding the endogeneity in the involved data"

تهدف الدراسة إلى اختبار مدى تأثير حجم التداول في مؤشر سوق كراتشي (KSE-100)، للتغيرات في الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI).

تمّ في الدراسة استخدام بيانات شهرية للفترة بين كانون الثاني 2004 وآب 2009، مع استخدام نموذج انحدار بسيط لدراسة العلاقة بين حجم التداول، والتغيرات في CPI، وخلصت الدراسة إلى نتيجة إن هناك علاقة سالبة وذات دلالة إحصائية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك وحجم التداول في سوق كراتشي المالي.

4. دراسة (Apergis و Eleftherion، 2002) بعنوان "Interest Rates and Stock Price the case of the Athens Stock Exchange".

هدفت الدراسة إلى اكتشاف العلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم وسعر الفائدة في اليونان، في الفترة من 1988 وحتى 1999، حيث تميزت هذه الفترة في اليونان بانخفاض في معدل التضخم وسعر الفائدة. أجابت الدراسة على تساؤل هام يدور في بال المستثمرين، هو لماذا تتبع تحركات أسعار الأسهم في اليونان، تحركات معدل التضخم أكثر من تحركات سعر الفائدة، وقدمت الدراسة تفسيراً للعلاقة بين أسعار الأسهم والتضخم.

استخدمت الدراسة بيانات شهرية لأسعار الأسهم، وعبر عن التضخم بالرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI، وعبر عن سعر الفائدة بالعائد على أدونات الخزينة 3-أشهر مع اعتبار سنة 1990 هي سنة الأساس، وتم استخدام نموذج ديكي فولر المطور (اختبار جذر الوحدة) لتعرف على استقرار السلسلة الزمنية، ونموذج الانحدار المتعدد لبيان العلاقات بين المتغيرات.

5. دراسة (Dimitrova، 2005) بعنوان "The Relationship between Exchange rate and stock prices: Studied in Multivariate Model".

تهدف الدراسة إلى تحديد العلاقة بين أسعار الأسهم في السوق المالي وأسعار الصرف، والتي ربما تفسر التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية في المدى القصير، وحاولت الدراسة الجابة عن التساؤل التالي، إذا كان التداول الكبير في السوق المالي، يؤدي إلى ارتفاع في العملة المحلية، فهل العملة الضعيفة والمُتقلبة تسبب انخفاضاً في السوق المالي، وذلك في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، في الفترة بين كانون الثاني 1990 وآب 2004. استخدم نموذج إحصائي متعدد المتغيرات ونموذج الانحدار المتعدد والتحليل التقاطعي Cross-Sectional في بيان الأثر والعلاقة، وتحليل السببية Granger Test لتحديد اتجاه العلاقات بين المتغيرات.

خلصت الدراسة بعدها إلى نتيجة وجود علاقة بين التغيرات في سعر الصرف وأسعار الأسهم في السوق المالي، وهذه العلاقة موجبة في حال كانت أسعار الأسهم هي المتغير الأساسي في النموذج، وتتحول إلى علاقة سالبة في حال كان سعر الصرف هو المتغير الأساسي في النموذج.

6. دراسة (Erb و Harvey و Viskata، 1995) بعنوان " Political Risk

Financial Risk، Economic Risk".

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر الخطر السياسي والاقتصادي والمالي على عوائد الأسواق المالية، وكان الهدف من هذه الدراسة تقديم معلومات عن الخطر للمستثمرين الذين يرغبون بالاستثمار في محافظ مالية خارج الحدود. اعتمدت الدراسة على أربع أنواع من الخطر الذي يحيط بأي دولة وهي (الخطر الدولي على الدولة، الخطر السياسي، الخطر المالي والاقتصادي، الخطر المركب)، وتوقعت الدراسة أن جميع مؤشرات الخطر السابقة تحتوي على معلومات من شأنها التأثير في المستقبل.

تم استخدام التحليل الإحصائي ال تقاطعي Cross-Sectional، وذلك لربط مؤشرات الخطر السابقة بالتغير في عائد أسهم الأسواق المالية، وخلصت الدراسة إلى أن جميع مؤشرات الخطر السابقة لها تأثير كبير على عوائد الأسهم في المستقبل.

7. دراسة (Subiar و Salih، 2005) بعنوان " Exchange Rate Volatility

"and the stock Market: The Nigerian Experience

تهدف الدراسة إلى اكتشاف أثر التغير في سعر الصرف على السوق المالي في نيجيريا، باستخدام نموذج GARCH بعد أخذ لوغار يتم التغيرات في سعر الصرف في السلسلة الزمنية، والتأكد من استقرار السلسلة من عدمه باستخدام اختبار جذر الوحدة، ديكي فولر المطور. خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة قوية وعكسية بين التغيرات في سعر الصرف وأسعار الأسهم في السوق النيجيري على المدى الطويل، وقدمت توصيات هامة للسلطة النقدية لاتخاذ إجراءات هامة، للتخفيف من تقلبات سعر الصرف لتجنب الأزمات في الأسواق المالية.

8. دراسة (Phylktis و Kovussanos و Manalis، 1999) بعنوان " Price

Limits and stock market volatility in the Athena's stock exchange

تهدف الدراسة لبيان أثر الحدود السعرية على التذبذب في أسعار الأسهم، في سوق أثينا المالي، وضعت الدراسة نظريتين أساسيتين هما ، نظرية المعلومات (Information hypothesis) التي تقول أن الحدود السعرية فقط تعمل على تبطيء الاستجابة للتعديل في أسعار الأسهم وليس لها أثر في التذبذب ، ونظرية ردود الأفعال المفرطة (Over-reaction hypothesis) التي تقول أن المستثمرين

يميلون إلى المبالغة في ردود الأفعال على المعلومات الجديدة، وتمنحهم الحدود السعرية وقت لإعادة التقييم وبالتالي تخفض من التذبذب في أسعار الأسهم. تمت الدراسة على 10 أسهم تم تكوينها بحيث تمثل كل القطاعات في بورصة أثينا وتتكون من 5 أسهم من أكثر الأسهم تداولاً و5 أخرى من أقل الأسهم تداولاً، واستخدمت الدراسة نموذج الارتباط المتسلسل ونموذج GARCH لتفسير العلاقة عبر الزمن. خلصت الدراسة إلى أن نظرية المعلومات أكثر واقعية في سوق أثينا المالي من نظرية ردود الأفعال المبالغ بها.

9. دراسة (Protopapadakis و Flannery، 2002) بعنوان "Macroeconomics Factors do influence aggregate stock returns".

تهدف الدراسة لمعرفة أثر متغيرات الاقتصاد الحقيقي على العائد الإجمالي للأسهم، في الأسواق الأمريكية، والتي اعتبرت الدراسة أن هذا الأثر من الصعب تقديره بواسطة النماذج التقليدية، بسبب أن تلك التأثيرات غير خطية وغير ثابتة مع الزمن. تم في الدراسة أخذ عينه من العوائد اليومية لمؤشرات الأسواق الأمريكية (NYSE، NASDAQ و AMEX)، في الفترة بين كانون الثاني 1980 وحتى كانون الأول 1996.

تم تحليل البيانات باستخدام نموذج GARCH الإحصائي على العوائد اليومية، واعتمدت الدراسة على ثلاث متغيرات مستقلة ثلاث منها اسمية هي (الرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI، PPI والزيادة في القاعدة النقدية) وثلاث متغيرات حقيقية هي (الميزان التجاري، البطالة والناتج القومي الإجمالي).

خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها، أن العائد الإجمالي للأسهم يتمتع باستجابة قوية للتغيرات والتطورات في متغيرات الاقتصاد الحقيقي، كما أن العلاقة بين التضخم، التغيرات في العرض النقدي والعائد الإجمالي للأسهم تتمتع بدلالة إحصائية.

10. دراسة (Butt، 2010) بعنوان " Economics forces and stock market returns: Across Sectoral Study testing multi factor Model".

الهدف الأساسي من الدراسة هو اختبار أثر العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة على عوائد الأسهم في سوق كراتشي، ومعرفة سبب التذبذب في هذه العوائد، وشملت العوامل الاقتصادية المدروسة (الرقم القياسي لأسعار المستهلك، CPI، عائد السندات الحكومية الخالي من المخاطرة (كممثل عن سعر الفائدة)، العرض النقدي وسعر الصرف).

وتحاول الدراسة معرفة أي العوامل الاقتصادية السابقة تفسر التذبذب في عوائد الأسهم في سوق كراتشي المالي، حيث تم تقسيم الشركات المدرجة إلى 9 قطاعات مختلفة شملت على (البنوك، البناء، السيارات، الأغذية، الصيدلة، النفط، التبغ، السماد والزراعة والنسيج).

تم استخدام اختبار ديكي فولر المٌطور (اختبار جذر الوحدة) لدراسة مدى استقرار السلسلة، ونموذج GARCH لتحليل العلاقة على كل سهم من أسهم الشركات. وبينت النتائج أن العوامل الاقتصادية تلعب دور كبير في تفسير العوائد على الأسهم، وأن الاستجابة في عوائد قطاع صناعي معين للتغيرات في الظروف الاقتصادية، أو التحسن في تلك الظروف أكبر من أثر تلك العوامل على استقرار السوق المالية.

11. دراسة (Posada و Gonzalez و Arango، 2009) بعنوان " Returns and interest rate: A nonlinear relationship in the Bogota stock market".

تدرس الدراسة العلاقة غير الخطية والعكسية بين أسعار الأسهم وسعر الفائدة، الذي اعتبرته الدراسة سعر الأقراض بين البنوك في كولومبيا، ومتغير داخلي تتحكم فيه السلطة النقدية في كولومبيا.

تم استخدام بيانات يومية للفترة بين كانون الثاني 1994 وحتى شباط 2000، باستخدام اختبار ديكي فولر المطور للتأكد من استقرار السلسلة الزمنية، واستخدام نموذج الانحدار السلس (STR) Smooth Transition Regression، ونموذج GARCH في تفسير الأثر والعلاقة.

وللتأكيد على النتائج في الاختبارات السابقة، تم استخدام اختبار BDS-Test لاختبار البواقي، حيث تم التوصل إلى أن التغيرات في سعر الفائدة مُستقلة تماماً عن التغيرات في عوائد الأسهم في المدى القصير.

12. دراسة (Kuan و Iscam و Daisy Li، 2010) بعنوان " The Impact of monetary policy shocks on stock prices: Evidence from Canada and United State".

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى تأثير الصدمات في السياسة النقدية على أسعار الأسهم في الأسواق المالية، التي تمتلك درجة كبيرة من الانفتاح الاقتصادي، وذلك باستخدام نموذج VAR الإحصائي، في المدى قصير الأجل.

خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أنه في كندا تكون التحركات الفورية لأسعار الأسهم بسبب التغيرات الانكماشية في السياسة النقدية صغيرة جداً وذات ديناميكية

بطيئة وموجزة، على خلاف أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، التي تكون فيها التغيرات كبيرة وسريعة جداً. عزت الدراسة هذا الاختلاف إلى اختلاف درجة الانفتاح الاقتصادي للبلدين، واختلاف ردود الأفعال الديناميكية للسلطة النقدية في كلا البلدين.

13. دراسة (Dush و Gaur ، 2013) بعنوان "Macroeconomics factors

"and performance of Indian stock Market

هدفت الدراسة إلى قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية للهند على عوائد سوق الهند المالي، في وقت الانكماش الاقتصادي التي تتعرض له الهند، واعتبرت الدراسة أن القناة الرئيسية لهذا التأثير تنبع من أثر التغير في هذه المتغيرات على عملية اتخاذ القرارات في السوق المالي.

أوضحت الدراسة أن المتغيرات الرئيسية في الاقتصاد الهندي هي، التضخم الذي تم قياسه بواسطة رقم المبيعات الإجمالي (Whole Sale Price Index (WPI، وصافي الاستثمار الأجنبي، ومؤشر الناتج الصناعي (IIP) Index of، وInternational Production، وسعر الصرف (بخاصة قيمة العملة الهندية أمام الدولار الأمريكي USD\INR).

شملت السلسلة الزمنية على قيم شهرية للمتغيرات من نيسان 2004 وحتى آذار 2012، حيث تم استخدام اختبار ديكي فولر المطور (اختبار جذر الوحدة) لبيان الاستقرار في سلسلة العوائد، ونموذج VAR لبيان الأثر والعلاقة، ونموذج Granger Test لاختبار السببية واتجاه العلاقة بين المتغيرات.

وأوضحت الدراسة أن المتغير الوحيد الذي يؤثر على العوائد وذو دلالة إحصائية كان صافي الاستثمار الأجنبي FIIS.

14. دراسة (Filis، 2009) بعنوان "The relationship between stock market CPI. And industrial production in Greece and the 'impact of oil prices

تهدف الدراسة لاختبار العلاقة التبادلية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك والناتج الصناعي والسوق المالية وأسعار النفط في اليونان، في الفترة بين شهر كانون الثاني 1996 وحتى حزيران 2008، على بيانات شهرية باستخدام نموذج VAR الإحصائي والذي خلص إلى نتيجة مفادها وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين تأثيرات CPI وأسعار النفط على السوق المالي.

حيثُ أقرت الدراسة، أن التغيرات في CPI تحتاج لمدة 3 سنوات حتى تعكس تأثيراتها على السوق المالي، وأسعار النفط تحتاج لمدة وسطية قدرت بـ 2-3 سنوات أيضاً، بينما يحتاج الناتج الصناعي لفترة من 1-2 سنة ليعكس تأثيراته على السوق المالي.

وتمّ استخدام طريقة (HP) Hodrick-Perscott لدراسة العلاقة السببية واتجاهاتها بين المتغيرات.

15. دراسة (Maysami و Howe و Hamzah، 2004) بعنوان "Relationship between macroeconomics variables and stock market Indices. Cointegration evidence from stock exchange of Singapore all sectors indices

تهدف هذه الدراسة لقياس العلاقة التوازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلية (سعر الفائدة، التضخم، سعر الصرف، الناتج الصناعي، العرض النقدي)، وعائد مؤشر سوق سنغافورة (STI) على المدى الطويل.

تمّ تقسيم الشركات المدرجة إلى 3 قطاعات اقتصادية (قطاع مالي، قطاع عقاري، قطاع الفنادق والسياحة)، وباستخدام نموذج Vector Error (VECMs Correction Mechanism للتكامل المشترك، لأنه يتيح للباحث اختبار التكامل المشترك في منظومة كاملة من المعادلات والنماذج دفعة واحدة، وبدون تعديل للمتغيرات.

خلّصت الدراسة إلى أن عائد مؤشر سوق سنغافورة يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، لاسيما القطاع العقاري الذي يتأثر بشكل كبير بـ (سعر الفائدة، الانتاج الصناعي، وسعر الصرف).

16. دراسة

Macroeconomics "بغنوان" (Pisedtasalasai وGunaskarage، 2001) influences on the stock market Evidence from emerging market in south Asia

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأوراق المالية في سيرلانكا، في المديين الطويل والقصير، حيثُ استخدمت هذه الدراسة أربع متغيرات أساسية في الاقتصاد هي (العرض النقدي، سعر الفائدة (تم قياسه بعائد سندات الخزينة)، التضخم (تم قياسه بالرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI) وسعر الصرف).

تمّ استخدام بيانات شهرية للمتغيرات السابقة لمدة 17 سنة من كانون الثاني 1985 وحتى كانون الأول 2001، باستخدام اختبار ديكي فولر المطور (اختبار جذر الوحدة) لتحديد الاستقرار في سلسلة العوائد من عدمه، بالإضافة إلى نموذج تصحيح الخطأ VECM للتكامل المشترك، وتحليل التباين (VDCs) Variance Decompositions.

خلصت الدراسة إلى نتيجة أن العوامل الاقتصادية (العرض النقدي، التضخم) ليس لها أثر في أداء مؤشر السوق، بينما يلعب سعر الفائدة دور هام في هذا الأداء على المدى الطويل.

17. دراسة (Rasheed و Mohammed ، 2001) بعنوان " Stock Prices and Exchange Rates: Are they related?: Evidence from south Asian countries".

تهدف الدراسة لاختبار ما إذا كانت أسعار الأسهم والتغيرات في سعر الصرف مرتبطة، أو غير مرتبطة في المديين الطويل والقصير، على بيانات شهرية مأخوذة من دول في جنوب آسيا هي (الباكستان، الهند، بنغلادش وسيرلانكا)، في الفترة بين كانون الثاني 1994 وحتى كانون الأول 2000، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ للتكامل المشترك VECMs ودراسة السببية Granger Test لدراسة الارتباط في المدى الطويل والقصير.

خلصت الدراسة إلى عدم وجود ارتباط بين سعر الصرف وأسعار الأسهم في المدى القصير بالنسبة للبلدان الأربعة محل الدراسة، وعدم وجود ارتباط بين سعر الصرف وأسعار الأسهم بالنسبة للباكستان و الهند في المدى الطويل، بينما هناك علاقة مباشرة و تبادلية بين سعر الصرف و أسعار الأسهم في السوق المالي في المدى الطويل، بالنسبة لبنغلادش و سيرلانكا.

18. دراسة (Pointon و Omran ، 2001) بعنوان " Does inflation rate affect the performance of the stock market? The case of Egypt".

الهدف من الدراسة هو اختبار أثر معدل التضخم على أداء السوق المالي

المصري، وتولي الدراسة أهمية لمعرفة أثار التضخم على كل من نشاط السوق المالي و السيولة فيه، في المديين الطويل والقصير الأجل.

تغطي الدراسة الفترة بين 1980 و 1998، باستخدام نموذج ECMs ، الذي مكن الباحث من اجراء الاختبار في المديين الطويل والقصير، بالإضافة لاختبار ديكي فولر المطور لإثبات الاستقرار في السلسلة من عدمه، وخلصت الدراسة إلى أن التضخم له أثر كبير على أداء سوق مصر المالي بشكل عام في المديين الطويل والقصير.

19. دراسة (Vithesonthi و Techarongtrojwong، 2012) بعنوان " The impact of monetary policy decision on stock returns: "Evidence from Thailand

تهدف الدراسة إلى بيان أثر القرارات الاقتصادية للسياسة النقدية، خاصة فيما يخص التحكم بسعر إعادة الخصم (Repurchase Rate)، على أسعار الأسهم في تايلاند، في الفترة بين 2003 وحتى 2009.

تمّ استخدام نموذج دراسة الحالة Event-Study، والتوصل إلى أن التغيرات المتوقعة في سعر إعادة الخصم، له أثار سلبية على العوائد في السوق المالي، والتغيرات غير المتوقعة في سعر إعادة الخصم ليس له أثار كبيره على عوائد الأسهم، ويعتمد بشكل كبير على قوة الشركة، كما توصلت الدراسة إلى أن استجابة السوق المالي لسعر الخصم غير متماثلة وتبادلية.

20. دراسة (Wang و Mays، 2012) بعنوان " Monetary Policy stock reaction: An interational announcements and "Companies

هَدَفَت الدراسة إلى اكتشاف أثر السياسة النقدية المحلية على الأسواق المالية في الدول (نيوزيلاندا، استراليا، المملكة المتحدة ومنطقة اليورو)، وتكمن أهمية الدراسة في تضمينها لأثر الأزمة المالية العالمية على أسواق تلك الدول.

اعتمدت الدراسة على طريقتين في تحليل الأثر على الأسواق المالية، الأولى هي طريقة دراسة الحالة Event-Study، والثانية هي طريقة المتغيرات العشوائية ذات القيم غير المتساوية (Heteroskedastic Test) والتي تهدف إلى دراسة تأثير مجموعة من العوامل العشوائية المختلفة معاً، عن طريق نموذج يجمع بين نمودجي تحليل التباين والانحدار المتعدد معاً.

وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها تأثر كل من أسواق المملكة المتحدة ومنطقة اليورو، بالسياسة النقدية في فترة الأزمة المالية العالمية، بينما لم يتم العثور على نفس التأثير في أسواق نيوزيلاندا واستراليا.

وقامت الدراسة بإجراء اختبارات لمعرفة العوامل المؤثرة في السياسة النقدية، وأعطت توصيات للبنوك المركزية للتغير بمعدلات أسعار الفائدة.

21. دراسة (Geetha و Mohidin و Hong و Chandran ، 2011) بعنوان "

The relationship between inflation and stock market United State and China ،Evidence from Malaysia

تُحاول هذه الدراسة إيجاد العلاقة بين التضخم والعائد في السوق المالي، وتتبع أهمية هذه الدراسة كونها ضمت أثر التضخم المتوقع وغير المتوقع في الدراسة، تمّ الاعتماد على سلاسل زمنية شهرية للفترة بين كانون الثاني 2000 وتشيرين الثاني 2009، تم الاعتماد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI كممثل للتضخم. تمّ استخدام اختبار جذر الوحدة (ديكي فولر المطور) لقياس مدى استقرار سلسلة العوائد على المدى الطويل، واختبار Johansen Test للتكامل المشترك لتحديد العلاقة وأثرها.

وقد خلّصت الدراسة إلى وجود علاقة على المدى الطويل بين التضخم المُتوقع وغير المتوقع على أسعار الأسهم في الأسواق الثلاث (ماليزيا، الولايات المتحدة والصين)، بينما لا يوجد علاقة بين التضخم المتوقع وغير المتوقع على المدى القصير في كل من (الولايات المتحدة وماليزيا) وتوجد في الصين.

22. دراسة (Adam و Tweneboah، 2006) بعنوان Macroeconomics

"factors and stock market movement: evidence from Ghana"

الدراسة تختبر أثر العوامل الاقتصادية الكلية على التحركات في أسعار الأسهم في المديين الطويل والقصير، العوامل الاقتصادية التي اهتمت بها الدراسة هي (الاستثمار الأجنبي، سعر الفائدة (أخذ عائد سندات الخزينة كممثل عنه)، التضخم (أخذ الرقم القياسي لأسعار المستهلك كممثل عنه) وسعر الصرف).

العينة شملت على أرقام شهرية للمتغيرات السابقة، في الفترة بين كانون الثاني 1991 وحتى نيسان 2006 باستخدام اختبار Johansen Test للتكامل المشترك، لتحديد الأثر والعلاقة.

خلّصت الدراسة إلى وجود علاقة وتكامل مشترك بين العوامل الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في غانا في المدى الطويل أكثر من المدى القصير، خاصة فيما يتعلق بالتضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف حيث كانت ذات دلالة إحصائية كبيرة.

23. دراسة (Olugbenga، 2006) بعنوان The impact of "

"macroeconomics indicators on stock price in Nigeria"

هدف الدراسة الكشف عن أثر المؤشرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في نيجيريا، ما يميز هذه الدراسة كونها درست أسعار أسهم كل شركة من الشركات المدرجة في سوق نيجيريا المالي، بشكل جزئي، بحثت الدراسة في العلاقة بين

أسعار أسهم الشركات من جهة و 6 متغيرات اقتصادية كُليّة هي (العرض النقدي، سعر الفائدة، سعر الصرف، التضخم، أسعار النفط، الناتج المحلي الإجمالي). تمّ استخدام طريقة المُجمعات الإحصائية Pooled Model لدراسة تأثير المتغيرات السابقة على أسعار أسهم الشركات في سوق نيجيريا، حيث ناسب هذا النموذج الدراسة لقدرته على الجمع بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية. خلصت الدراسة إلى نتيجة أفادت بأن العوامل الاقتصادية الكلية لها تأثير، وذات دلالة إحصائية، عدا متغير العرض النقدي.

24. دراسة (Al Amro و Allahawiah، 2012) بعنوان " Factors affecting stock market prices in Amman stock exchange a survey study".

حاولت الدراسة تحديد العوامل الأساسية التي تؤثر على أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، فُسمت العوامل إلى مجموعتين عوامل خارجية وعوامل داخلية، العينة العشوائية تكونت من 60 شركة، وقد استخدمت الطريقة الوصفية في الدراسة وطريقة ANOVA الإحصائية ANOVA analysis test. وخلصت الدراسة إلى أن العوامل الخارجية المتمثلة بالتضخم لها دور أكبر في التأثير على أسعار الأسهم، بالإضافة إلى العامل الداخلي المتعلقة بسياسات الشركة الداخلية.

25. دراسة (Chang و Hsieh، 2008) بعنوان " Is the daily price limit of the Taiwan stock exchange effective? Fundamentals of listed stock and investor's perception of fair price".

تهدف الدراسة لاختبار مدى كفاءة الحدود السعرية في السوق المالي التايواني، بالإضافة أثر هذه الحدود السعرية على تصور المستثمرين للسعر العادل للسهم، باستخدام عينة عشوائية لأسعار الأسهم. تمّ تطبيق نموذج U-Test Mann-Whitney لقياس التذبذب (اختبار لا معلمي)، وتوصلت الدراسة عن طريقه إلى أن الحدود السعرية تؤدي إلى حد كبير من تخفيف كفاءة السوق، ولوّصت الدراسة بزيادة الحد الأعلى للأسعار في سوق تايوان المالي.

3-11-1 لتعليق على الدراسات السابقة:

لّ الدراسات التي تتحدث عن أثر القرارات الاقتصادية الكلية على السوق المالي في فترات الأزمات نادره، وسنختبر نحن أثر هذه القرارات في فترة الأزمة على سوق دمشق للأوراق المالية.

والجدول رقم 1-1، يعرض ملخص للدراسات السابقة:

الدراسة	أسلوب تحليل البيانات	البيانات	النتائج
(اليوسف، 2008).	الاتحاد البسيط والمتعدد.	عوائد الأسهم في سوق عمان المالي في الفترة بين 2000 و 2006.	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وسعر الفائدة والتاج المحلي الإجمالي وعائد الأسهم.
(الحجاز، 2007).	الاتحاد البسيط والمتعدد.	شملت عينة الدراسة على 15 شركة مساهمة مدرجة في السوق الفلسطيني، في الفترة بين 2002 - 2005	العوامل الداخلية أكثر تأثيراً على سيولة السهم من العوامل الاقتصادية الخارجية.
(عطية، 2012).	الاتحاد البسيط.	الشركات المدرجة في السوق العراقي.	عوامل السياسة النقدية والازمات المالية تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على أداء الأسواق المالية والسوق العراقي
(الحجاج، 2012).	Person – T-test	جميع الشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية، في الفترة بين 2007 – 2009 ، مقسمة على فترتين (قبل و بعد (أفلاس بنك ليمان برادر).	أظهرت أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة المالي.
(الشلاش ودروبي، 2011).	VAR, ECM, JMC	الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، في الفترة بين 1994 و 2009.	وجود علاقة توازنه بين المتغيرات الاقتصادية وحجم الاستثمار الأجنبي في المدى الطويل.
(Sirisopha, 2012).	الاتحاد البسيط.	سلسلة زمنية للمؤشر، لـ 12 شهراً في الفترة بين حزيران 2011 وحتى تموز 2012.	العوامل الاقتصادية تؤثر بشكل كبير وبدلالة إحصائية على عائد المؤشر SETHD.
(Guo و Mei، 2002).	الاتحاد البسيط والمتعدد.	عوائد مؤشرات 22 سوق مالي ناشئ.	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الارتباك السياسي والتذبذب في عوائد الأسواق المالية.
(Subhani و Osman و Gul)، 2010).	الاتحاد البسيط.	بيانات شهرية لمؤشر KSE-100 للفترة بين كانون الثاني 2004 وآب 2009.	هناك علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك وحجم التداول في سوق كراتشي المالي.

أسعار الأسهم في سوق أثينا المالي في الفترة بين 1988 و 1999.	الانحدار المتعدد.	Eleftherion و Apergis (2002)
أسعار الأسهم في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة، في الفترة بين 1990 و 2004.	الانحدار المتعدد والتحليل التقاطعي.	(2005، Dimitrova)
عوائد أسهم 6 أسواق مالية ومؤشرات الخطر فيها.	التحليل التقاطعي.	Viskata و Harvey و Erb (1995)
أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي في نيجيريا.	GARCH.	(2005، Saliha و Subiar)
10 أسهم تم تكوينها بحيث تمثل كل القطاعات في بورصة أثينا.	GARCH.	Kovussanos و Phylktis (1999، Manalis و)
العوائد اليومية لمؤشرات الأسواق الأمريكية (NYSE، NASDAQ و AMEX)، في الفترتين كانون الثاني 1980 و حتى كانون الأول 1996.	GARCH.	Protopapadakis و Flannery (2002)
عوائد الأسهم في سوق كراتشي المالي.	GHARCH.	(2010، Butt)
بيانات يومية لأسعار الأسهم في سوق كولومبيا المالي للفترتين كانون الثاني 1994 وحتى شباط 2000.	GARCH، BDS-test و STR.	Gonzalez و Arango (2009، Posada و)
أسعار الأسهم في اليونان تتبع تحركات معدل التضخم أكثر من تحركات معدل الفائدة.		
وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات في سعر الصرف وأسعار الأسهم.		
جميع مؤشرات خطر الدولة لها تأثير كبير على عوائد الأسهم.		
هناك علاقة قوية وتبادلية بين التغيرات في سعر الصرف وأسعار الأسهم في سوق نيجيريا في المدى الطويل.		
نظرية المعلومات أكثر واقعية في سوق أثينا المالي من نظرية ردود الأفعال المبالغ فيها.		
العائد الإجمالي للأسهم يتمتع باستجابة قوية للتغيرات في متغيرات الاقتصاد الكلي.		
العوامل الاقتصادية الكلية تلعب دور كبير في تفسير العوائد على الأسهم.		
التغيرات في سعر الفائدة مستقلة تماماً عن التغيرات في عوائد الأسهم في المدى القصير.		

التحركات الفورية لأسعار الأسهم نتيجة التغير في السياسة النقدية في الولايات المتحدة أعلى وأكثر قوة وديناميكية منها في كندا.	أسعار الأسهم في الولايات المتحدة وكندا.	VAR	،Kuan و Iscam و Daisy Li (2010)
هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي الاستثمار الأجنبي وعائد الأسهم في سوق الهند المالي.	سلسلة زمنية لقيم شهرية للمتغيرات من نيسان 2004 وحتى آذار 2012.	VAR	(2013 ، Dush و Gaur)
وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين CPI وأسعار النفط على السوق المالي.	سلاسل زمنية شهرية لقيم المتغيرات بين شهر كانون الثاني 1996 وحتى حزيران 2008	VAR	(2009،Filis)
عائد مؤشر سوق سنغافورة يتأثر بالعوامل الاقتصادية الكلية وبخاصة (سعر الفائدة، الانتاج الصناعي وسعر الصرف).	جميع شركات المدرجة في سوق سنغافورة المالي.	VECMs.	Howe و Maysami (2004 ،Hamzah و
إن العرض النقدي والتضخم ليس لها أثر على أداء مؤشر، بينما يلعب سعر الفائدة دور هام في هذا الأداء.	بيانات شهرية للمتغيرات لمدة 17 سنة من كانون الثاني 1985 وحتى كانون الأول 2001	VECMs, VDCs.	Gunaskarage و (2001،Pisedtasalasai
عدم وجود ارتباط بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في المدى القصير وعلاقة تبادلية بين أسعار الصرف والأسهم في الطويل.	أسعار الأسهم في أسواق (الباكستان، الهند ، بنغلادش و سيرلانكا) في الفترة بين كانون الثاني 1994 وحتى كانون الأول 2000.	VECMs.	،Rasheed وMohammed) (2001
أن التضخم له أثر كبير على أداء سوق مصر المالي بشكل عام في المدين الطويل والقصير.	عوائد مؤشر السوق المالي المصري في الفترة بين 1980 – 1998.	ECMs.	(2001 ، Pointon و Omran)
التغيرات المتوقعة في سعر إعادة الخصم له أثر سلبي على العوائد في السوق المالي، التغيرات غير المتوقعة في سعر إعادة الخصم له تأثيرات كبيرة على عوائد الأسهم.	أسعار الأسهم في تايلاند، في الفترة بين 2003 وحتى 2009.	Event – Study.	Techarongtrojwong) (2012 ،Vithesonthi و

أسعار الأسهم في الأسواق المالية (نيوزيلاندا، أستراليا، المملكة المتحدة وبريطانيا).	Event Study – Hetro. Test.	(2012 ،Wang و Mays)
سلاسل زمنية شهرية للفترة بين كانون الثاني 2000 و تشرين الثاني 2009، تم الاعتماد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI كممثل للتضخم.	JMC	Mohidin و Geetha (2011 ، Hong و Chandran)
العينة شملت على أرقام شهرية للمتغيرات، في الفترة بين كانون الثاني 1991 وحتى نيسان 2006.	JMC	(2006 ،Tweneboah و Adam)
أسعار أسهم كل شركة من الشركات المدرجة في سوق نيجيريا المالي.	Pooled.	(2006 ،Olugbenga)
العينة العشوائية تكونت من 60 شركة مدرجة في سوق عمان المالي.	ANOVA.	،Allahawiah و Al Amro (2012)
سلاسل زمنية لأسعار الأسهم في سوق تايلوان المالي.	Mann Whitney, U-test.	(2008 ،Hsieh و Chang)
تأثر كل من أسواق المملكة المتحدة ومنطقة اليورو، بالسياسة النقدية في فترة الأزمة المالية العالمية، بينما لم يتم العثور على نفس التأثير في أسواق نيوزيلاندا وأستراليا.		
تأثر كل من أسواق المملكة المتحدة ومنطقة اليورو، بالسياسة النقدية في فترة الأزمة المالية العالمية، بينما لم يتم العثور على نفس التأثير في أسواق نيوزيلاندا وأستراليا.		
وجود علاقة وتكامل مشترك بين العوامل الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في غانا في المدى الطويل أكثر من المدى القصير.		
وجود علاقة وتكامل مشترك بين العوامل الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في غانا في المدى الطويل أكثر من المدى القصير.		
أن عوامل الخارجية المتمثلة بالتضخم لها دور أكبر في التأثير على أسعار الأسهم، بالإضافة إلى العوامل الداخلية المتعلقة بسياسات الشركة الداخلية.		
إن الحدود السعرية تؤدي إلى حد كبير من تخفيف كفاءة السوق، وأوصت الدراسة بزيادة الحد الأعلى للأسعار في سوق تايلوان المالي.		

الفصل الثاني

مقدمة عن الأسواق المالية

الفصل الثاني

مقدمة في الأسواق المالي

2-1-1 مقدمة:

نشأت الأسواق المالية بسبب تطور التجارة في المجالات المختلفة، إذ وجد التجار في القرون الوسطى فوائد من اعتماد وسائل الائتمان من سحوبات وسندات خزينة وغيرها، ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية في فرنسا مثلاً إلى القرن الثالث عشر، إذ أوجد ملك فرنسا في ذلك الوقت مهنة سمسرة الصرف، وفي الوقت نفسه كان التجار في بلجيكا يجتمعون ليتبادلوا الصفقات التجارية أمام قصر عائلة بورسيه (Vander Bourse)، وقد أخذت كلمة بورصة من اسم العائلة صاحبه القصر وراحت تطلق على سوق تداول الأوراق المالية.

وبسبب التطور الاقتصادي في بلدان أخرى مثل بريطانيا والدانمارك وهولندا ظهرت أسواق لتداول الأوراق المالية فيها، لذلك نلاحظ أن تطور بورصات الأوراق المالية في العالم كان نتيجة طبيعية للنمو الاقتصادي، فبورصة نيويورك – مثلاً - قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستوطنون الهولنديون للعناية بمواشيهم، وفي منتصف عام ١٧٩٢ اتفق عند الحائط المذكور ٢٤ شخصاً من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم والسندات على أن ينظموا اجتماعاتهم بحيث تكون ضمن ساعات معينه، وكان هذا الاتفاق هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم، وهي بورصة نيويورك المسماة (Wall Street).

ومن العرض السابق فإن **السوق المالي** هو السوق الذي تباع وتشتري فيه الأصول المالية، كالأسهم والسندات. حيث تساعد الأسواق المالية على انتقال الأموال من وحدات الفائض (التي تمتلك مدخرات) إلى وحدات العجز (التي تحتاج لتمويل)¹

¹ Jeff Madura, Financial Markets and Institutions, 9th Edition, 2012, Page 38.

المبحث الأول

عوائد الأسواق المالية

إن الأفراد ومؤسسات الأعمال يقومون باستثمار مدخراتهم في مجالات الاستثمار المختلفة للحصول على مردود أو عائد لهذه الاستثمارات، فالمستثمر يتخلى عن منفعة أو مستوى إشباع معين كان بإمكانه تحقيقه من استهلاك حالي لبعض السلع والخدمات، للحصول على عائد أو مردود يمكنه تحقيق منفعة أو مستوى إشباع مستقبلي أكبر من الاستهلاك الحالي.

ويرتبط تحقق العائد المتوقع بالحصول على تدفقات نقدية مستقبلية ولكن تحقق هذه التدفقات من حيث القيمة والتوقيت مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض أن احتمال تحقق هذه التدفقات هو 100 %، ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات عن 100% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجة ارتفاعها كلما انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات.²

2-2-1 العوائد في الأسواق المالية وقياسها

وبالطبع تختلف العوائد باختلاف الأوراق المالية، فبعضها يحقق عائداً ثابتاً دورياً كما هو الحال في السندات، وبعضها يقدم العائد كسعر خصم كما هو في أدون الخزينة، أما في مجال الأسهم فيتكون العائد من توزيعات الأرباح التي تجريها المنشآت والمكاسب الرأسمالية الناتجة عن بيع السهم بأعلى من سعر شراءه.

² نور الدين أبو الرب، إسلام عبد الجواد، رشيد الكخن، مفيد الظاهر، مبادئ التمويل، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة النجاح الوطنية، غزة، 1999، ص. 233.

1-1-2-2 العائد التاريخي (العائد الكلي) Historical Returns³

هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال، ويعبر عنها بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار⁴.
ولحساب العائد التاريخي فإن ذلك يتطلب توفير بيانات عن سعر الشراء وسعر البيع أو سعر الأقفال والتدفقات النقدية (التوزيعات) خلال الفترة المدروسة.

$$R = \frac{D_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث:

D_1 : التوزيعات (التدفقات النقدية).

P_1 : سعر البيع (سعر الإقفال).

P_0 : سعر الشراء.

كما يمكن حساب العائد السنوي (Annualized Return) وفق الصيغة التالية.

$$R = \frac{D + (P_1 - P_0)}{P_0} \times \frac{360}{n}$$

n : فترة الاستثمار.

³ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 45-46.
⁴ إسماعيل الصعيدي، العوامل المؤثرة على عائد السهم السوقي دراسة سوقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2011، ص. 24.

2-1-2-2 العائد المتوقع Expected Returns.

هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في الأوراق المالية⁵، وذلك في حالة عدم التأكد⁶ التي يصعب فيها تحديد العائد والتدفقات النقدية بدقة، لذلك يسعى المستثمر لمعرفة هذا العائد بشكل تقديري، حيث يعد مفهوم العائد المتوقع من المفاهيم الأساسية في قبول الاستثمار في الورقة المالية أو رفضه⁷.

ولحساب العائد المتوقع يجب أن تتوافر لدى المستثمر تقديرات احتمالية عن التوزيعات وعن أسعار هذه الاستثمارات في المستقبل، حيث يتم حسابه بالصيغة التالية⁸:

$$E(R) = \sum_{t=1}^n R_i P_i$$

حيث:

R_i : معدل العائد على الورقة المالية i .

P_i : درجة التوزيع الاحتمالي.

3-1-2-2 العائد غير العادي Abnormal Return.

يعرف الربح غير العادي على أنه الفرق بين العائد الحقيقي للأصل المالي والعائد المتوقع.

⁵ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص. 315.

⁶ عدم التأكد: هي الحالة التي لا يتوافر فيها المعلومات الكافية والبيانات، وبالتالي لا يمكن وضع توزيع احتمالي موضوعي، ويعتمد عندها في اتخاذ القرارات على البيانات المتاحة والخبرات الشخصية. (الحنوي، ص. 230).

⁷ حرية الشريف، بحث حول عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص. 4.

⁸ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 47.

تنتج الأرباح غير العادية في السوق المالي غالباً بسبب أحداث جديدة، داخلية أو خارجية، مثل أحداث الاستحواذ، تقسيم الأسهم، أو الأحداث التي تعنى بالاقتصاد الكلي كالتغيرات في أسعار الفائدة وسعر الصرف... الخ.⁹

2-2-2 نماذج قياس العائد غير العادي (الفترة قصيرة المدى).

اخترنا في هذا البحث التطرق لنماذج تحديد العائد غير العادي التي تعنى بالمدى القصير في البداية، كون الدراسة تهدف لتحديد أثر القرارات الاقتصادية على أداء المؤشر خلال فترة أيام (أي خلال فترة قصيرة المدى).

2-2-2-1 نموذج السوق Market Model (MM).

طور هذا النموذج من قبل (Fama، Fisher، Jensen، Roll، 1969)، ويفترض هذا النموذج وجود علاقة خطية بين العائد على السهم أو الأصل المالي وعائد السوق.

يعمل النموذج على عزل وتحديد مكونات العائد على السهم، ليحدد العوائد المميزة وغير العادية فيه، ومن المهم معرفة أن نموذج السوق MM لا يعتمد على أية افتراضات لسلوك الاستثمار.¹⁰

يحسب النموذج رياضياً من العلاقة:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

حيث:

⁹ Rmoans Tjurins, Andres Nikitins, An Empirical Study of Abnormal Return on Stock and Operating Performance as a Result of acquisitions in banking industry, Aarhus University, Aarhus, 2011, P. 3.

¹⁰ Stefan Palan, The Efficient Market Hypothesis and its Validity in Today's Markets, Master thesis, Karl-Franzens University, Graz, 2004, P.13.

$E(R_{it})$: العائد المتوقع على الأصل المالي i في الفترة الزمنية t .

R_{mt} : عائد السوق المالي في الفترة الزمنية t .

$\hat{\alpha}_i$: العائد غير العادي Abnormal Return (الزيادة غير المفسرة في العائد عن الخطر).

$\hat{\beta}_i$: معامل بيتا.

ويعد معامل بيتا $\hat{\beta}_i$ من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطر السوقية للأسهم أو للمحفظة، حيث يقيس هذا المعامل المخاطر المنتظمة المتعلقة بأسهم شركة معينة بالنسبة إلى مخاطر السوق (مخاطر السهم بالنسبة لمخاطر السوق). ويحسب رياضياً بالشكل:¹¹

$$\hat{\beta}_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})}$$

حيث:

$Cov(R_{it}, R_{mt})$: هو التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل عائد السوق.

$Var(R_{mt})$: التباين في عائد السوق.

إحدى سلبيات هذا النموذج أنه لا يتعامل مع حالة التداول الضيق Thin Trading، أي في حالة هناك سهم لا يتم التداول عليه بشكل يومي أو في كل جلسة تداول، لأنه في هذه الحالة عائد السهم سيصبح صفراً وبالتالي فإن قيمة الانحراف المشترك بين معدل العائد

¹¹ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 136.

على السهم ومعدل عائد السوق ستتنخفض مما يؤدي إلى قيمة غير دقيقة في معامل بيتا في بعض الحالات.

وحل هذه المشكلة اقترح (Dimson, 1985) طريقة Scholes-Williams وتم تعديل النموذج ليصبح بالطريقة التالية:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_{sw} + \hat{\beta}_{sw} R_{mt}$$

حيث يتم حساب بيتا بالطريقة:

$$\hat{\beta}_{sw} = \frac{\beta^{t-1} + \beta^t + \beta^{t+1}}{1 + 2P_m}$$

P_m : معامل الارتباط بين عائد السوق و عائد المحفظة.

ومن المعادلة يظهر انه يتم حساب بيتا العادي بالإضافة إلى بيتا لليوم السابق وبيتا لليوم قادم بتأخير و تقديم سلسلة مؤشر السوق مدة يوم.¹²

ووفق هذا النموذج المطور فإن العائد غير العادي $\hat{\alpha}_{sw}$ يمكن حسابه من خلال وسطي العائد على السهم مطروحاً من وسطي العائد على السوق وفق الصيغة الرياضية:

$$\hat{\alpha}_{sw} = \frac{1}{T-2} \left| \sum_{j=2}^t R_{ij} - \beta_{sw} \sum_{j=2}^t R_{mt} \right|$$

ويكون العائد غير العادي:

$$AR = R_i - E(R_i)$$

¹² Stefan Palan, The Efficient Market Hypothesis and its Validity in Today's Markets, Master thesis, Karl-Franzens University, Graz, 2004, P.14.

2-2-2-2 نموذج السوق المعدل (MAR) Market Adjusted Model.

هذا النموذج يعد حالة خاصة من نموذج السوق السابق، ويعتمد هذا النموذج بشكل كبير على المتوسطات، ويفترض أن جميع الأسهم تقدم نفس العائد المتوقع، وبالتالي فإن العائد المتوقع لأي أصل مالي i سيساوي العائد المتوقع للسوق في الفترة الزمنية t .

بناءً على ذلك فإن العائد غير العادي Abnormal Return يحدد بالفرق بين عائد السهم والعائد المتوقع للسوق، ووفق MAR فإن كل من المعاملات

$$\hat{\alpha} = 0 \text{ و } \hat{\beta} = 1 \text{ وبالتالي تصبح الصيغة:}$$

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

إن استخدام نموذج MAR شائع جداً في كثير من الدراسات كدراسة (Line and Howe, 1990) ودراسة (Brown and Warner, 1985).

ويكون العائد غير العادي وفق النموذج

$$AR = R_i - E(R_{it})$$

3-2-2-2 مجمع العائد غير العادي Cumulative Abnormal Return (CAR)¹³.

تستخدم الصيغة التجميعية CAR لجمع جميع العوائد غير العادية المحسوبة من قبل نمودجي MM و MAR لكل فترة زمنية، أي يستخدم لحساب العوائد غير العادية الناتجة عن أحداث تؤثر في فترة زمنية قصيرة المدى (Small Event Window)

¹³ Analysis of this takeover in light of literature on mergers and acquisitions and the effect of share prices of both companies on Shareholder wealth, P. 13.

وكما هو معروف فإن العائد غير العادي هو الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المتوقع وفق الصيغة:

$$AR_t = R_{ij} - E(R_{ij})$$

حيث:

AR_t : العائد غير العادي للسهم i في الزمن t .

R_{ij} : العائد الحقيقي للسهم i في الزمن t .

$E(R_{ij})$: العائد المتوقع للسهم i .

وبالتالي تحسب صيغة CAR وفق الصيغة:

$$CAR_t = \sum_{t=1}^T AR_t$$

تظهر أهمية نموذج CAR لتجميع الأرباح غير العادية، انه يمكن الباحث بسهولة من اكتشاف أثر الحدث في الفترات الفرعية للحدث وكذلك أثر الحدث في نافذة الحدث كاملة، اما مساوي هذا النموذج فتختصر على إنه إذا كان العائد في الفترة المحسوبة صغيراً، فإن النموذج لا يحسب بدقة قيمة العائد غير العادي.¹⁴

ويجدر الإشارة إلى أن هناك نماذج أخرى تستخدم في قياس العوائد غير العادية الكلية، مثل نموذج BHARs (Buy and Hold Abnormal returns) لحساب هذه العوائد في دراسات الحدث طويلة الأمد، ونموذج CTR (Calendar Time returns) الذي يعنى بحساب العوائد غير العادية الكلية على مدى شهر كامل ويستخدم أيضا في الدراسات التي تعنى بالتأثير على المدى الطويل.²

^{14,2} Jhon Knif, James Kolari, Seppo Pynnonen, A Robust Test of Abnormal Returns in Long-Horizon Event Studies, A&M University, Texas, USA, 2010, P.10.

2-2-3 نماذج حساب العائد غير العادي (الفترة طويلة المدى).

2-2-3-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM.

قدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أول مره من قبل (Sharp, 1964) و (Lintner, 1965)، يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نموذج توازني يوضح بشكل جيد أن العلاقة خطية بين العائد والمخاطرة.¹⁵

ويقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة افتراضات منها أن المستثمر يعتمد في قراره على المفاضلة بين متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، حيث يفضل أعلى العوائد ويكره المخاطرة، وأن التقييم يشمل على فترة واحدة فقط One-Period وأن المستثمرين يحصلون على المعلومات الجديدة بسرعة وبأقل تكلفة، ويمتلكون توقعات متشابه بشأن العوائد والمخاطر.¹⁶

عبر هذا النموذج عن العلاقة الخطية بين العائد والمخاطر المنتظمة باستخدام مفهوم خط سوق الورقة المالية (Security Market Line (SML)، ويستخدم النموذج معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة.¹⁷

وبالتالي فإن هذا النموذج ينص على أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية أو المحفظة الاستثمارية، يتكون من جزأين هما العائد الخالي من المخاطرة، وعلاوة المخاطرة ويعبر عنها بالعلاقة.¹⁸

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(R_m - R_f) + \varepsilon$$

¹⁵ اسماعيل الصعدي، العوامل المؤثرة على عائد السهم السوقي دراسة سوقيّة على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2011، ص. 34.

¹⁶ Andre F. Perold, The Capital Asset Pricing Model, Journal Of Economics Perspectives, Volume 18, 2004, P. 4.

¹⁷ حيث بافتراض التنوع الكامل في المحفظة فإن المخاطر غير المنتظمة يتم التخلص منها تماماً وتبقى المخاطر المنتظمة فقط.
¹⁸ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 142.

حيث:

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

R_m : عائد السوق.

β_i : تمثل معامل بيتا للسهم.

وبعد دراسة قام بها (Black, Jensen, Scholes, 1972) توصلت إلى أن خط سوق الورقة المالية SML لا يعبر عن القيمة الحقيقية للنموذج في المدى الطويل وان هناك جزء كبير من العائد مشوه أو غير مفسر. قام (Jensen, 1968) بإضافة معامل الفا α_i الجديد والذي يقيس الجزء غير المفسر من العائد (العائد غير العادي) لتصبح صيغة النموذج الجديد:¹⁹

$$R_i - R_f = \alpha_i + \beta_i(R_m - R_f)$$

حيث:

α_i : العائد غير العادي.

2-2-3-1 نموذج التسعير بالمراجعة APT

تعتبر نظرية التسعير بالمراجعة Arbitrage Pricing Theory التي قدمها S.Ross، في دراسة له عام 1976، بديلاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية Ross التسعير بالمراجعة في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدد من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية، ولكن تلك النظرية لم تحدد ما هي تلك، وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج CAPM.²⁰

¹⁹ Analysis of this takeover in light of literature on mergers and acquisitions and the effect of share prices of both companies on Shareholder wealth, P. 16.

²⁰ محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص. 337.

ويفترض هذا النموذج أن الأسواق المالية كفؤة ومثالية، وأن للمستثمرين توقعات متساوية وأن العائد على الأصل المالي يعبر عنها كدالة خطية من مجموعة عوامل وفق الصيغة:²¹

$$R_i = E(R_i) + \beta_{i1}\delta_1 + \beta_{i2}\delta_2 + \dots + \beta_{ik}\delta_k + d_i$$

حيث:

R_i : العائد على الورقة المالية i خلال فترة زمنية معينة.

$E(R_i)$: العائد المتوقع على الورقة المالية i .

β_{ik} : درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العوامل الرئيسية.

δ_k : مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.

d_i : تأثير العوامل المرتبطة بالمنشأة (المخاطر غير المنتظمة) على العائد.

وحسب هذه النظرية فإن العوائد على الأوراق المالية تتأثر بمجموعة من العوامل الرئيسية (مخاطر منتظمة) مثل التضخم، سعر الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، التغيرات والقرارات السياسية والاقتصادية، وبالتالي يظهر الفرق بين هذا النموذج ونموذج CAPM الذي يعتبر أن المتغير الوحيد الهام هو درجة حساسية العائد لبيتا السهم.²²

²¹ اسماعيل الصعدي، العوامل المؤثرة على عائد السهم السوقي دراسة سوقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2011، ص. 39.

²² عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 152-153.

المبحث الثاني

مخاطر الأسواق المالية.

2-3-1 مفهوم المخاطرة.

تشكل المخاطرة المحدد الثاني في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأوراق المالية، وتعرف المخاطرة أنها عدم انتظام العوائد حول العوائد المتوقعة، أي درجة التقلبات التي تحدث في العائد المتوقع، أو احتمال انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع.²³

ومن الطبيعي أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وما يسعى إليه المستثمر الرشيد هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول من المخاطرة، بينما يسعى المستثمر المضارب مثلاً لقبول مستويات أعلى من المخاطرة، لتحقيق مستوى أعلى من العائد.

وبالتالي فإن العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة طردية، فتحقيق عوائد أعلى يعني ضمناً تحمل مخاطرة أكبر، وبغض النظر عن سلوك المستثمرين تجاه المخاطر فإن المستثمر يدرس العلاقة بين العائد والمخاطرة ليحقق:

- إما أكبر عائد عند مستوى محدد من المخاطرة.
- أو أقل مخاطرة عند مستوى محدد من العائد.²⁴

²³ سعيد توفيق، الاستثمار وأسواق رأس المال، مكتبة الزعفران، القاهرة، مصر، 1996، ص. 54.

²⁴ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 50.

2-3-2 أنواع المخاطر في السوق المالي ومصادرها.

1-2-3-2 المخاطر المنتظمة (السوقية):²⁵

وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في جميع الأوراق المالية بوجه عام، أي تؤثر على نظام السوق ككل، وترتبط بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، مثل مخاطر الكساد أو أسعار الفائدة أو معدلات التضخم المرتفعة أو الحروب واللازمات.... الخ.

1-1-2-3-2 مخاطر أسعار الفائدة Interest Rate Risk:

أي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف في معدلات العائد المتوقعة، ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة زمنية معينة. من المعروف أن تغير أسعار الفائدة يؤثر على أسعار الأوراق المالية وخاصة السندات، وبطريقة عكسية، وتختلف درجة تأثير سعر الفائدة باختلاف الأداة الاستثمارية، ويكون تأثيرها أكبر على تلك الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر منها على الأسهم العادية.²⁶

وسنتطرق في الفصل الثاني من هذه الدراسة لسعر الفائدة وقنوات تأثيره على السوق المالي بشكل أوسع.

2-1-2-3-2 مخاطر انخفاض القوة الشرائية (التضخم) Purchasing Power

:Risk

ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقد التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقد بعد سنة أو سنتين مثلاً فيما لو ارتفعت معدلات التضخم وعادة تكون أسعار

²⁵ منير صالح هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1998، ص. 124.

²⁶ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظة الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 57.

الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات.

فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار وقيمة الاستثمار نفسه تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض معدل العائد الفعلي على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية حماية للمستثمر من هذه المخاطر، كون أسعار الأسهم العادية في البورصات تستجيب للضغوط التضخمية -حسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركة- فترتفع مما يحافظ على قيمة الاستثمار فيها.²⁷

2-3-2 مخاطر السوق Market Risk:

وهي المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، حيث تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكبر.²⁸

كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالعوامل النفسية في السوق، مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق، والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة، واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار.²⁹

²⁷ حرية الشريف، بحث حول عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص. 10.

²⁸ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمخاطر الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 51.

²⁹ حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوط جودة، محمود العتيبي، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، 1991، ص. 45.

2-2-3-2 المخاطر غير المنتظمة.

1-2-2-3-2 مخاطر الإدارة Management Risk: ³⁰

لأخطاء الإدارة نتائج سلبية على أعمال الشركة، حتى ولو كانت الشركة ذات منتجات جيدة ومركز مالي قوي، وقد تحدث أخطاء الإدارة انخفاضاً في معدل العائد، حتى في حالات الازدهار الاقتصادي.

وتؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة معينة إلى منع تداولها في السوق أو الإفلاس.

2-2-2-3-2 مخاطر الصناعة Industrial Risk:

يقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة وناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة، مثل عدم توفر المواد الخام، تغير أذواق المستهلكين الخ.

3-3-2 قياس المخاطرة.

1-3-3-2 الانحراف المعياري Standard Deviation: ³¹

يمثل الانحراف المعياري SD الأداة الأكثر استخداماً كمؤشر على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، حيث يقيس الانحراف المعياري درجة التشتت حول القيمة المتوقعة، وفق الصيغة التالية لحساب الخطر التاريخي:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

³⁰ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سابق، ص. 60.

³¹ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 51 - 53.

حيث:

σ : الانحراف المعياري (الخطر).

R_i : العائد على الفترة i .

$\bar{R}$: متوسط العائد التاريخي للأصل المالي.

ويمكن قياس المخاطر المتوقعة بواسطة الانحراف المعياري، من خلال الربط باحتمالات تحقق العائد المتوقع في الحالة الاقتصادية المتوقعة، وفق الصيغة:

$$\sigma = \sqrt{\sum [(R_i - E(R_i))^2 P_i]}$$

حيث:

P_i : احتمال تحقق العائد المتوقع.

$E(R_i)$: العائد المتوقع.

وبالطبع كلما ازدادت قيمة الانحراف المعياري كلما عبر ذلك عن زيادة الخطر، ويعتبر الانحراف المعياري مقياساً مفيداً لخطر الاستثمار لأنه يقدم معلومات عن مدى قين العائد الممكنة واحتمالات وقوع العائد المحقق ضمنها.

ويمكن قياس عدد الانحرافات المعيارية من العائد المتوقع لأي عائد مطلوب من خلال الصيغة التالية:

$$Z = \frac{R - E(R)}{\sigma_R}$$

ويؤخذ على الانحراف المعياري أنه يقيس الحجم الكلي للمخاطر (مقياس مطلق للمخاطرة)، لذا فهو مقبول في حالة تساوي العوائد المتوقعة من الاستثمارات المقترحة.

2-3-3-2 معامل الاختلاف :Coefficient Of Correlation

يعد معامل الاختلاف مقياساً نسبياً للتشتت، حيث يفيد مقارنة مخاطر الاستثمار باختلاف العوائد وفق الصيغة:

$$CV = \frac{\sigma}{E(R)}$$

ويشير معامل الاختلاف إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد (أي مقدار الخطر التي تتحمله الوحدة الواحدة من العائد) مما يعطي صورة أوضح عند مقارنة متوسطات عوائد محافظ استثمارية عديدة.

3-3-3-2 القيمة المعرضة للخطر (Value at Risk) VAR

هو مقياس إحصائي يعكس الخطر الذي يتعرض له المستثمر معبراً عنه بأقصى خسارة محتملة يمكن أن تطرأ على رأس المال المستثمر، ويستعمل Var بشكل أساسي من قبل البنوك التجارية والاستثمارية لتقدير الخسارة المحتملة في قيمة المحفظة الاستثمارية الناتجة عن تحركات السوق خلال فترة زمنية محددة، يمكن استعمال هذا المقياس لتقييم الخطر الذي يتعرض له أصل مالي ما، أو المحفظة الاستثمارية³².

4-3-3-2 قياس القيمة المعرضة للخطر.

1-4-3-3-2 طريقة التباين المشترك Variance-Covariance Method.

تقوم هذه الطريقة على أساس إمكانية معرفة التوزيع الاحتمالي للقيم المتوقعة، وتنتمى بالبساطة نسبياً، إلا أن المشكلة تكمن في الحالات التي يصعب معها تقدير التوزيع الاحتمالي، حيث يكون الأمر بسيطاً في حال التعامل مع أصل مالي واحد مستقل، على عكس حالة حساب القيمة المعرضة للمخاطرة لمحفظة استثمارية ما.

³² Chris Brooks, Introductory Econometrics for Finance, Second Edition, UK, 2004, P. 53.

وتعتمد هذه الطريقة بشكل كبير على نماذج Arch و Garch، حيث تهدف هذه النماذج إلى نمذجة التباين، كونها تتعامل مع التقلبات السريعة والصغيرة (سلسلة التباين).³³

2-4-3-3-2 طريقة المحاكاة التاريخية Historical Simulation:

تعتمد هذه الطريقة في حساب القيمة المعرضة للخطر في محفظة ما على إنشاء سلسلة زمنية افتراضية من العائدات على هذه المحفظة استناداً على سلسلة زمنية حقيقية ومراقبة التغيرات التي يمكن أن تطرأ على المحفظة، نبدأ بالسلاسل الزمنية الخاصة بكل خطر من مخاطر السوق، إلا أننا لا نستعمل السلسلة الزمنية لتقدير التباينات والانحرافات المشتركة المتوقعة لأن التغيرات الكلية التي ستطرأ على السلسلة الافتراضية كفيلة بإعطائنا المعلومات اللازمة لحساب القيمة المعرضة للخطر Value at Risk.³⁴

3-4-3-3-2 طريقة مونت كارلو Monte Carlo.

تركز هذه الطريقة على احتمال تجاوز الخسارة لحد معين أكثر من تركيزها على توزيع القيم، لا تختلف في حساب القيمة المعرضة للخطر عن طريقة Variance-Covariance، تتصف هذه الطريقة بأنها أكثر تعقيداً من الطريقة التاريخية، لأنها تتطلب افتراض توزيعات احتمالية بشكل منفرد فكلما زاد عدد عوامل المخاطر السوقية وتعددت تحركاتها كلما زادت صعوبة تطبيق، لأنه سيتوجب علينا تقدير التوزيعات الاحتمالية لعدد أكبر من المتغيرات، مما يؤدي إلى زيادة عدد سلاسل المحاكاة المطلوبة.³⁵

³³ Robert Engle, Garch 101: The Use of Arch/Garch Models in Applied Econometrics, UK, P. 103.

³⁴ J.D. Capedo, I. Moya, Estimating Oil Price value at Risk Using the Historical Simulation Approach, Energy Economics, Volume 25, 2003, P. 239.

³⁵ Larsen N., H. Massuer, S. Ursyasev, Algorithms for Optimization of Value-at-Risk, Research Report, University of Florida, 2001, P. 243.

وتجدر الإشارة إلى وجود مقاييس مطورة لقياس VAR، حيث قام Hallerback and Menkveld بتطوير مقياس Component Value at Risk، الذي يستوعب عدد أكبر من عوامل السوق.

وقام كل من Mausser and Ursyasev، Larsen بتطوير مقياس Conditional Value at Risk، الذي عُرف على أنه المعدل المرجح للقيمة المعرضة للخطر الذي يمثل الحد الأعلى لها.

المبحث الثالث

نظرية الكفاءة في السوق المالي.

2-4-1 مفهوم كفاءة السوق المالي.

من أجل الوصول إلى المفهوم الدقيق لكفاءة السوق المالي يجب أن نتعرض لمفهوم الأسواق المالية الكاملة (A perfect capital market).

2-4-1-1 خصائص الأسواق المالية التامة (A perfect capital market):

1. وجود عدد كبير من المستثمرين العقلانيين اللذين يسعون لتعظيم الأرباح واللذين يشاركون بفاعلية في السوق بالتالي تقيم الأوراق المالية بشكل عادل.
2. لا توجد أي حواجز على دخول وخروج المتعاملين ورؤوس الأموال في السوق المالي.
3. لا توجد تكاليف للمعاملات مرتبطة بالإقراض والاقتراض، ولا قيود في البيع على المكشوف³⁶ كما لا توجد ضرائب على الأرباح.
4. المنافسة في السوق المالي كاملة، أي لا يستطيع أي من المتعاملين ومهما كان حجم الأموال المتعامل بها التأثير على الأسعار ومعدلات العائد.
5. وجود عدد كبير من الأصول المالية، مع إمكانية البيع والشراء منها بأي كمية مهما بلغ صغر حجمها.
6. كل المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين وبدون تكلفة، بحيث تكون متاحة بشكل واسع لكل المشاركين في السوق بنفس الوقت تقريباً، وردود فعل المستثمرين تامة وسريعة، مما يؤدي إلى تعديل الأسعار وفقاً لذلك.

³⁶ البيع على المكشوف: هو عملية بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد وقت أبرام الصفقة على أن تسلم هذه الأوراق في فترة قادمة، أي بيع أوراق مالية لا يمتلكها البائع وقت أبرام الصفقة، على أمل شراء هذه الأوراق بأقل من سعرها وقت تسليمها.

7. إذا كان بعض المستثمرين غير عقلانيين فتعاملاتهم غير الرشيدة ستلغي بعضها البعض أو المستثمرين العقلانيين سيزيلون هذا الأثر.

بالنسبة للشرط الأول الذي يقضي بأن المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة بإدارة موارده المتاحة، فإنه يعتبر المحور الأساسي لكفاءة السوق، حيث يكون المستثمر دوماً في سعي وسباق دائم مع المستثمرين الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعد على ذلك.

أما بالنسبة للشرط الرابع فإن تكاليف المعاملات³⁷ قد لا تعيق إبرام الصفقات فحسب، بل قد تقف حائلاً دون ذلك، مثلاً قد يؤجل مستثمر قرار بيع أوراق مالية في نهاية السنة الضريبية بهدف نقل عبء الضريبة على الأرباح إلى العام التالي، وذلك بخلاف الكثير من القوانين التي قد تحد عمليات البيع على المكشوف أو تقرير حد أدنى وأعلى على عدد الأسهم في كل صفقة³⁸.

وبالتالي إذا توافرت الشروط السابقة، فإن ذلك يعني وجود سوق مالية كفوة تعكس كل المعلومات المتاحة، وتستجيب فيها الأسعار لهذه المعلومات بشكل فوري بدون فاصل زمني بين وصول المعلومات الجديدة وتحليلها وانعكاس تلك المعلومات على الأسعار في السوق، وعدم وجود فواصل زمنية كبيرة بين وصول المعلومات من مستثمر لآخر.

2-1-4-2 تعريف الكفاءة.

الكفاءة في السوق المالي تعني أن تعكس الأسعار مباشرة وبشكل كامل كل المعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق،³⁹ ويعرف السوق المالي الكفاءة على أنه السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما، كافة المعلومات المتاحة عنها والتي تؤثر على القيمة السوقية للسهم (القوائم المالية، معلومات إعلامية، افصاحات، القرارات

³⁷ تكاليف المعاملات هي تكاليف مباشرة تقدر بنسبة من قيمة الورقة المالية، من أهمها عمولة السمسرة، وهامش الربح للوسيط، والرسوم على الصفقات التي يتم إبرامها، هذا بخلاف التكاليف الأخرى كنسبة الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض الاستثمار، وتكاليف غير مباشرة مثل عائد الفرصة البديلة.

³⁸ حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية: آلية عملها - الرقابة عليها - الرابط بين البورصات، القاهرة، ص 111.

³⁹ Andrew W. LO, Efficient Markets Hypothesis, Dictionary of Economics, 2ed editions, New York, 2007, Page 1.

الاقتصادية، الوضع الاقتصادي العام.....الخ.) أي تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة (Fair Value) تعكس تماماً القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عنه الاستثمار في هذا السهم من مخاطر.⁴⁰

وبالتالي فإن السوق الكفاء يحقق بصفة مرضية الأهداف التالية:⁴¹

1. توزيع أمثل للموارد.
2. تقييم عادل للمعلومات.
3. الخدمات مقدمة بأقل تكلفة.

3-1-4-2 الكفاءة التشغيلية (الداخلية).

ويقصد بها قدرة السوق المالي، على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون به عمولات عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للمضاربين، فرصة تحقيق ربح أو هامش ربح مغالى فيه (Abnormal Returns).

وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام الصفقة متاحة بشكل مجاني للجميع، مما يشجع المستثمر على بذل جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها.⁴²

4-1-4-2 الكفاءة التسعيرية (الخارجية).

يكون السوق المالي كفئاً عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق المالية منعكسة في الأسعار، وفي اللحظة

⁴⁰ مفتاح الصالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، بيسكره، العدد 7، 2010، ص 181 - 182 - 186.

⁴¹ شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلم التسيير، الجزائر، العدد 10، ص 137 - 138.

⁴² هندي إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص 502.

ذاتها التي تصل فيها، سواء كانت هذه المعلومات من الماضي أو معلومات وردت في الوقت الحاضر أو أنها معلومات تتعلق بتوقعات مستقبلية، وبالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير لقيمته الحقيقية.⁴³

ومهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع كلما كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.⁴³

2-4-2 مستويات كفاءة السوق المالي.

في النظرية الاقتصادية والمالية يتم التفريق بين ثلاثة مستويات مختلفة للكفاءة، والمبدأ الأساسي في التفريق بين هذه الأشكال هو تحديد ما هو المقصود بمصطلح جميع المعلومات المتاحة، مع الأخذ بالعلم أن كل مستوى متقدم من الكفاءة يضم المستوى الذي قبله.⁴⁴

1-2-4-2 المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي Weak-Form.

يعني المستوى الضعيف لكفاءة السوق المالي أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بتغيرات أسعارها، ومنه لا يستطيع أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية انطلاقاً من تحليله هذه المعلومات كونها معكوسة تماماً في الأسعار، ويعترف الشكل الضعيف للكفاءة بظاهرة الحركة العشوائية للأسعار Random Walk، لأن تحركات الأسعار في المستقبل مستقلة تماماً عنها في الماضي.⁴⁵

⁴³ محمد الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص. 31.
⁴⁴ Stefan Palan, The Efficient Market Hypothesis and its Validity in Today's Markets, Karl-Franzens University, Graz, 2004, P. 4.

⁴⁵ شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلم التسيير، الجزائر، العدد 10، ص. 143.

وأوضح (Fama 1965، Mandelbort 1961، Alexander 1961) في دراسات لتتبع البيانات الخاصة بمؤشر داوجونز DOW إلى أنه في الأسواق التي لا تمتلك كفاءة عند المستوى الضعيف، يمكن للبيانات التاريخية أن تساعد على التنبؤ بأسعار المستقبل، وبالتالي الاعتماد عليها في تحقيق أرباح غير عادية.

حيث قام Fama 1965 بدراسة عشوائية أسعار أسهم الثلاثين شركة المسجلة في مؤشر داوجونز DOW، للفترة الواقعة بين 1962 – 1965 عن طريق حساب معامل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية قدرها 10 أيام، وقد ظهرت معاملات الارتباط قريبة من الصفر (حوالي 0.03) وكانت تقل كلما تم إنقاص الفجوة الزمنية المستخدمة، وهذه النتيجة تؤكد التحرك العشوائي لأسعار الأسهم.⁴⁶

ويجدر بالذكر أن هناك عدد كبير من الاختبارات التي تعنى بدراسة الكفاءة عن المستوى الضعيف كاختبار جذر الوحدة Unite Root، واختبار الأحداث المتشابه Run Test وGARCH (1.1) واختبار الارتباط المتسلسل والتباين VAR.

2-2-4-2 المستوى شبه القوي لكفاءة السوق المالي Semi-Strong Form.

يقتضي هذا المستوى بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها.⁴⁷

وطبقاً لهذه الصيغة لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحاً إضافية بناء على المعلومات الجديدة بعد أن تصبح عامه للجميع، أي بعد الإعلان عن حدث ما،⁴⁸ وتعتبر سرعة

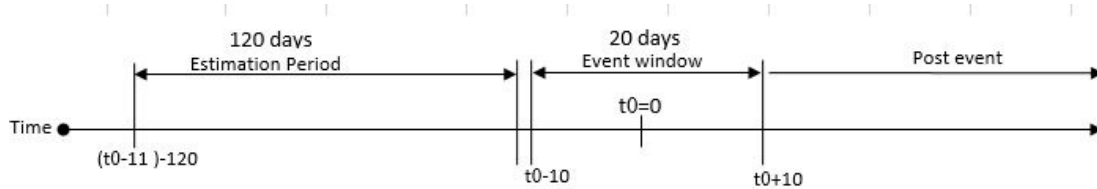
⁴⁶، ³ 5 محمد الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص. 37-

³⁸.

⁴⁷ مفتاح الصالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، بيسكره، العدد 7، 2010، ص 185.

انعكاس المعلومات على الأسعار هي أساس معرفة مدى كفاءة السوق المالي عند هذا المستوى، فإذا كان تعدل الأسعار فوري فإن السوق كامل الكفاءة عند هذا المستوى،⁴⁹ وهذا الاختبار أصعب بكثير مما يبدو، فهناك العديد من الأحداث التي قد تحدث في نفس اليوم الذي يظهر فيه الحدث محل الدراسة وبالتالي يصعب دراسة هذا الأثر بشكل منفصل.

ويمكن قياس المستوى شبه القوي لكفاءة السوق المالي باستخدام دراسات الحالة Event Study والتي سيتم اختبار فرضيات هذه الدراسة عن طريقها، حيث يتم في هذه الطريقة أخذ نافذة للحدث (Time Window)، والتي سيتم دراسة أثر القرارات أو الأخبار عليها، وبتطبيق نماذج قياس العائد غير الطبيعي في هذه النفاذة يمكن تحديد إذا ما كانت السوق قد استجابت، لهذا الحدث (عن طريق حساب العائد او الخسارة غير الطبيعية داخل نافذة الحدث)، فيما إذا عكست السوق تلك الأحداث يمكن القول انها كفوة عند المستوى شبه القوي.



الشكل (2-2): نافذة الحدث خلال السلسلة الزمنية.

3-2-4-2 المستوى القوي لكفاءة السوق المالي Strong Form.

وفقا لهذا المستوى يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة اختبرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على

⁴⁹ شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلم التسيير، الجزائر، العدد 10، ص. 143.

معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية⁵⁰.

وبالتالي فإنه استناداً لهذه الصيغة ليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر، ولن يكون له القدرة على تحقيق أرباح غير عادية، وتحقيق هذا المستوى لا يتطلب فقط ان يكون السوق كفوئاً بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح المعلومات للجميع وبنفس الوقت والتكلفة، وبالتالي يصبح هذا الشكل من الكفاءة أمراً يصعب الوصول إليه، ويبقى أمراً نظرياً لا وجود له في أرض الواقع.⁵¹



الشكل (2-2): مستويات الكفاءة والمعلومات ذات الصلة.

⁵⁰ محمد الحناوي، تحليل الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص.77.

⁵¹ هناء عبد اللطيف، قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر، جامعة الإسكندرية، مصر، 2001، ص.32.

2-4-3 الكيفية التي تتحقق فيها كفاءة الأسواق المالية.

- أولاً: يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جداً تضم عدداً كبيراً من المتعاملين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق.⁵²
- ثانياً: في ظل المناخ التنافسي للسماسة، يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة للمستثمرين بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريباً، أي استجابة سريعة وانعكاس فوري في سعر الورقة المالية، أي لا يستطيع أي مستثمر ان يتمتع بميزة السبق في معرفة وتحليل المعلومات وتحقيق أرباح غير عادية.
- ثالثاً: فور وصول المعلومات الجديدة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل محل المعلومة، سواء بالارتفاع أو الانخفاض (حسب طبيعة المعلومات الواردة).
- رابعاً: تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد للمتعاملين فيه، والتي من شأنها تغير رأيهم في الشركة المصدرة أو الأصل المالي.⁵³

2-4-4 أهمية الكفاءة.

باعتبار أن السوق المالي أصبح في الاقتصاديات الحديثة مؤشراً على صحة النشاط الاقتصادي من عدمه، وباعتبار أن الغرض الأساسي من وجود الأسواق المالية هو توزيع المدخرات بكفاءة على الاستثمارات (العلاقة بين وحدات العجز ووحدات الفائض)، تتضح أهمية الكفاءة كونها الأساس العلمي في قدرة السوق على القيام بالتوظيف الأمثل وبشكل عادل وكفء.

⁵² منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص. 38.

⁵³ مفتاح الصالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، بركه، العدد 7، 2010، ص. 185.

ويتضح أيضاً ان مستوى الكفاءة في السوق المالي، هي التي تحدد قدرة السوق المالي على جذب رؤوس الأموال من الخارج والداخل.

كذلك لا يعطي السوق الكفاء الذي تعكس الأسعار به كافة المعلومات والفرص المتاحة، لأي متعامل أن يحقق عائداً يفوق ما يحققه الآخرون، فالتعامل بالسوق الكفاء هو دائماً مباراة عادلة بين الأطراف، وبذلك يحقق السوق الكفاء الحماية والثقة التي يرغبها المستثمرون، وخاصة صغار المستثمرين، وهذا يشجع من الداخل والخارج على الاستثمار في السوق المالي.

كما يعبر وجود مفهوم الكفاءة في السوق المالي عن نجاح الدور الرقابي الذي يمارسه هذا السوق لحماية المتعاملين من حالات الغش والتلاعب، وتوفير المناخ الملائم لسلامة المعاملات المالية.

الفصل الثالث

مقدمة في المتغيرات الاقتصادية النقدية

الفصل الثالث

مقدمة في المتغيرات الاقتصادية النقدية

المبحث الأول

سعر الفائدة

تعتبر أسعار الفائدة من أكثر المتغيرات المدروسة والمراقبة في الاقتصاد، حيث تسجل تحركات أسعارها من قبل وسائل الإعلان لأنها تؤثر وبشكل مباشر على حياتنا اليومية، ولها عواقب ونتائج مهمة على تطور وازدهار الاقتصاد كما أنها تؤثر على القرارات الشخصية للأفراد في الاستهلاك أو الادخار أو شراء منزل أو سندات أو أسهم أو وضع هذه الأموال في حساب توفير، وتؤثر أيضاً تحركات أسعار الفائدة بشكل مباشر على القرارات الاقتصادية للشركات إما باستثمار أموالها في معدات جديدة أو الاحتفاظ بهذه الأموال في البنوك.

ولكي أن نتمكن من دراسة الأسواق المالية يجب ان نفهم بالضبط ماذا يعني سعر الفائدة.

3-1-1 مفهوم سعر الفائدة.

إن المفهوم المعروف لسعر الفائدة هو مفهوم العائد حتى تاريخ الاستحقاق yield to (Maturity) وهو المقياس الأكثر دقة لأسعار الفائدة والذي يعتمد أساساً على معامل القيمة الحالية (Present Value) والعائد حتى تاريخ الاستحقاق هو ما يقصده الاقتصاديون عند استخدام مصطلح أسعار الفائدة.¹ ويعد سعر الفائدة جوهر الاختلاف بين كل من المدرستين الكلاسيكية، والكينزية، ففيما عدت المدرسة الكلاسيكية أن سعر

¹ Frederic Mishkin, The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Columbia University, USA, 2004, P.16.

الفائدة ظاهرة حقيقية لأنه يرتبط بالأدخار و الاستثمار يتحدد وفق توازن العرض والطلب على الأرصة القابلة للإقراض و بالتالي يعمل سعر الفائدة على التوازن بين الادخار و الاستثمار، بحيث يرون أن هناك علاقة طردية بين سعر الفائدة والادخار و علاقة عكسية بين سعر الفائدة و الاستثمار، وبالتالي يتحدد سعر الفائدة عند تقاطع منحنى الادخار مع منحنى الاستثمار، بينما قال كينز أن سعر الفائدة هو ظاهرة نقدية تتحد بتوازن العرض والطلب على النقود (الطلب على السيولة) كون النقود أصل كامل السيولة.

أورد الاقتصاديون عدة تعريفات لسعر الفائدة حيث عرفه الدكتور حسن مسعود على أنه السعر النقدي لاستعمال الأموال القابلة للإقراض.² كما عرفة الدكتور أحمد زهير شامية على أنه هو السعر الذي يحصل عليه الفرد مقابل التنازل عن استخدام النقود السائلة التي يملكها.³

ويمكن إيراد تعريف شامل لسعر الفائدة على أنه السعر الذي يتقاضاه المقرض نتيجة تخليه عن قيمة مالية حاضرة مقابل الحصول على قيمة مالية مستقبلية وعادة ما تكون القيمة المالية المستقبلية أكبر من القيمة المالية الحاضرة والفرق بينهما هو مقدار الفائدة.

3-1-2 نظم سعر الفائدة.

3-1-2-1 سعر الفائدة المُعوم:

هو سعر فائدة يتم تحديده وفقاً لآليات وقوى العرض والطلب في السوق النقدية داخل الدولة، وينقسم هذا النوع إلى ثلاثة أنواع مختلفة هي أسعار الفائدة المُعومة جزئياً حيث يكون التعويم لأجزاء معينة من النشاط الاقتصادي، أو أجزاء معينة من القروض، تستخدم هذه الطريقة عادة في تشجيع تمويل الصادرات أو تقديم التمويل للأنشطة ذات الأولوية. والنوع الثاني هو التعويم الكامل، وغالباً ما تقوم

² حسن مسعود، أضواء على النظرية النقدية المعاصرة، دار المعارف، بيروت، لبنان، 2001، ص. 214.

³ أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، جامعة حلب، سوريا، 2006، ص. 174.

به الدول في ظل الأزمات النقدية الشديدة، وعدم قدرة السلطات النقدية على السيطرة على السوق النقدي، والنوع الثالث هو التعويم المتعدد⁴.

3-1-2-1 سعر الفائدة الثابت.

على أساس سعر الفائدة الثابت تقوم السلطات النقدية بتحديد سعر خصم أو سعر إقراض أساسي، تلتزم به كل الجهات التي تتعامل بالاستثمار الإقراض، وهو واسع الانتشار في الاقتصاديات الحديثة.

3-1-3 العلاقة بين سعر الفائدة والسوق المالي.

يعد كل من سعر الفائدة والسوق المالي عاملين هامين في بيان الاستقرار والنمو الاقتصادي لأي الدولة، ويعد أثر قرارات سعر الفائدة على السوق المالي موضوع هام جداً لكل من الشركات، إدارة المخاطر، المستثمرين في السوق المالي والسلطة النقدية في اتخاذ قراراتها التي تخص السوق المالي⁵.
تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على السوق المالي من خلال قناتين:

1-3-1-3 قناة تأثير مباشرة.

كما هو معلوم فإن المستثمرين لا يقومون بالاستثمار في الأصول الخطرة، إلا إذا توقعوا الحصول على علاوة للمخاطرة المحتملة، وبالتالي فإن المستثمرين لن يقوموا بالاستثمار بالأسهم، إلا إذا حصلوا على عوائد تفوق العائد الخالي من المخاطرة.
العلاقة بين سعر الفائدة وأسعار الأسهم في السوق المالي، يمكن أن تتغير عبر الوقت، نظرياً فإن رفع سعر الفائدة يجب أن يرفع العائد المطلوب من قبل المستثمرين، وبالتالي

⁴ Tomas Bjork, An Overview of Interest Rate Theory, Stockholm School of Economics, Sweden, 2006, P.32.

⁵ Mahmudul Alam, Gazi Salah Uddin, Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International Journal of Business Management, Vol. 4, 2009, P.34.

تقليل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتولدة عن السهم، أي انخفاض أسعار الأسهم.

ولكن إذا كانت أسعار الفائدة ارتفعت كاستجابة للنمو الاقتصادي، فإن أسعار الأسهم سترتفع كاستجابة لارتفاع التدفقات النقدية المتوقعة، حتى ولو ارتفع العائد المطلوب من قبل المستثمرين.⁶

والعكس صحيح فإن انخفاض أسعار الفائدة يجب أن يؤدي إلى زيادة القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبالتالي رفع أسعار الأسهم.

2-3-1-3 قناة تأثير غير مباشرة.

المستثمرون الجيدون دوماً يسعون للاستثمار في أسواق كفوة، حيث لا يستطيع أي من المتعاملين تحقيق أرباح على حساب خسائر متعاملين آخرين، وبالتالي في حال ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع المصرفية، وبحسب كفاءة السوق فإن المتعاملين سينقلون استثماراتهم من الأسهم إلى الودائع المصرفية، وبالتالي انخفاض في الطلب على شراء الأسهم وانخفاض أسعارها.⁷

⁶ Jeff Madura, Financial Markets and Institutions, South western, USA, 2008, P.270-271.

⁷ Mahmudul Alam, Gazi Salah Uddin, The Impact of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange, South Asian Journal of Management Sciences, Vol. 1, P. 123-132, 2007.

المبحث الثاني سعر الصرف.

لقد أدى تشابك العلاقات الاقتصادية و الأنشطة التجارية الدولية بين مختلف الدول، التي تتعامل كل منها بعملة نقدية مختلفة، إلى وجود ما يعرف بسعر الصرف الذي يحظى باهتمام كبير من قبل الاقتصاديين و المستثمرين و كذلك باهتمام جميع المؤسسات و الشركات، إذ يعتبر سعر الصرف مؤشر يستجيب بقوة للمؤشرات الاقتصادية الكلية و عليه فإن سعر الصرف لا يختلف عن بقية المتغيرات المكونة للفعالية الاقتصادية، لذلك سنحاول في هذا المبحث من أخذ نظرة عامة عن سعر الصرف من خلالها سنخرج على بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بسعر الصرف.

3-2-1 مفهوم سعر الصرف.

لقد ورد العديد من التعاريف لسعر الصرف في كتابات الباحثين والمهتمين بالموضوع، وتتفق جميعها في تسليط الضوء على العناصر والجوانب التي تميزه وذكر جوانب دون أخرى، لذا سنقتصر على بعض التعاريف التي تبرز أهم جوانبه أو تعطي شمولاً لمفهومه، كالتالي:

يعبر سعر الصرف عن عدد الوحدات النقدية الذي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية،⁸ ويعرف بأنه سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عمليتين، فأحد العملتين تعتبر سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمناً لها،⁹ ويعرف أيضاً بأنه ذلك المعدل الذي يتم على أساسه تبادل عملة دولة ما ببقية عملات دول العالم.

⁸ عبد المجيد قدي، المنخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تقييمية تحليلية)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص. 103.

⁹ موسى بخاري الحلو، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة الحسن العصرية، لبنان، 2010، ص. 120.

يطلق سعر الصرف كذلك على عدد الوحدات الوطنية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة أجنبية. أو عدد الوحدات الأجنبية التي تدفع للحصول على وحدة واحدة وطنية.¹⁰

2-2-3 أنظمة سعر الصرف.

إن أنظمة أسعار الصرف تعد أحد العناصر المهمة في سياسة الصرف الأجنبي، وهي الأنظمة التي تعتمد الدول في تحديدها لمعدلات صرف عملتها، إذ يعرف نظام الصرف بأنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف ولسعر الصرف أنظمة عديدة نحاول ذكر أبرزها فيما يلي:

1-2-2-3 نظام سعر الصرف الثابت.

ويعرف في مفهومه الواسع على أنه النظام الذي يتم فيه ربط عملة وطنية ما بعملة صعبة أخرى أو سلة عملات صعبة بمعدل صرف ثابت (كالدولار، اليورو... الخ) إذ يرجع اختيار تلك العملة الصعبة إلى طبيعة العلاقات التجارية بين الدولتين مع السماح لتلك الأسعار بالتقلب في حدود ضيقة للغاية.¹¹

ووفق هذا النظام يمكن تثبيت سعر الصرف إلى عملة واحدة تتصف بصفات معينة كالاستقرار والثبات، أو تثبيته إلى سلة من العملات وفق توزيع عمليات التجارة الخارجية مع الشركاء التجاريين، أو من سلة العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة SDR، التي يصدرها صندوق النقد الدولي.¹²

وقد تتغير أوزان العملات المكونة لسلة العملات الدولية، مع تغير كثافة التجارة، مع دول العملات المكونة للسلة، أو قد تتغير مكونات السلة بأدخال عملات جديدة. وقد كانت قيم العملات في السلة الدولية حتى نهاية أكتوبر 2016 على الشكل التالي:

¹⁰ أحمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص. 375.

¹¹ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2011، ص. 84-85.

¹² عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص. 8.

الدولار الأمريكي 41.73%، اليورو 30.93%، اليوان الصيني 10.92%، الين الياباني 8.33%، الجنيه الأسترليني 8.09%.

2-2-2-3 نظام سعر الصرف المعموم.

هو ذلك النظام الذي تتغير فيه أسعار الصرف بحرية وفقاً لقوى العرض والطلب، على إحدى العملات في مواجهة العملة أو العملات الأخرى، ودون تدخل السلطة النقدية الممثلة بالبنك المركزي.¹³

ويمكن أن يكون التعويم مداراً، حيث تقوم الدولة بتعديل أسعار صرفها وفق الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية. وقد يكون التعويم حراً حيث تخضع فيها العملة لقوى السوق صعوداً وهبوطاً ووفق الأوضاع السائدة.¹⁴

3-2-3 أنواع سعر الصرف.

1-3-2-3 سعر الصرف الاسمي

يتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعاً للطلب والعرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ويمكن أن يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي بأنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويؤدي التعادل بين عنصري العرض والطلب في أسواق الصرف الأجنبي إلى وضع أسعار صرف إسمية يتم على أساسها تبادل العملات.¹⁵

ويمكن تقسيم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي، وهو السعر المعمول به في المبادلات التجارية الرسمية، وسعر الصرف الموازي وهو السعر المعمول به في

¹³ عبد الحسين عبد الحسن الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص. 91.

¹⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات) منشأة المعارف، الإسكندرية،

مصر، 2003، ص. 309-310.

¹⁵ موسى بخاري الحلو، مرجع سبق ذكره، ص. 12.

الأسواق الموازية وغير الرسمية، وهذا يعني وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد.¹⁶

2-3-2-3 سعر الصرف الحقيقي.

يعرف سعر الصرف الحقيقي على أنه نسبة مستوى السعر العالمي للسلع المتاجر مشتركة، أو هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، وبالتالي يعد مؤشراً مناسباً يقيس لنا القدرة التنافسية الدولية، وتجدر الإشارة إلى أن الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي يقابله انخفاض في القدرة التنافسية لاقتصاد ما مقارنة بالشريك التجاري.¹⁷

3-3-2-3 سعر الصرف الفعلي الاسمي.

يعبر سعر الصرف الفعلي الاسمي على العلاقة الكلية الناشئة بين سعر الصرف الفعلي لعملة محلية معبراً عنها بالقيمة المجمعة لسلة عملات أجنبية أخرى في فترة زمنية ما، وهو يدل على مدى تطور عملة بلد ما بالنسبة إلى مجموعة من العملات.

4-3-2-3 سعر الصرف الفعلي الحقيقي.

سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر صرف فعلي اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، معدلاً بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية، ويعتبر هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج، ولهذا لا بد من أن يخضع هذا المعدل الاسمي إلى تصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية.¹⁸

¹⁶ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص. 103-104.

¹⁷ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، مرجع سبق ذكره، ص. 27.

¹⁸ موسى بخاري الحلو، مرجع سبق ذكره، ص. 120-121.

4-2-3 العوامل المؤثرة على سعر الصرف.

إن العوامل المؤثرة على سعر الصرف كثيرة جداً وتقسم إلى عوامل اقتصادية، كالتغيرات في كمية النقود، والاختلالات في ميزان المدفوعات، وأسعار الفائدة، الموازنة العامة، ومعدلات التضخم.¹⁹

وتشمل العوامل غير الاقتصادية، كل من الاضطرابات والحروب والأزمات السياسية، حيث تعد الإضرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية والخارجية من أهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف، وذلك لتأثيرها على أوضاع التجارة الداخلية والخارجية، والتأثير على جميع القطاعات الاقتصادية للبلد وهذا ما يؤدي في كثير من الأحيان إلى فقدان الثقة بالعملة المحلية. كما تشمل العوامل غير الاقتصادية كل من خبرة المتعاملين وأوضاعهم، والإشاعات والأخبار والتغيرات في قيمة الصادرات والواردات.²⁰

5-2-3 العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية.

النظرية الاقتصادية التقليدية تفترض وجود علاقة بين أداء السوق المالي والتغيرات في سعر الصرف، فمن المعلوم أن التذبذبات في سعر الصرف تؤثر على القدرة التنافسية للدولة، والميزان التجاري، وبالتالي الناتج الحقيقي للبلاد، والتي بدورها تؤثر على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للشركة، مما يؤثر على أسعار أسهم هذه الشركات في السوق المالي.²¹ بمعنى أن التغيرات في سعر الصرف ستؤدي على تغير مباشر في عمليات الشركة وخاصة الخارجية (تصدير بضائع أو استيراد بضائع ومواد أولية)،

¹⁹ مروان عطوان، أسعار صرف العملات (ازمة العملات في العلاقات النقدية والدولية)، دار الهدى، 2008، ص 80.

²⁰ محمد البشير بن عمر، دراسة بعض آثار التغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم (حالة بورصة الأردن)، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص 4.

²¹ Kate Phylaktis, Fabiola Ravazzolo, Stock Price and Exchange Rate Dynamics, City University Business School, London, UK, 2005, P. 2.

والذي سينعكس بشكل جزئي أو كامل على ميزانية الشركة بالربح أو الخسارة في قائمة الدخل، وبالتالي يؤثر على التدفقات النقدية وينعكس إلى أسعار الأسهم.²²

من جهة أخرى تلعب التغيرات في سعر الصرف أثر في تغيير تفضيلات المستثمرين في سوق الأسهم، حيث يقوم المستثمرون عادة بالاتجاه إلى الاستثمار في الأسهم عندما تكون قيمة العملة المحلية منخفضة ويتوقعون ارتفاعها في المستقبل، حيث تجد عندها ارتفاع في الطلب على الأسهم المحلية.²³

ومن الممكن ان تؤدي الضغوطات على العملة المحلية وانخفاض قيمتها هبوطاً حاداً في أسعار الأسهم، ناتج عن قيام المستثمرون ببيع جزء من محفظتهم المالية بالأسهم وتحويلها لعملات أجنبية، كنوع من المضاربة على هذه العملات، أو كملاذ آمن من هبوط قيمة العملة، حي يحدث هذا الأثر خاصة في أوقات الحروب والأزمات التي يفقد فيها المتعاملون الثقة بالعملة الوطنية.

²² Raj Aggarwal, Exchange Rates and Stock Price: A Study of the U.S. Capital Markets Under Floating Exchange Rates, University of Toledo, USA, 2005, P.3.

²³ Jeff Madura, Financial Markets and Institutions, South western, USA, 2008, P. 271.

المبحث الرابع

السياسة النقدية والمالية في سوريا.

3-4-1 السياسة النقدية في سوريا.

أعطيت صلاحية إدارة السياسة النقدية في سورية لمجلس النقد والتسليف بموجب القانون 23 لعام 2002 والذي حدد أهداف السلطة النقدية وفق التوجهات الاقتصادية العامة بما يلي:

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

2- المحافظة على القوة الشرائية للنقد السوري.

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

4- توسيع إمكانيات استخدام الموارد والطاقت والعمل على إنماء الدخل القومي.

ونلاحظ أن هذه الأهداف غير متألّفة دوماً فإن تحقيق الاستقرار النقدي في مرحلة ما قد يتعارض مع توسيع إمكانيات الاستخدام، وقد يضحى بأحد الأهداف لتحقيق آخر كما أن السياسة النقدية لم تتخذ أهدافاً كمية عامة محددة سلفاً كالتى نجدها في الدول المتقدمة، من خلال وضع معدلات محددة لنمو العرض النقدي وإنما كانت على وجه العموم عبارة عن مجموعة من الإجراءات الرامية إلى تأمين الاحتياجات التمويلية للدولة.²⁴

²⁴ حسين محمود، السياسة النقدية في سوريا، كلية الاقتصاد – جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص. 3-7.

1-1-4-3 سعر الفائدة.

إن المتتبع لسياسة أسعار الفائدة في سورية يلاحظ أنها بقيت ثابتة لفترة طويلة ثم تحركت أسعار الفائدة متجهة نحو الانخفاض من بداية 2006 على سبيل زيادة الاستثمار، إلا أنه وبالرغم من الانخفاض الكبير الذي طرأ على معدلات الفائدة لم يزداد الاستثمار الخاص بمعدل كبير، وبالتالي نجد أن سياسة تثبيت سعر الفائدة أثرت سلباً على الاستثمار كما أن سعر الفائدة لم يستعمل كسعر لرأس المال بل استعمل كوسيلة لتحقيق الأهداف الاقتصادية العامة وبالتالي أصبح هناك فجوة كبيرة بين أسعار الفائدة الاسمية وأسعار الفائدة الحقيقية.

وعلى الرغم من أن مصرف سورية المركزي بدأ يتخلى بشكل تدريجي عن التحكم الإداري بأسعار الفائدة منذ 2009 إلا أن هذه السياسة لم تترافق مع اعتماد أدوات نقدية غير مباشرة التي تمكنه من التحكم بالسيولة وبالتالي إدارة السياسة النقدية بفاعلية.

ومن خلال تحليل تطور أسعار الفائدة نجد أن الوسطي المرجح لمعدل الفائدة على الودائع لأجل شهر بالليرة السورية لدى المصارف قد انخفض من 5.03 % في نهاية الربع الأول من عام 2010، لتصل إلى 4.4 % في نهاية الربع الأول لعام 2011، في حين انخفض الوسطي المرجح لمعدل الفائدة على الودائع لأجل سنة بالليرة السورية من 6.5 % إلى 6.11 % خلال الفترة نفسها. بالمقابل انخفضت بشكل طفيف أسعار الفائدة على القروض قصيرة الأجل في نهاية الربع الأول من عام 2011 لتصل إلى مستوى 7.56 % مقارنة بـ 8.03 % في نهاية الربع الأول لعام 2010، في حين استقرت أسعار الفائدة على القروض طويلة الأجل عند مستوى 9.24 % في نهاية الربع الأول من عام 2011 بالمقارنة مع مستواها عند 9.19 % في نهاية الربع الأول من عام 2010.

ومنذ بداية الأزمة في سوريا صدرت العديد من القرارات المتعلقة بسياسة سعر الفائدة وهي على التوالي:²⁵

1- القرار 5937 الصادر عن مجلس الوزراء بتاريخ 2\5\2011 والذي اقتضى

برفع معدلات الفائدة بمقدار نقطتين، حيث أصبحت الفائدة على الودائع الجارية بمقدار 1% مع إعطاء هامش حركة +1-، وعلى الودائع لأجل 7%-9% مع إعطاء هامش حركة +1-، وعلى ودائع التوفير 7% مع إعطاء هامش حركة +5-، و7% على شهادات الاستثمار.

2- القرار 747م ن\ب 4 الصادر عن مجلس النقد والتسليف بتاريخ 18\7\2011، المتضمن تعديل هوامش أسعار الفائدة الدائنة.

3- القرار 795م ن\ب 4، الصادر عن مجلس النقد والتسليف بتاريخ 14\12\2011، المتضمن تعديل أسعار الفائدة الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة وحسابات الاستثمار بالليرة السورية، حيث أصبحت 1% على الودائع الجارية، 9-11% على الودائع لأجل، 9% على ودائع التوفير وبحد أقصى مليون ليرة، 8% على شهادات الاستثمار.

4- القرار 818م ن\ب 4، وهو تعديل للمادة الأولى من القرار 795 السابق.

5- القرار 938م ن\ب 4، الصادر عن مجلس النقد والتسليف بتاريخ 13\1\2013، المتضمن تحديد الفائدة السنوية على القروض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة لشركات القطاع العام ذات الطابع الاقتصادي.

3-4-1-2 سعر الصرف.

اعتمدت سياسة سعر الصرف في سوري في فترة الثمانينيات والتسعينيات وحتى عام 2005 على ربط سعر صرف الليرة السورية بالدولار الأمريكي، ومنذ بداية عام

²⁵ النشرة الربعية الصادرة عن البنك المركزي 2011، التطورات النقدية في سوريا 2011، ص.17.

2005، قام البنك المركزي بسوريا بفك ارتباط سعر صرف الليرة السورية بالدولار الأمريكي، وربطها بوحدة حقوق السحب الخاصة SDR، وذلك في إطار الإصلاح المالي والنقدي في سوريا، ومحاولة لحماية الاحتياطي الأجنبي من تقلبات أسعار الصرف. حيث تم الربط بسلة عملات وحدة حقوق السحب الخاصة وبواقع 44% للدولار الأمريكي، 34% لليورو، و11% للجنية الإسترليني، و11% للين الياباني. وتم تثبيت سعر صرف الليرة السورية بقرار إداري لدعم تمويل المستوردات عند 47 ليرة سورية.²⁶

ومنذ بداية الأزمة في سوريا، تعرضت الليرة السورية لانخفاض كبير في قيمتها، مترافقة مع تذبذبات كبيرة في سعر صرف الليرة السورية مقابل كافة العملات، مما دعا المصرف المركزي في سوريا لإصدار القرار رقم 67 ل أ بتاريخ 2012\1\9 المتضمن تحرير (تعويم) سعر الصرف بالليرة السورية (تحرير أسعار الصرف)، والذي نص على السماح للمصارف العاملة بسوريا ببيع القطع الأجنبي وفق أسعار الصرف السائدة في السوق، على أن تقوم هذه المصارف والمؤسسات المالية بإصدار نشرة أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل الليرة السورية، بشكل يومي.²⁷ ويقوم البنك المركزي باستمرار ومنذ بداية الأزمة، بجلسات تدخل لبيع القطع الأجنبي، لمحاولة تحقيق الاستقرار لليرة السورية.

2-4-3 السياسة المالية في سورية.²⁸

يعاني الوضع المالي في سورية من ضالة الموارد العامة بشكل عام، والضعف الشديد في الموارد الضريبية وشبه الضريبية بشكل خاص، بسبب تخلف النظام الضريبي السوري، وكثرة الإعفاءات فيه وقصور الإدارة الضريبية في أداء مهامها.

²⁶ بنك سوريا المركزي، دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة، مكتب الحاكم للشؤون النقدية والدراسات، سوريا، 2007، ص 2-5.

²⁷ القرار 67 أ، الصادر عن البنك المركزي بتاريخ 2012\1\9.

²⁸ الياس نجمة، السياسة المالية في سورية، مجلة الاقتصادية، العدد 116، دمشق، 2003، ص. 2.

وأمام هذا الواقع المالي، وبسبب غياب الإرادة والسياسة الجدية والواضحة للقيام بإصلاحات مالية جذرية لزيادة الموارد العامة وتطويرها سنوياً لتغطية حاجات الإنفاق العام المتزايدة والضرورية. اتجهت الحكومة (وزارة المالية) ومنذ منتصف الثمانينات وحتى بداية الألفية الجديدة إلى ممارسة سياسة إنفاق انكماشية لتقليص العجز، وعدم استفحال أمر المديونية، كما لجأت إلى استخدام أساليب وتدابير محاسبية غير مقنعة أو غير نظامية أحياناً، لتحقيق توازن موازني مصطنع وظاهري بين الواردات والنفقات. رغم ما لهذه السياسات والتدابير من كلف وآثار سلبية على النمو والنشاط الاقتصادي، ومستويات الأجور والرفاهية العامة والعمالة، وفي فترة التسعينات عمدت الدولة إلى تشكيل احتياطي نقدي، نقدي بالعملة الوطنية وكان مبلغاً لا بأس به. إلا أن هذه العملية لم تسلم من النقد لكونها تمت على حساب الإنفاق العام وخصوصاً الاستثماري منه وزيادة الاقتراض وليس بسبب وفرة الموارد، بينما عمدت الدولة ومنذ عام 2004 إلى محاولة تجنب تمويل الموازنة العامة عن طريق الإصدار النقدي والمحاولة للحصول على إيرادات حقيقية، أو تمويل عن طريق إصدار صكوك وسندات مديونية كما حدث في المزايدات العلنية على سندات الدين في الفترة بين 2010 و2011.

3-4-2 محددات القرار الاقتصادي في سوريا.

إن البطء في اتخاذ القرار الاقتصادي أو غياب هذا القرار في الوقت المناسب يشكل مشكلة رئيسية في سورية، وسيشكل استمرار هذا النمط في تنفيذ برنامج الإصلاح مشكلة كبيرة. ويبدو أن سبب بطء أو غياب القرار الاقتصادي في سورية يعود أولاً إلى المركزية الشديدة المتمثلة في المجالس العليا وفي اللجان المتعددة التي تسلب الوزارة المختصة أو السلطة النقدية صلاحياتها، ويعود ثانياً إلى تشابك المسؤوليات في اتخاذ

القرار الاقتصادي، والنابع من وجود قناتين على الأقل في صنع القرار الاقتصادي، قناة الدولة وقناة التنظيم²⁹.

وفي اعتقادنا أن نظام السوق والمنافسة والانفتاح على التجارة الدولية والاستثمار الخارجي يتطلب المرونة والسرعة في الحركة ويتطلب بالتالي تغييراً جذرياً في أسلوب الإدارة الاقتصادية واتخاذ القرار، أسلوباً لا يتحمل المركزية الشديدة حيث يصبح البطء في اتخاذ القرار كلفة يتحمل نتائجها الاقتصاد المحلي.

ويتطلب التغيير اتخاذ قراراتين جريئتين يشكلان تحولاً جذرياً في أسلوب الإدارة الاقتصادية:

1- إقامة علاقة جديدة بين الدولة والمؤسسات والتنظيمية تحدد الأخيرة بموجبها كل من الثوابت النظرية واستراتيجية التنمية والتوجهات العريضة المرغوبة للاقتصاد الوطني، ويترك للحكومة اتخاذ القرارات الاقتصادية اليومية ضمن هذا الإطار، ثم تحاسب على أدائها في مؤتمر مصغر كل سنتين. والجدير بالذكر أن الصين قامت بإجراء كهذا في عام 1987 بعد أن تم اتخاذ إقرار التوجهات الاقتصادية الجديدة من قبل الحزب الحاكم وترك للدولة حرية العمل ضمن هذه التوجهات.

2- حل كافة المجالس الوزارية العليا فيما عدا المجلس الأعلى للتخطيط وتحمل كل وزير مسؤولية اختصاص وزارته بالكامل، متيحين للجهات العليا الفرصة لتتفرغ للسياسات الكبرى. كما يتطلب الأمر من كل وزير تحميل مديرياته المختلفة مسؤولياتها بالكامل في الوزارة نفسها، حتى يتسنى للوزير المختص إعداد السياسات والاستراتيجيات العليا بدلاً من الغرق في المعاملات الروتينية اليومية.

²⁹ نبيل سكر، الإصلاح الاقتصادي في سورية، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، دمشق، 2010، ص.3.

الفصل الرابع

الأسلوب الاحصائي وتحليل البيانات

الفصل الرابع

الأسلوب الاحصائي وتحليل البيانات

المقدمة:

يتضمن هذا الفصل اختبار أثر القرارات الاقتصادية، للتغيرات لسعر الفائدة، **بمعنى** الصرف على عائد سوق دمشق للأوراق المالية، بمعنى آخر فيما إذا كان المستثمرون في سوق دمشق للأوراق المالية قد حققوا عوائد غير طبيعية **Abnormal return**، في فترات صدور تلك القرارات.

سيتم استخدام عدد من الأساليب والاختبارات الإحصائية، حيث يعرض المبحث الأول من هذا الفصل الأساليب الإحصائية المستخدمة لتحليل البيانات، والنموذج المستخدم في حساب العوائد، أما المبحث الثاني فيبين عرضاً لتحليل البيانات لمعرفة الخصائص الإحصائية لسلسلة عوائد المؤشر والمحفظة المكونة، فيما يعرض المبحث الثالث نتائج اختبار الفرضيات.

المبحث الأول الأسلوب الاحصائي

يتناول هذا المبحث الأسلوب الاحصائي المستخدم في البحث من حيث المتغيرات والاختبارات الإحصائية، تكوين المحفظة، مراحل العمل في النموذج.

4-1-1 المتغيرات:

لاختبار أثر القرارات على عوائد سوق دمشق للأوراق المالية، تم استخدام سلسلة العوائد اليومية لمؤشر السوق DWX، حيث تمثل تلك العوائد المتغير التابع والتي يتم احتسابها وفق اللوغاريتم الطبيعي للمؤشر حسب المعادلة الآتية:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) = \ln(P_t) - \ln(P_{t-1}) \dots \dots (1)$$

حيث أن:

R_t : عوائد المؤشر في اليوم t .

P_t, P_{t-1} : أسعار الأسهم في اليوم t و اليوم السابق $t-1$.

إن استخدام العوائد باللوغاريتم الطبيعي، يتيح الحصول على سلسلة مستمرة من العوائد حيث تعطي سهولة لمقارنة عوائد المؤشر، ويعطي السلسلة خصائص السلسلة الأساسية، ويمنع أسعار الأسهم من أن تصبح سالبة في النموذج (Gregoriou و Hudson، 2010)، وتوزيعها أكثر قرباً للتوزيع الطبيعي (Khandoker وآخرون، 2011).

4-1-2 الاختبارات الإحصائية:

تتضمن المرحلة الأولى اختبار الخصائص الإحصائية لسلسلة عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام عدة اختبارات، مثل اختبار التوزيع الطبيعي واختبار الارتباط المتسلسل، أما المرحلة الثانية فهي قياس أثر القرارات على سلسلة العوائد.

4-1-2-1 المرحلة الأولى للتحليل الإحصائي:

4-1-2-1-1 اختبار التوزيع الطبيعي (Normality Test):

يفترض تحليل الانحدار الكلاسيكي أن السلاسل الإحصائية تتصف بالتوزيع الطبيعي (Normality) والتماثل (Homoscedasticity) واستقلالية البواقي (Independence)، لأن عدم التوزيع الطبيعي قد يؤدي إلى استنتاجات خاطئة (جاركو وبيرا، 1980)، لذلك يعد من الضروري في الدراسات معرفة إذا ما كانت عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية يتبع التوزيع الطبيعي أم لا.

يقيس الالتواء توزع مفردات السلسلة حول وسطها الحسابي، إن قيمة الالتواء في التوزيع الطبيعي تساوي الصفر، وعندما تكون قيمة الالتواء موجبة فإن التوزيع ينحرف نحو اليسار، وله نهاية دقيقة وطويلة باتجاه اليمين، أما في الحالة السالبة فإن التوزيع ينحرف نحو اليمين وله نهاية طويلة دقيقة نحو اليسار.

أما التفلطح فهو مقياس لذروة التقعر (تفلطح سلسلة العوائد)، ويبلغ قيمته عند التوزيع الطبيعي 3، فإذا كان يزيد عن هذه القيمة فإن التوزيع بارز عن التوزيع الطبيعي، وإذا كان أقل فإن التوزيع مسطح مقارنة بالتوزيع الطبيعي. (Salameh وآخرون، 2011).

ويحسب اختبار جاركو - بيرا للتوزيع الطبيعي (جاركو وبيرا، 1987)

$$JB = n \left[\frac{s^2}{6} + \frac{(k-3)^2}{24} \right] \dots \dots (2)$$

حيث:

n: حجم العينة.

s: معامل الالتواء.

k: معامل القلطح.

حيث تكون الفرضيات كما يلي: (Basu و Gupta، 2007)

سلسلة العوائد تتبع التوزيع الطبيعي ($K = 3, S = 0$) $H_0: JB = 0$

سلسلة لا تتبع التوزيع الطبيعي $H_1: JB \neq 0$

2-1-2-1-4 اختبار الارتباط المتسلسل (Serial Auto – Correlation Test):

يستخدم اختبار الارتباط المتسلسل لمعرفة مدى استقلالية عوائد الأسهم مع بعضها البعض، ولمعرفة فيما إذا كانت عوائد الأسهم مرتبطة ذاتياً أم لا، أي مدى ارتباط تغيرات أسعار الأسهم في فترات معينة بالتغيرات في الأسعار في فترات سابقة، إذا لم يكن هناك ارتباط متسلسل هذا يعني ضمناً أن التغيرات المتتالية في العوائد غير مرتبطة مع بعضها البعض، أي أن المستثمرين في السوق المالي من غير الممكن أن يكتسبوا خبرة عن تغيرات الأسعار المستقبلية من خلال دراسة تغيرات سابقة، أما إذا كان الارتباط المتسلسل ذا دلالة إحصائية في السلسلة (توقيت للسوق)، فإن الأسعار تكون موجبة إذا كانت الأسعار السابقة موجبة، وسالبة إذا كانت الأسعار السابقة سالبة (Sepate و Ansari، 2011)، وبالطبع فإن في الأسواق الكفوة التي تتحرك فيها الأسعار عشوائياً، يجب أن تكون سلسلة العوائد غير مرتبطة ذاتياً (الكفاءة على المستوى الضعيف)، ويتم حساب معامل الارتباط المتسلسل على النحو التالي: (Gimba، 2012)

$$P_k = \frac{\sum_{t=1}^{n-k} (R_t - \bar{R})(R_{t-k} - \bar{R})}{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2} \dots \dots (3)$$

حيث:

P_k : معامل الارتباط المتسلسل.

K : فترات الإبطاء.

N : عدد المشاهدات.

R_t : عائد السهم في الفترة t .

R_{t+k} : عائد السهم في الفترة $t+k$.

ويمكن الاختبار وفق الفرضيات التالية:

$H_0: \rho_k = 0$ جميع معاملات الارتباط المتسلسل = الصفر

$H_1: \rho_k \neq 0$ جميع معاملات الارتباط المتسلسل $\neq$ الصفر

حيث تستخدم الفرضيات السابقة اختبار Ljung-Box Q، تعطى بالمعادلة التالية:

$$Q_{LB} = N(N + 2) \sum_{j=1}^k \frac{p_j^2}{N-j} \dots \dots (4)$$

4-2-1-2 المرحلة الثانية تكوين المحفظة.

لقد اعتمدنا في هذه الدراسة على تشكيل محفظة مالية من المصارف السابقة الذكر، وحساب مؤشر المحفظة وفق أسلوب التثقيف بالقيمة السوقية، *value-weighted* للمصارف الداخلة في احتساب لمعادلة، حيث أعطي لكل مصرف وزناً بقدر ما تشكل قيمته السوقية من قيمة المحفظة الكلية بشكل متغير.

ولا احتساب المؤشر المرجح وفق القيمة السوقية باستخدام المعادلة التالية:

$$Value-weighted = \sum \frac{P_i \times Q}{P_0 \times Q} \dots \dots (6)$$

P_i : متوسط سعر السهم السوقي في اللحظة i .

P_0 : سعر الأساس للسهم (محدد من قبل السوق المالي).

Q : عدد أسهم المصرف المحسوب.

ويعد الأسلوب السابق في تكوين المحفظة مماثل لطريقة احتساب عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية DWX، مما يتيح لنا فرصة أفضل للمقارنة بين سلسلة عوائد المحفظة وبين سلسلة عوائد المؤشر.

4-1-2-3 تحليل النموذج (نموذج السوق Market Model MM):

طور هذا النموذج من قبل (Fama, Fisher, Jensen, Roll, 1969)، ويفترض هذا النموذج وجود علاقة خطية بين العائد على السهم أو الأصل المالي وعائد السوق. يعمل النموذج على عزل وتحديد مكونات العائد على السهم، ليحدد العوائد المميزة وغير العادية فيه، ومن المهم معرفة أن نموذج السوق MM لا يعتمد على أية افتراضات لسلوك الاستثمار.

يحسب النموذج رياضياً من العلاقة:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \dots \dots (7)$$

حيث:

$E(R_{it})$: العائد المتوقع على الأصل المالي i في الفترة الزمنية t .

R_{mt} : عائد السوق المالي في الفترة الزمنية t .

$\hat{\alpha}_i$: العائد غير العادي Abnormal Return (الزيادة غير المفسرة في العائد عن الخطر).

$\hat{\beta}_i$: معامل بيتا.

ويعد معامل بيتا $\hat{\beta}_i$ من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطر المنتظمة للأسهم او للمحفظة، حيث يقيس هذا المعامل المخاطر المنتظمة المتعلقة بأسهم شركة معينة بالنسبة إلى مخاطر السوق (مخاطر السهم بالنسبة لمخاطر السوق). ويحسب رياضياً بالشكل¹:

$$\hat{\beta}_i = \frac{Cov(R_{it}, R_{mt})}{Var(R_{mt})} \dots \dots (8)$$

حيث:

$Cov(R_{it}, R_{mt})$: هو التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل عائد السوق.

$Var(R_{mt})$: التباين في عائد السوق.

إحدى سلبيات هذا النموذج أنه لا يتعامل مع حالة التداول الضيق Thin Trading، أي في حالة هناك سهم لا يتم التداول عليه بشكل يومي أو في كل جلسة تداول، لأنه في هذه الحالة عائد السهم سيصبح صفراً وبالتالي فإن قيمة التباين المشترك بين معدل العائد على السهم ومعدل عائد السوق ستتناقص مما يؤدي إلى قيمة غير دقيقة في معامل بيتا في بعض الأحيان.

وحل هذه المشكلة اقترح (Dimson, 1985) طريقة Scholes-Williams وتم تعديل النموذج ليصبح بالطريقة التالية:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_{sw} + \hat{\beta}_{sw} R_{mt} \dots \dots (9)$$

¹ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، دمشق، 2011، ص. 136.

حيث يتم حساب بيتا بالطريقة:

$$\hat{\beta}_{sw} = \frac{\beta^{t-1} + \beta^t + \beta^{t+1}}{1 + 2P_m} \dots \dots (10)$$

P_m : معامل الارتباط بين عائد السوق و عائد المحفظة.

$$\Delta\beta = \frac{\hat{\beta}_{sw} - \hat{\beta}_{slnt}}{\hat{\beta}_{slnt}}$$

ومن المعادلة يظهر انه يتم حساب بيتا العادي بالإضافة إلى بيتا لليوم السابق وبيتا لليوم القام.²

ووفق هذا النموذج المطور فإن العائد غير العادي $\hat{\alpha}_{sw}$ يمكن حسابه من خلال وسطي العائد على السهم مطروحاً من وسطي العائد على السوق وفق الصيغة الرياضية:

$$\hat{\alpha}_{sw} = \frac{1}{t-2} \left[\sum_{j=2}^t R_{ij} - \beta_{sw} \sum_{j=2}^t R_{mt} \right] \dots \dots (11)$$

ويكون العائد غير العادي

$$AR = R_i - E(R_i) \dots \dots (12)$$

² Stefan Palan, The Efficient Market Hypothesis and its Validity in Today's Markets, Master thesis, Karl-Franzens University, Graz, 2004, P.14.

1-3-2-1-4 نموذج السوق المعدل (MAR) Market Adjusted Model.

هذا النموذج يعد حالة خاصة من نموذج السوق السابق، ويعتمد هذا النموذج بشكل كبير على المتوسطات، ويفترض أن جميع الأسهم تقدم نفس العائد المتوقع، وبالتالي فإن العائد المتوقع لأي أصل مالي i سيساوي العائد المتوقع للسوق في الفترة الزمنية t .

بناءً على ذلك فإن العائد غير العادي Abnormal Return يحدد بالفرق بين عائد

السهم والعائد المتوقع للسوق، ووفق MAR فإن كل من المعاملات $\hat{\alpha} = 1$ و $\hat{\beta} = 0$ وبالتالي تصبح الصيغة:

$$E(R_{it}) = R_{mt} \dots \dots (12)$$

أن نستخدم نموذج MAR شائع جداً في كثير من الدراسات كدراسة (Line and Howe, 1990) ودراسة (Brown and Warner, 1985).

ويكون العائد غير العادي وفق النموذج

$$AR = R_{it} - E(R_{it}) \dots \dots (13)$$

2-3-2-1-4 مجمع العائد غير العادي Cumulative Abnormal Return (CAR)³

تستخدم الصيغة التجميعية CAR لجمع جميع العوائد غير العادية المحسوبة من قبل نموذجي MM و MAR لكل فترة زمنية، أي يستخدم لحساب العوائد غير العادية الناتجة عن أحداث تؤثر في فترة زمنية قصيرة المدى (Small Event Window)

³ Analysis of this takeover in light of literature on mergers and acquisitions and the effect of share prices of both companies on Shareholder wealth, P. 13.

وكما هو معروف فإن العائد غير العادي هو الفرق بين العائد الحقيقي والعائد المتوقع وفق الصيغة:

وبالتالي تحسب صيغة CAR وفق الصيغة:

$$CAR_t = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T AR_t \dots (15)$$

تظهر أهمية نموذج CAR لتجميع الأرباح غير العادية، أنه يمكن الباحث بسهولة من اكتشاف أثر الحدث في الفترات الفرعية للحدث وكذلك أثر الحدث في نافذة الحدث كاملة، أما مساوئ هذا النموذج فتختصر على أنه إذا كان العائد في الفترة المحسوبة صغيراً، فإن النموذج لا يحسب بدقة قيمة العائد غير العادي.⁴

ويجدر الإشارة إلى أن هناك نماذج أخرى تستخدم في قياس العوائد غير العادية الكلية، مثل نموذج $BHARs$ (Buy and Hold Abnormal returns) لحساب هذه العوائد في دراسات الحدث طويلة الأمد، ونموذج CTR (Calendar Time returns) الذي يعنى بحساب العوائد غير العادية الكلية على مدى شهر كامل ويستخدم أيضاً في الدراسات التي تعنى بالتأثير على المدى الطويل.

^{4,2} Jhon Knif, James Kolari, Seppo Pynnonen, A Robust Test of Abnormal Returns in Long-Horizon Event Studies, A&M University, Texas, USA, 2010, P.10.

المبحث الثاني التحليل الإحصائي.

يستعرض هذا المبحث النتائج الإحصائية لأثر القرارات على عائد سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك لاختبار فرضيات الدراسة

1-2-4 مقاييس التفلطح والتشتت:

يبين الجدول (1-4) بعض مقاييس النزعة المركزية كالوسط الحسابي والوسيط، والانحراف المعياري لمعرفة تشتت البيانات، والالتواء والتفلطح لمعرفة شكل توزيع البيانات، إضافة إلى أعلى وأدنى قيمة وعدد المشاهدات.

الجدول (1-4) مقاييس النزعة المركزية والتشتت لسلاسل عوائد البنوك المشكلة للمحفظة.								
اسم البنك	عدد المشاهدات	المتوسط الحسابي	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	الالتواء	التفلطح	Jarque-Bera
ARABS	617	-0.044821227	4.871429	-3.04592	1.395136	0.947436	3.613502	0.00
BASY	617	-0.027492501	4.866351	-6.76593	1.140692	1.325229	10.01076	0.00
BBS	617	-0.119915738	4.865051	-17.5237	1.091248	-5.94341	109.8343	0.00
BBSF	617	0.007139977	4.879016	-21.5555	1.690763	-2.6075	43.93091	0.00
BOJS	617	-0.155900569	4.879016	-3.03807	1.267267	1.110661	5.397105	0.00
BSO	617	-0.049168482	4.859018	-13.2972	1.329549	-1.08829	18.3949	0.00
IBTF	617	-0.098369861	4.79886	-5.18091	1.617561	0.793356	1.552482	0.00
SGB	617	-0.077957365	4.879016	-3.04326	1.458625	1.06925	3.01689	0.00
SIIB	617	-0.172467508	4.831858	-22.2781	2.008128	-1.62613	23.51373	0.00
FSBS	617	0.011981531	13.93648	-6.81973	1.374957	2.549968	20.35405	0.00
SHRQ	617	0.042903489	13.97619	-3.03733	1.019762	5.309861	63.50348	0.00
QNBS	617	-0.04958388	4.879016	-3.03053	1.775185	1.004196	0.879655	0.00
DWX	617	-0.050531222	3.795819	-2.12589	0.810901	1.094859	3.884511	0.00

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج E-views.

يظهر الجدول (1-4) عدد المشاهدات لكل سلسلة من سلاسل عائد البنوك المشكلة للمحفظة، ويظهر الجدول أن متوسط للعوائد بين البنوك المدروسة كانت عوائد سالبة في بعض البنوك المدروسة وموجبة في بعضها الآخر وأن أقل متوسط حسابي للعوائد كن

لبنك (SIIB) في حين أن أعلى متوسط للعوائد كن لبنك (SHRQ)، كما يظهر الجدول السابق الانحراف المعياري لعوائد الأسهم حيث نلاحظ أن أقل انحراف معياري كان لبنك (SHRQ) بمعنى ان سهمه كان الأقل مخاطرة كانت لدى هذا البنك، الا ان المخاطرة الكلية لعائد أي من البنوك المدروسة أعلى من مخاطرة السوق كما هو متوقع.

يظهر الجدول (1-4) أيضاً التواء وتقلطح العوائد، بالنسبة للالتواء فإن توزع العوائد بالنسبة لبعض البنوك المدروسة يميل نحو اليمين حيث تملك قيمة سالبة للالتواء، حيث أن عوائد بنك (BBS) كانت الأكثر انحرافاً نحو اليمين على منحنى التوزيع الطبيعي.

بينما تنحرف العوائد الخاصة ببعض البنوك إلى اليسار حيث تملك قيمة موجبة للالتواء وعوائد مصرف (SHRQ) هي الأكثر التواء نحو اليسار.

أما بالنسبة لتوزع عوائد السوق فإنها تنحرف نحو اليسار على منحنى التوزيع الطبيعي حيث تملك قيمة موجبة للالتواء.

أما قيم التقلطح فتشير إلى أن منحنى التوزيع لعوائد البنوك المدروسة بارز حيث إن جميع القيم كانت أكبر من 3. ماعدا بنكي (IBTF و QNBS).

يظهر في الجدول أيضاً قيم الوسيط التي تفصل سلاسل العوائد إلى 50% أكبر من قيمة الوسيط و 50% أدنى منه، كما يظهر الجدول السابق قيمة *P-Value* لاختبار جاركو – بيررا على سلسلة عوائد البنوك المدروسة ومؤشر السوق وهي أقل من 0.05 عند مستوى دلالة 5% بالتالي نرفض فرضية العدم التي بموجبها تكون السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي، ونقبل الفرضية البديلة بعدم اتباع السلسلة للتوزيع الطبيعي، وهذا ما يظهر أيضاً في قيمة الالتواء والتقلطح.

2-2-4 نتائج اختبار الارتباط المتسلسل (Serial Auto-Correlation) :Test

لاختبار الارتباط المتسلسل تم استخدام سلسلة العوائد اليومية لمؤشر سوق دمشق، وذلك لدراسة الكفاءة على المستوى الضعيف في سوق دمشق عبر التحقق من الفرضيتين:

جميع معاملات الارتباط المتسلسل = الصفر $H_0: \rho_k = 0$

جميع معاملات الارتباط المتسلسل $\neq$ الصفر $H_1: \rho_k \neq 0$

عند حساب قيم Ljung-Box (Q) تم الاعتماد على 15 فترة أبطاء للعوائد اليومية لمؤشر السوق وذلك لسببين:

1- إنه وبحسب صالح وفريدة (2000) عند حالة عم الكفاءة الكاملة في السوق المالي تستغرق المعلومات لتنعكس على الأسعار في السوق 8 أيام على الأقل (بالطبع حسب السوق).

2- أكبر نافذة الحدث سيتم الاعتماد عليها في الدراسة هي 15 يوم قبل وبعد صدور القرار.

يبين الجدول (2-4) نتائج اختبار الارتباط المتسلسل لسلسلة عوائد سوق دمشق للأوراق المالية، حيث يظهر في الجدول قيم معاملات الارتباط المتسلسل (AC)، وقيم (Q-stat)، والاحتمالية (P-value) المرافقة لها:

لجدول (2-4) نتائج اختبار الارتباط المتسلسل			
Box-Ljung Statistic		AC	فترة إبطاء
P-VALUE	Q-STATE		
0.000	610.489	.992	1
0.000	1211.086	.983	2
0.000	1801.239	.974	3
0.000	2380.920	.965	4
0.000	2950.501	.955	5

0.000	3509.952	.946	6
0.000	4058.827	.936	7
0.000	4597.010	.926	8
0.000	5125.016	.917	9
0.000	5643.536	.908	10
0.000	6152.891	.899	11
0.000	6653.486	.890	12
0.000	7145.691	.882	13
0.000	7629.747	.874	14
0.000	8106.082	.866	15
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج E-views.			

يظهر الجدول (2-4) أن القيم الاحتمالية (P-value) لجميع معاملات الارتباط كانت تساوي الصفر، وهي معنوية عند مستوى دلالة 1%، لذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، التي تنص على أن هناك وجوداً للارتباط الذاتي في سلسلة عوائد سوق دمشق، أي أن العائد غير مستقل ذاتياً، بمعنى أن أسعار اليوم مرتبطة بأسعار الأيام السابقة بحسب درجة الارتباط الذاتي للسوق، ويدعم أيضاً أن سوق دمشق للأوراق المالية لا تتمتع بالكفاءة على المستوى الضعيف.

أما إذا درسنا معاملات الارتباط AC ومعاملات الارتباط الجزئي PAC، فإنه يمكن القول أن معاملات الارتباط لها دلالة إحصائية عندما تكون قيمتها خارج حدود المجل ($\frac{1}{\sqrt{t}} \times 1.96$) الذي يمثل حدود قيم Z حيث t هي عدد المشاهدات، ويبين الجدول (3-5) هذه الحدود لسوق دمشق.

لجدول (3-4) حدود قيم Z لمعاملات الارتباط	
عدد المشاهدات	617
قيمة $\frac{1}{\sqrt{t}} \times 1.96$	0.070
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج E-views.	

نلاحظ من الجدول السابق أن قيم (AC) معنوية عند كل فترات الإبطاء حيث كانت القيم تقع خارج المجال، مما يدل على وجود ارتباط متسلسل.

المبحث الثالث

اختبار الفرضيات.

1-3-4 باستخدام نموذج السوق MM.

1-1-3-4 حساب بيتا في الحالات الثلاث lag ، $Lead$ ، $Slnt$:

يبين الجدول 4-4 حساب معامل بيتا لقرارات المدروسة في الحالات الثلاث $Slnt$ و Lag و $Lead$ وفق المعادلة (8) وأسلوب تحليل التباين وكانت النتائج كما يلي:

الجدول (4-4) حساب بيتا في الحالات الثلاث.						
Beta						
747	818	795	938	5937	1131	القرار
-0.042	-0.222	-0.134	-0.118	0.055	-0.172	SLNT (B)
-0.205	-0.402	-0.145	-0.078	-0.257	-0.187	LEAD (B+1)
-0.203	-0.422	-0.171	-0.082	-0.248	-0.166	LAG (B-1)
المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.						

2-1-3-4 حساب بيتا الكلية، العائد غير المفسر (ألفا) ومعامل الارتباط:

بتطبيق المعادلات السابقة (9 – 10 – 11)، يبين الجدول (5-5) قيم كل من معامل الارتباط بين عائد السوق وعائد المحفظة، بيتا الكلية والعائد غير المفسر لكل قرار من القرارات المدروسة وكانت النتائج كما يلي:

الجدول (5-4) حساب معاملات النموذج MM.						
747	818	795	938	5937	1131	القرار
30	30	30	30	30	30	العينة N
-0.04200	-0.22200	-0.14300	-0.07506	0.55000	-0.07506	معامل الارتباط Pm
-0.57688	-1.22076	-0.59647	-2.15783	-0.48170	-0.62534	بيتا الكلية β_{sw}
-0.02987	-0.06240	-0.03086	-0.10975	-0.02506	-0.03232	العائد غير المفسر α_{sw}
المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.						

2-3-4 اختبار القرارات

1-2-3-4 القرار 1131:

الجدول (6-4) موجز القرار 1131	
رقم القرار	2011 \ 1131
القرار	قرار تعويم سعر الصرف
تاريخ الصدور	2012 \ 1 \ 16
الجهة المصدرة	رئاسة مجلس الوزراء

يبين الجدول (7-4) اختبار T-test عند كل يوم من المجالات المختارة (نوافذ الحدث).

الجدول (7-4) حسابات القرار 1131 واختبار T-Test للمجالات المدروسة										
N	AR-T-TEST	AAR	AR	Abnormal Return MAR	Expected Return	lead	lag	Rm	R(p)	t
-10	-0.09676	0.20430	-0.13422	-0.89487	-0.03877	-1.22475	-0.55181	0.64149	-0.25338	175
-9	-0.58922	-0.61303	-0.81733	-3.29741	-0.22098	3.17707	-0.25338	2.07265	-1.22475	176
-8	-0.06831	-0.70778	-0.09475	3.80763	0.60471	-2.24651	-1.22475	-0.63056	3.17707	177
-7	0.49236	-0.02481	0.68297	-2.61651	-0.41264	1.13587	3.17707	0.37000	-2.24651	178
-6	-0.04844	-0.09201	-0.06720	1.24549	0.22183	0.12974	-2.24651	-0.10961	1.13587	179
-5	0.94954	0.53156	0.62357	0.54555	0.03310	-0.29946	1.13587	-0.41582	0.12974	180
-4	0.40619	1.09499	0.56343	-0.05961	-0.04741	0.36143	0.12974	-0.23985	-0.29946	181
-3	0.40108	1.65134	0.55635	0.88748	0.07656	-0.32656	-0.29946	-0.52604	0.36143	182
-2	0.54222	2.26476	0.61342	0.02530	-0.05249	0.13118	0.36143	-0.35186	-0.32656	183
-1	0.65279	2.75412	0.48936	0.53614	0.03337	0.23253	-0.32656	-0.40496	0.13118	184
0	0.47968	3.41950	0.66538	0.86742	0.05238	-0.49014	0.13118	-0.63489	0.23253	185
1	0.46683	3.99770	0.57820	-0.24389	-0.08318	-0.13764	0.23253	-0.24625	-0.49014	186
2	0.99590	4.24171	0.24400	-0.19112	-0.01706	0.35652	-0.49014	0.05348	-0.13764	187
3	0.23428	4.56668	0.32497	0.55665	0.07564	-0.92305	-0.13764	-0.20013	0.35652	188
4	0.08321	4.68210	0.11542	-1.29042	-0.16438	1.08060	0.35652	0.36737	-0.92305	189
5	0.05678	4.76087	0.07877	1.33040	0.21146	-0.41501	-0.92305	-0.24980	1.08060	190
6	0.35881	5.25859	0.49772	-0.07941	-0.06908	0.05788	1.08060	-0.33560	-0.41501	191
7	0.21044	5.55050	0.29191	0.23896	0.01962	0.01715	-0.41501	-0.18109	0.05788	192

8	0.23918	5.88227	0.33177	0.10840	0.01198	-0.59874	0.05788	-0.09125	0.01715	193
9	0.05512	5.95873	0.07646	-0.89325	-0.10355	0.48307	0.01715	0.29451	-0.59874	194
10	-0.03150	5.91503	-0.04369	0.29536	0.09938	-0.23940	-0.59874	0.18771	0.48307	195
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.										

وبين الجدول (8-4) نتائج اختبار T-test عند نوافذ الحدث المدروسة، حيث يلاحظ أن قيم الاختبار اقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول (8-4) نتائج اختبار t للقرار رقم 1131.							
H0	t- Test	CAR (MM)	t- Test	CAR (MAR)	Time window	$\sqrt{N}$	N
True	-0.147307049	-0.523657209	0.180454714	0.993844011	(-2,+2)	2.236067977	5
True	-0.000539038	-0.0028422	0.362828646	2.963895598	(-5,+5)	3.31662479	11
True	0.255501152	1.347186618	0.693910433	5.668455625	(-10,+10)	4.582575695	21
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.							

2-2-3-4 القرار 5937:

الجدول (9-4) موجز القرار 5937	
5937 \ 2011	رقم القرار
تعديلات أسعار الفائدة الدائنة	القرار
2 \ 5 \ 2011	تاريخ الصدور
رئاسة مجلس الوزراء	الجهة المصدرة

يبين الجدول (10-4) اختبار T-test عند كل يوم من المجالات المختارة (نوافذ الحدث):

الجدول (10-4) حسابات القرار 5937 واختبار T-Test للمجالات المدروسة										
N	AR-T-TEST	AAR	AR	Abnormal Return MAR	Expected Return	lead	lag	Rm	R(p)	t
-10	1.53250	1.71286	3.23994	-2.36343	1.14534	3.05955	-0.09589	-0.06631	-2.42973	38

-9	-0.03793	1.63267	-0.08019	4.26737	-1.49883	0.04178	-2.42973	-1.20782	3.05955	39
-8	-0.20491	1.19946	-0.43320	1.86118	-0.04518	-0.47746	3.05955	-1.81940	0.04178	40
-7	-0.06859	1.05446	-0.14500	1.04654	0.20493	-0.21786	0.04178	-1.52400	-0.47746	41
-6	-0.30196	0.41607	-0.63839	0.86628	0.07989	-0.69694	-0.47746	-1.08414	-0.21786	42
-5	0.63778	1.76445	1.34837	-0.13789	0.31066	1.26343	-0.21786	-0.55906	-0.69694	43
-4	-0.34625	1.03241	-0.73204	2.25154	-0.63365	-0.70900	-0.69694	-0.98811	1.26343	44
-3	-0.23746	0.53037	-0.50204	1.12426	0.31647	-0.58764	1.26343	-1.83326	-0.70900	45
-2	-0.73207	-1.01733	-1.54771	1.38591	0.25801	-1.62663	-0.70900	-1.97355	-0.58764	46
-1	-0.01342	-1.04571	-0.02838	-1.04915	0.75849	-0.16453	-0.58764	-0.57748	-1.62663	47
0	0.44941	-0.09559	0.95012	-1.07133	0.05420	0.89450	-1.62663	0.90680	-0.16453	48
1	0.76324	1.51803	1.61362	-1.09674	-0.45594	1.61634	-0.16453	1.99124	0.89450	49
2	-0.39212	0.68902	-0.82901	-0.17511	-0.80364	-0.78654	0.89450	1.79144	1.61634	50
3	-0.49155	-0.35019	-1.03921	-2.38731	0.35381	-1.12909	1.61634	1.60077	-0.78654	51
4	0.84838	1.44342	1.79361	-3.65001	0.51882	1.68486	-0.78654	2.52092	-1.12909	52
5	-0.42709	0.54049	-0.90293	-0.54762	-0.83665	-0.85668	-1.12909	2.23249	1.68486	53
6	0.19045	0.94313	0.40264	-2.94396	0.38760	0.30890	1.68486	2.08728	-0.85668	54
7	0.92825	2.90560	1.96247	-1.17039	-0.17385	1.93293	-0.85668	1.47929	0.30890	55
8	-0.26500	2.34535	-0.56025	2.30968	-0.95615	-0.50034	0.30890	-0.37675	1.93293	56
9	0.34405	3.07274	0.72739	0.28492	0.21595	0.65327	1.93293	-0.78526	-0.50034	57
10	-0.65421	1.68964	-1.38310	2.62980	-0.33974	-1.39367	-0.50034	-1.97653	0.65327	58

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.

وبين الجدول (4-11) نتائج اختبار T-test عند نوافذ الحدث المدروسة، حيث يلاحظ أن قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية

جدول (4-11) نتائج اختبار t للقرار رقم 5937.							
H0	t- Test	CAR (MM)	t- Test	CAR (MAR)	Time window	$\sqrt{N}$	N
True	-0.368593126	-2.006421866	0.108649347	0.320914556	(-2,+2)	2.236067977	5
True	-0.66305188	-5.353451485	-0.01867545	-0.08181726	(-5,+5)	3.31662479	11

True	-0.419138959	-3.384109376	0.263082042	1.152563436	(-10,+10)	4.582575695	21
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.							

3-2-3-4 القرار 938:

الجدول (12-4) موجز القرار 938	
رقم القرار	938 \ 2013
القرار	تعديلات أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للقطاع العام
تاريخ الصدور	13 \ 1 \ 2013
الجهة المصدرة	رئاسة مجلس الوزراء

يبين الجدول (13-5) اختبار T-test عند كل يوم من المجالات المختارة (نوافذ الحدث):

الجدول (13-4) حسابات القرار 938 واختبار T-Test للمجالات المدروسة										
N	AR-T-TEST	AAR	AR	Abnormal Return MAR	Expected Return	lead	lag	Rm	R(p)	t
-10	8.69587	0.09795	18.38447	-18.43776	-0.85640	18.43298	0.30804	-0.34650	-18.78426	319
-9	-0.17993	-0.28245	-0.38040	18.82082	0.84354	-0.52628	-18.78426	-0.38785	18.43298	320
-8	0.29871	0.34907	0.63152	-0.52498	-0.02245	0.58466	18.43298	-0.00130	-0.52628	321
-7	-0.00063	0.34774	-0.00133	0.73633	0.02830	-0.05398	-0.52628	-0.15167	0.58466	322
-6	-0.08868	0.16026	-0.18749	0.10442	-0.00087	-0.23681	0.58466	-0.15840	-0.05398	323
-5	0.17625	0.53287	0.37261	-0.19782	-0.00922	0.32425	-0.05398	-0.03899	-0.23681	324
-4	-0.12448	0.26970	-0.26317	0.44521	0.01640	-0.31447	-0.23681	-0.12096	0.32425	325
-3	0.06451	0.40609	0.13639	-0.41463	-0.01277	0.08843	0.32425	0.10016	-0.31447	326
-2	-0.11078	0.17188	-0.23421	-0.18423	0.00563	-0.28427	-0.31447	0.27266	0.08843	327
-1	0.19943	0.59351	0.42163	-1.04894	-0.01139	0.37351	0.08843	0.76466	-0.28427	328
0	0.65000	1.96771	1.37420	-0.61750	0.01865	1.32265	-0.28427	0.99101	0.37351	329
1	-0.79205	0.29318	-1.67453	1.39020	0.06201	-1.73104	0.37351	-0.06755	1.32265	330
2	0.35301	1.03950	0.74632	-2.13691	-0.07747	0.70576	1.32265	0.40587	-1.73104	331
3	0.18468	1.42996	0.39045	0.42174	0.03383	0.33716	-1.73104	0.28402	0.70576	332
4	-0.33110	0.72995	-0.70001	0.69867	0.01699	-0.75137	0.70576	-0.36150	0.33716	333

5	0.01130	0.75384	0.02390	-0.50837	-0.03273	-0.02178	0.33716	-0.24300	-0.75137	334
6	0.20309	1.18322	0.42937	0.06360	0.00060	0.37989	-0.75137	-0.08538	-0.02178	335
7	0.05417	1.29773	0.11452	0.66076	0.01894	0.06293	-0.02178	-0.28087	0.37989	336
8	-0.37072	0.51396	-0.78377	0.63348	0.00447	-0.83370	0.37989	-0.57055	0.06293	337
9	0.28526	1.11705	0.60309	-0.75652	-0.03649	0.55784	0.06293	-0.07718	-0.83370	338
10	0.06390	1.25214	0.13509	0.74589	0.02707	0.08258	-0.83370	-0.18805	0.55784	339
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.										

وبين الجدول (4-14) نتائج اختبار T-test عند نوافذ الحدث المدروسة، حيث يلاحظ أن قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية

جدول (4-14) نتائج اختبار t للقرار رقم 938.							
H0	t- Test	CAR (MM)	t- Test	CAR (MAR)	Time window	$\sqrt{N}$	N
True	-0.02083733	-0.22814135	-0.48671308	-2.59737473	(-2,+2)	2.236067977	5
True	-0.010844797	-0.176114272	-0.27194711	-2.15257046	(-5,+5)	3.31662479	11
True	0.013568046	0.220338531	-0.06050954	-0.47895730	(-10,+10)	4.582575695	21
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.							

4-2-3-4 القرار 795:

الجدول (4-15) موجز القرار 795	
795 \ 2013	رقم القرار
تعديلات أسعار الفائدة الدائنة	القرار
14 \ 12 \ 2011	تاريخ الصدور
مجلس النقد والتسليف	الجهة المصدرة

يبين الجدول (4-16) اختبار T-test عند كل يوم من المجالات المختارة (نوافذ الحدث):

الجدول (16-4) حسابات القرار 795 واختبار T-Test للمجالات المدروسة										
N	AR-T-TEST	AAR	AR	Abnormal Return MAR	Expected Return	lead	lag	Rm	R(p)	t
-10	-0.10095	-0.57599	-0.21343	1.16827	0.02472	-0.26568	-0.47825	-0.66186	0.50641	160
-9	0.11585	-0.33105	0.24493	0.25953	-0.01054	0.19672	0.50641	-0.52520	-0.26568	161
-8	-0.00557	-0.34284	-0.01178	0.86299	0.01058	-0.06241	-0.26568	-0.66627	0.19672	162
-7	-0.11812	-0.59257	-0.24973	0.60951	-0.00126	-0.29901	0.19672	-0.67192	-0.06241	163
-6	-0.13165	-0.87090	-0.27833	0.04754	-0.01207	-0.32637	-0.06241	-0.34655	-0.29901	164
-5	0.35801	-0.11400	0.75690	-0.46371	-0.01332	0.70900	-0.29901	0.13734	-0.32637	165
-4	-0.23378	-0.60824	-0.49424	1.00524	0.03398	-0.54755	-0.32637	-0.29623	0.70900	166
-3	0.08756	-0.42312	0.18512	-0.50957	-0.02342	0.13838	0.70900	-0.03798	-0.54755	167
-2	-0.00124	-0.42574	-0.00262	0.17519	0.00791	-0.05295	-0.54755	-0.03681	0.13838	168
-1	-0.60944	-1.71419	-1.28845	-0.10756	-0.00083	-1.33777	0.13838	0.05461	-0.05295	169
0	0.24630	-1.19347	0.52072	-2.77661	-0.05951	0.47810	-0.05295	1.43884	-1.33777	170
1	0.97984	0.87807	2.07154	-1.13393	0.02343	2.01944	-1.33777	1.61203	0.47810	171
2	-0.38343	0.06744	-0.81063	2.30074	0.09383	-0.87078	0.47810	-0.28130	2.01944	172
3	-0.23970	-0.43932	-0.50676	-0.48791	-0.03818	-0.55181	2.01944	-0.38287	-0.87078	173
4	-0.09775	-0.64598	-0.20666	-0.67806	-0.02361	-0.25338	-0.87078	0.12624	-0.55181	174
5	-0.55647	-1.82245	-1.17647	-0.89487	-0.00998	-1.22475	-0.55181	0.64149	-0.25338	175
6	1.52319	1.39782	3.22027	-3.29741	-0.05435	3.17707	-0.25338	2.07265	-1.22475	176
7	-1.03129	-0.78249	-2.18031	3.80763	0.14671	-2.24651	-1.22475	-0.63056	3.17707	177
8	0.55518	0.39125	1.17374	-2.61651	-0.10102	1.13587	3.17707	0.37000	-2.24651	178
9	0.08763	0.57652	0.18527	1.24549	0.05347	0.12974	-2.24651	-0.10961	1.13587	179
10	-0.11786	0.32734	-0.24918	0.54555	0.00752	-0.29946	1.13587	-0.41582	0.12974	180
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.										

وبين الجدول (17-4) نتائج اختبار T-test عند نوافذ الحدث المدروسة، حيث يلاحظ أن قيم الاختبار اقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول (4-17) نتائج اختبار t للقرار رقم 795.							
H0	t- Test	CAR (MM)	t- Test	CAR (MAR)	Time window	$\sqrt{N}$	N
True	0.769458868	0.344112467	-0.28871292	-1.54217075	(-2,+2)	2.236067977	5
True	-0.115175447	-0.58598599	-0.45073153	-3.57104662	(-5,+5)	3.31662479	11
True	-0.203128734	-1.033471934	-0.52472731	-4.15729887	(-10,+10)	4.582575695	21
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.							

4-3-2 القرار 818:

الجدول (4-18) موجز القرار 818	
رقم القرار	818 \ 2012
القرار	تعديلات أسعار الفائدة على الودائع لأجل .
تاريخ الصدور	15 \ 2 \ 2012
الجهة المصدرة	مجلس النقد والتسليف

يبين الجدول (4-19) اختبار T-test عند كل يوم من المجالات المختارة (نوافذ الحدث):

الجدول (4-19) حسابات القرار 818 واختبار T-Test للمجالات المدروسة										
N	AR-T-TEST	AAR	AR	Abnormal Return MAR	Expected Return	lead	lag	Rm	R(p)	t
-10	0.19176	0.06230	0.40540	-0.19112	-0.00469	0.35652	-0.49014	0.05348	-0.13764	187
-9	-0.41226	-0.80929	-0.87159	0.55665	0.01788	-0.92305	-0.13764	-0.20013	0.35652	188
-8	0.53230	0.31609	1.12538	-1.29042	-0.04057	1.08060	0.35652	0.36737	-0.92305	189
-7	-0.17017	-0.04367	-0.35976	1.33040	0.05095	-0.41501	-0.92305	-0.24980	1.08060	190
-6	0.04981	0.06164	0.10531	-0.07941	-0.01736	0.05788	1.08060	-0.33560	-0.41501	191
-5	0.03172	0.12869	0.06705	0.23896	0.00424	0.01715	-0.41501	-0.18109	0.05788	192
-4	-0.25970	-0.42035	-0.54904	0.10840	0.00238	-0.59874	0.05788	-0.09125	0.01715	193
-3	0.25048	0.10919	0.52955	-0.89325	-0.02576	0.48307	0.01715	0.29451	-0.59874	194
-2	-0.08858	-0.07808	-0.18727	0.29536	0.02366	-0.23940	-0.59874	0.18771	0.48307	195
-1	0.17729	0.29674	0.37482	-0.61608	-0.00934	0.32646	0.48307	0.37668	-0.23940	196
0	0.05207	0.40682	0.11008	0.20933	0.01650	0.05877	-0.23940	0.11713	0.32646	197

1	-0.08441	0.22835	-0.17847	0.11094	0.00428	-0.22837	0.32646	-0.05217	0.05877	198
2	0.45259	1.18519	0.95684	-0.35007	-0.00884	0.90843	0.05877	0.12169	-0.22837	199
3	-0.57472	-0.02986	-1.21505	1.60697	0.04309	-1.26939	-0.22837	-0.69854	0.90843	200
4	-0.15326	-0.35387	-0.32401	-0.56241	-0.05639	-0.36698	0.90843	-0.70698	-1.26939	201
5	0.45097	0.59955	0.95342	-0.07289	-0.01517	0.90573	-1.26939	-0.29409	-0.36698	202
6	0.08434	0.77786	0.17831	0.95404	0.04296	0.12398	-0.36698	-0.04831	0.90573	203
7	-0.62489	-0.54325	-1.32111	0.41790	0.00725	-1.37136	0.90573	-0.29392	0.12398	204
8	0.14066	-0.24587	0.29737	-1.67706	-0.06105	0.25494	0.12398	0.30571	-1.37136	205
9	0.30661	0.40234	0.64822	0.02303	0.01324	0.59728	-1.37136	0.23190	0.25494	206
10	-0.37266	-0.38552	-0.78786	0.92705	0.02887	-0.84059	0.25494	-0.32977	0.59728	207
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.										

وبين الجدول (4-20) نتائج اختبار T-test عند نوافذ الحدث المدروسة، حيث يلاحظ أن قيم الاختبار اقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

جدول (4-20) نتائج اختبار للقرار رقم 818.							
H0	t- Test	CAR (MM)	t- Test	CAR (MAR)	Time window	$\sqrt{N}$	N
True	0.059122549	0.374280529	-0.06551261	-0.35050863	(-2,+2)	2.236067977	5
True	-0.088368401	-0.829759858	0.009485715	0.075275766	(-5,+5)	3.31662479	11
True	-0.150275647	-1.411055285	-0.15027564	-0.26926803	(-10,+10)	4.582575695	21
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.							

4-3-2 القرار 747:

الجدول (4-21) موجز القرار 747	
747 \ 2013	رقم القرار
تعديلات أسعار الفائدة على الودائع لأجل .	القرار
18 \ 7 \ 2012	تاريخ الصدور
مجلس النقد والتسليف	الجهة المصدرة

يبين الجدول (22-4) اختبار T-test عند كل يوم من المجالات المختارة (نوافذ الحدث):

الجدول (22-4) حسابات القرار 747 واختبار T-Test للمجالات المدروسة										
N	AR-T-TEST	AAR	AR	Abnormal Return MAR	Expected Return	lead	lag	Rm	R(p)	t
-10	-2.38234	-3.18037	-5.03665	2.454145	-1.33594	-4.9333	-0.17989	-0.19014	2.264004	93
-9	1.345404	-0.33597	2.844399	-5.14037	2.816079	2.472958	2.264004	0.207067	-4.9333	94
-8	0.839859	1.439626	1.775597	2.103189	-1.45648	1.892726	-4.9333	0.369769	2.472958	95
-7	-0.95207	-0.57321	-2.01283	2.564769	-1.12175	-1.93398	2.472958	-0.67204	1.892726	96
-6	1.280612	2.134211	2.707418	-2.06593	1.085817	2.533834	1.892726	0.131945	-1.93398	97
-5	-1.33805	-0.69464	-2.82885	3.960492	-1.4916	-2.70771	-1.93398	-1.42666	2.533834	98
-4	0.404383	0.160287	0.854931	-1.69854	1.532169	0.630307	2.533834	-1.00917	-2.70771	99
-3	0.518314	1.256087	1.095799	0.976398	-0.39348	1.091374	-2.70771	-0.34609	0.630307	100
-2	-5.08524	-9.49492	-10.751	2.200522	-0.65946	-10.725	0.630307	-1.10915	1.091374	101
-1	5.203871	1.506896	11.00182	-9.88427	6.157229	10.24831	1.091374	-0.84075	-10.725	102
0	-0.22605	1.028989	-0.47791	11.22574	-5.94196	0.152139	-10.725	-0.97743	10.24831	103
1	-1.42114	-1.97554	-3.00452	1.364044	-0.11763	-3.04049	10.24831	-1.21191	0.152139	104
2	2.241455	2.763259	4.738796	-4.97077	1.724147	4.492218	0.152139	1.930278	-3.04049	105
3	-2.3336	-2.17034	-4.9336	3.20165	-2.62136	-4.68326	-3.04049	1.290569	4.492218	106
4	1.656834	1.332475	3.502812	-5.22034	2.671835	3.147867	4.492218	0.537072	-4.68326	107
5	-0.17836	0.955389	-0.37709	3.452601	-1.84582	-0.21544	-4.68326	-0.30473	3.147867	108
6	0.128355	1.226753	0.271364	0.208646	0.094415	0.211147	3.147867	-0.42408	-0.21544	109
7	-0.01344	1.198333	-0.02842	0.939395	-0.15167	-0.0605	-0.21544	-0.72825	0.211147	110
8	0.13103	1.475351	0.277018	0.761568	0.005032	0.227022	0.211147	-0.82206	-0.0605	111
9	-0.54479	0.32358	-1.15177	1.354175	-0.16083	-1.1828	-0.0605	-1.12715	0.227022	112
10	0.096353	0.527285	0.203705	-1.16771	0.652472	0.079675	0.227022	-0.01509	-1.1828	113
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.										

ويبين الجدول (23-4) نتائج اختبار T-test عند نوافذ الحدث المدروسة، حيث يلاحظ أن قيم الاختبار اقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (23-4) نتائج اختبار t للقرار رقم 747.							
H0	t- Test	CAR (MM)	t- Test	CAR (MAR)	Time window	$\sqrt{N}$	N
True	-1.026723097	-3.436002689	-0.01211100	-0.06473099	(-2,+2)	2.236067977	5
True	0.428203539	2.125503165	0.58119973	4.607537898	(-5,+5)	3.31662479	11
True	1.216225857	6.037063385	1.150302983	9.119179366	(-10,+10)	4.582575695	21
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.							

2-3-4 اختبار الفرضيات باستخدام أسلوب اختبار المتوسطات.

لما كانت سلسلة عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، لا تتبع التوزيع الطبيعي كما وجدنا في اختبار التوزيع الطبيعي، سيتم اختبار أثر القرارات وفق أسلوب اختبار المتوسطات للتأكد من النتائج التي حصلنا عليها وفق نموذج السوق.

يجرى اختبار المتوسطات والانحرافات القياسية لعينتين لمعرفة إذا ما كان هناك فرقاً معنوياً بينهما، وفي دراستنا سيجري الاختبار على العينة الأولى X_1 وهي قبل صدور القرار و X_2 العينة الثانية بعد صدور القرار، وضمن مجالات مختلفة هي (يومين - 5 أيام - 10 أيام - 15 يوم) قبل وبعد صدور القرار.

يعطي اختبار t للمتوسطات وفق العلاقة التالية:

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{\sqrt{\frac{S_1^2}{n_1} + \frac{S_2^2}{n_2}}} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

$\bar{X}_1$ المتوسط الحسابي للعينة الأولى (قبل صدور القرار).

$\bar{X}_2$ المتوسط الحسابي للعينة الثانية (بعد صدور القرار).

S_1 الانحراف المعياري للعينة الأولى (قبل صدور القرار).

S_2 الانحراف المعياري للعينة الثانية (بعد صدور القرار).

n حجم العينة.

4-3-2-1 القرار 1131.

يبين الجدول (4-24) قيم معاملات الاختبار (وفق العلاقة رقم 1) ونتائج الاختبار، حيث يظهر قيم اختبار t عند كل نافذة حدث مدروسة ويلاحظ ان جميع قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (4-24) نتائج اختبار t للقرار رقم 1131.				
(+2,-2)	(+5,-5)	(+10,-10)	(+15,-15)	المعاملات
2	5	10	15	حجم العينة n_1, n_2
-0.31389	-0.02274	-0.05694	0.02145	المتوسط الحسابي قبل القرار X_1
-0.09769	-0.00073	0.05846	0.01710	المتوسط الحسابي بعد القرار X_2
0.300411717	0.300411717	1.426798929	1.349819673	الانحراف المعياري قبل القرار S_1
0.775147549	0.775147549	0.590790618	0.548639534	الانحراف المعياري بعد القرار S_2
-0.748449504	-0.059206166	-0.236310762	0.011569801	قيمة اختبار t
TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	الفرضية H_0

(المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel).

4-3-2-2 القرار 5937.

يبين الجدول (5-25) قيم معاملات الاختبار (وفق العلاقة رقم 1) ونتائج الاختبار، حيث يظهر قيم اختبار t عند كل نافذة حدث مدروسة ويلاحظ ان جميع قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (25-4) نتائج اختبار t للقرار رقم 5937.				
(+2,-2)	(+5,-5)	(+10,-10)	(+15,-15)	المعاملات
2	5	10	15	حجم العينة $n1, n2$
-1.10714	0.45602	0.38182	-0.12054	المتوسط الحسابي قبل القرار $X1$
1.25542	-0.47136	-0.23805	0.10032	المتوسط الحسابي بعد القرار $X2$
1.056531392	1.056531392	1.511102507	1.433824205	الانحراف المعياري قبل القرار $S1$
1.33277602	1.33277602	1.15131469	1.250556152	الانحراف المعياري بعد القرار $S2$
-3.734894675	1.219268248	1.031829636	-0.449605607	قيمة اختبار t
TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	الفرضية $H0$
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.				

3-2-3-4 القرار 938.

يبين الجدول (26-5) قيم معاملات الاختبار (وفق العلاقة رقم 1) ونتائج الاختبار، حيث يظهر قيم اختبار t عند كل نافذة حدث مدروسة ويلاحظ ان جميع قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (26-4) نتائج اختبار t للقرار رقم 938.				
(+2,-2)	(+5,-5)	(+10,-10)	(+15,-15)	المعاملات
2	5	10	15	حجم العينة $n1, n2$
-0.09792	-0.02337	0.00283	0.02293	المتوسط الحسابي قبل القرار $X1$
-0.20419	-0.08457	-0.07697	0.01760	المتوسط الحسابي بعد القرار $X2$
0.279719	0.279719	8.778346	7.043692	الانحراف المعياري قبل القرار $S1$
1.216502	1.216502	0.886763	0.893274	الانحراف المعياري بعد القرار $S2$
0.069091	0.109643	0.028604	0.002911	قيمة اختبار t
TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	الفرضية $H0$

4-2-3-4 القرار 795.

يبين الجدول (27-45) قيم معاملات الاختبار (وفق العلاقة رقم 1) ونتائج الاختبار، حيث يظهر قيم اختبار t عند كل نافذة حدث مدروسة ويلاحظ ان جميع قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (27-4) نتائج اختبار t للقرار رقم 795.				
(+2,-2)	(+5,-5)	(+10,-10)	(+15,-15)	المعاملات
2	5	10	15	حجم العينة $n1, n2$
0.04272	0.16431	0.17930	0.05709	المتوسط الحسابي قبل القرار X1
1.24877	-0.01590	-0.00035	0.12614	المتوسط الحسابي بعد القرار X2
0.482104	0.482104	0.392993	0.644608	الانحراف المعياري قبل القرار S1
1.150943	1.150943	1.600688	1.296722	الانحراف المعياري بعد القرار S2
-1.55303	0.322929	0.344665	-0.18468	قيمة اختبار t
TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	الفرضية $H0$

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.

4-2-3-5 القرار 818.

يبين الجدول (28-5) قيم معاملات الاختبار (وفق العلاقة رقم 1) ونتائج الاختبار، حيث يظهر قيم اختبار t عند كل نافذة حدث مدروسة ويلاحظ ان جميع قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (28-4) نتائج اختبار t للقرار رقم 818.				
(+2,-2)	(+5,-5)	(+10,-10)	(+15,-15)	المعاملات
2	5	10	15	حجم العينة $n1, n2$
-0.08480	-0.17951	-0.03870	-0.02735	المتوسط الحسابي قبل القرار X1
0.12184	-0.05601	-0.03186	-0.11612	المتوسط الحسابي بعد القرار X2

0.399096737	0.399096737	0.575484068	0.50202198	الانحراف المعياري قبل القرار S1
0.78513822	0.78513822	0.799304632	0.777615783	الانحراف المعياري بعد القرار S2
0.531594333	-0.31355459	-0.021949774	0.371461626	قيمة اختبار t
TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	الفرضية H0
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.				

5-2-3-4 القرار 747.

يبين الجدول (4-29) قيم معاملات الاختبار (وفق العلاقة رقم 1) ونتائج الاختبار، حيث يظهر قيم اختبار t عند كل نافذة حدث مدروسة ويلاحظ ان جميع قيم الاختبار أقل من 1.96 حيث نقبل فرضية العدم التي تقول بعدم وجود تأثير ذي دلالة إحصائية للقرار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

جدول (4-29) نتائج اختبار t للقرار رقم 747.				
(+2,-2)	(+5,-5)	(+10,-10)	(+15,-15)	المعاملات
2	5	10	15	حجم العينة n1, n2
-1.44418	0.01369	-0.09521	-0.68486	المتوسط الحسابي قبل القرار X1
-4.81682	-1.83544	-0.94148	0.01848	المتوسط الحسابي بعد القرار X2
5.327339	5.327339	4.274003533	3.464255084	الانحراف المعياري قبل القرار S1
3.91436	3.91436	2.640377843	2.151262043	الانحراف المعياري بعد القرار S2
-0.55108	0.62546	0.532691966	-0.668005698	قيمة اختبار t
TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	الفرضية H0
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Excel.				

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

أولاً – النتائج

بعد تحليل بيانات السلاسل الزمنية لعوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية تبين ما يلي:

1- فيما يتعلق باختبار التوزيع الطبيعي Normality Test:

أظهرت نتائج اختبار التوزيع الطبيعي Normality Test باستخدام أسلوب جاكو – بيررا أن سلسلة عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، لا تتبع التوزيع الطبيعي.

2- فيما يتعلق باختبار الارتباط المتسلسل (Serial Auto – Correlation Test):

يوجد ارتباط متسلسل في سلسلة عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة المدروسة، مما يعني أن الأسعار غير مستقلة ذاتياً، وأسعار أسهم كل يوم ترتبط بالأسعار التاريخية بحسب درجة الارتباط الذاتي، مما يجعل التنبؤ بالأسعار المستقبلية عبر تحليل الأسعار التاريخية ممكناً، مما يؤكد عدم كفاءة السوق على المستوى الضعيف للكفاءة تتوافق، تتوافق النتائج مع نتائج الدراسة السابقة لـ ((Al-Ahmad, 2012) ونتائج دراسة (موصلي والسمان، 2011) بالنسبة لسوق دمشق للأوراق المالية.

3- فيما يتعلق باختبار فرضيات الدراسة:

تتكون الدراسة من فرضية أساسية ينبثق عنها فرضيتين فرعيتين، حيث تنص الفرضية الرئيسية، على أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات الاقتصادية وعوائد الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الأزمة.

أ – بالنسبة لاختبار الفرضية الفرعية الأولى:

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية، بين قرار سعر الصرف والعائد على الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

تم اختبار الفرضية عن طريق دراسة تأثير القرار 1131 لعام 2012، الصادر عن رئاسة مجلس الوزراء، حيث سمح بالقرار للمصارف المرخصة، بالتعامل بالقطع الأجنبي بيعاً وشراءً بدون العودة إلى نشرة الأسعار مصرف سورية المركزي، مع مراعاة الأسعار السائدة في السوق المحلي والأسواق العالمية.

تم اختبار أثر القرار خلال 3 مجالات هي يومان قبل وبعد يوم صدور القرار، 5 أيام قبل وبعد صدور القرار، 10 أيام قبل وبعد صدور القرار، حيث مكنت دراسة نافذة الحدث خلال المجالات الثلاث السابقة، من تتبع أثر القرار على السوق المالي، إن وجد وقد بين اختبار T-test على نموذج السوق (MM) Market Model، وباستخدام اختبار المتوسطات، عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العوائد اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2011\12\14 وحتى 2012\1\31، حيث أظهرت قيم اختبار $t > 1.96$ عند مستوى دلالة 5% للمجالات الثلاث، لذلك تم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرار 1131 على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، تتوافق هذه النتائج مع نتائج الدراسة السابقة لـ (Rasheed و Mohammed، 2001) التي تقضي بعدم وجود علاقة بين قرارات تغيرات أسعار الصرف و أسعار الأسهم في الأسواق النامية (الباكستان، الهند، بنغلادش و وسيرلانكا)

في المدى القصير، ودراسة (Subiar و Saliha, 2005) التي أقرت بوجود علاقة قوية وتبادلية بين التغيرات في قرارات سعر الصرف وأسعار الأسهم في سوق نيجيريا في المدى الطويل وعدم وجود علاقة في المدى القصير.

ب- بالنسبة لاختبار الفرضية الفرعية الثانية

لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات تغيرات سعر الفائدة والعائد على الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

تم دراسة تأثير القرارات عن طريق دراسة الأثر لخمس قرارات تتعلق بتغير سعر الفائدة كما يلي:

أ. القرار 5937:

القرار صادر رئاسة مجلس الوزراء، في 2\5\2011، والقاضي بتعديل نسب الفوائد الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار، وتعديل أسعار الفائدة الدائنة السنوية التي تدفعها المصارف العاملة والمسموح لها قبول ايداعات بالعملات الأجنبية، وتحديد أسعار الفائدة على شهادات الإيداع.

إن الأثر القياسي والأكثر احتمالاً لزيادة أسعار الفائدة على الودائع، هو ما يعرف بهجرة السيولة من السوق المالي إلى الودائع، كون الودائع تمثل استثمارات مالية مقبولة المخاطر من الجميع لأنها ترتبط بقطاع المصارف المضمون من قبل الدول عادة لمنع حدوث أي تقلبات في الهيكل المالي للدولة، هذا ما يفسر عادة الانخفاضات في الأسواق المالية فور صدور قرارات تتعلق بزيادة أسعار الفائدة والعكس بالعكس.

من كل ما سبق فإن العلاقة العكسية ما بين أسواق رأس المال والبورصات من جانب وأسعار الفائدة من جانب آخر قد حددت مسبقاً كيفية التعامل من قبل المتداولين والمستثمرين في تلك الأسواق مع أي قرار يخص تخفيض أو رفع سعر الفائدة، كما أن اجتماعات المراجعة في الدول المتقدمة يتم الإعلان عنها مسبقاً لما تحمله تلك المعلومات من آثار جوهرية تغيّر الكثير من القرارات ذات الصلة في التداولات اليومية في الأسهم والسندات والتي تختلف تماماً عن الأدوات الأخرى.

تم اختبار أثر القرار خلال 3 مجالات هي يومان قبل وبعد يوم صدور القرار، 5 أيام قبل وبعد صدور القرار، 10 أيام قبل وبعد صدور القرار، حيث مكنت دراسة نافذة الحدث خلال المجالات الثلاث السابقة، من تتبع أثر القرار على السوق المالي، إن وجد وقد بين اختبار T-test على نموذج السوق (Market Model (MM، و اختبار المتوسطات على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العوائد اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2011\4\13 وحتى 2011\5\15، حيث أظهرت قيم اختبار $t > 1.96$ عند مستوى دلالة 5% للمجالات الثلاث، لذلك تم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرار 5937 (تغيير أسعار الفائدة الدائنة) على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

ب. القرار 747

القرار صادر عن رئاسة مجلس الوزراء، في 2011\7\17، والقاضي بتعديل نسب الفوائد الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على ودائع التوفير والودائع لأجل والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار، وتعديل أسعار الفائدة الدائنة السنوية التي تدفعها المصارف العاملة والمسموح لها قبول ايداعات بالعملات الأجنبية،

وتحديد أسعار الفائدة على شهادات الإيداع وبمعدلات أعلى عن المعدلات في القرار السابق 5937.

وكما ذكرنا سابقاً (القرار 5937)، فإن زيادة الفوائد الدائنة تؤدي إلى هجرة السيولة من السوق المالي إلى الاستثمار في الودائع وبالتالي تنخفض عوائد الأسواق المالية عادة فور صدور قراراً بزيادة أسعار الفوائد الدائنة.

تم اختبار أثر القرار خلال 3 مجالات هي يومان قبل وبعد يوم صدور القرار، 5 أيام قبل وبعد صدور القرار، 10 أيام قبل وبعد صدور القرار، حيث مكنت دراسة نافذة الحدث خلال المجالات الثلاث السابقة، من تتبع أثر القرار على السوق المالي، إن وجد وقد بين اختبار T-test على نموذج السوق (MM) Market Model، وباستخدام اختبار المتوسطات على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العوائد اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2011\7\18 وحتى 2011\8\16، حيث أظهرت قيم اختبار $t > 1.96$ عند مستوى دلالة 5% للمجالات الثلاث، لذلك تم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرار 747 (تغير أسعار الفائدة المدينة) على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

ت. القرار 795:

القرار صادر عن مجلس النقد والتسليف، في 2011\12\14، والقاضي بتعديل نسب الفوائد الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار مرة أخرى، وتعديل أسعار الفائدة الدائنة السنوية التي تدفعها المصارف العاملة والمسموح لها قبول ايداعات بالعملات الأجنبية، وتحديد أسعار الفائدة على شهادات الإيداع.

تم اختبار أثر القرار خلال 3 مجالات هي يومان قبل وبعد يوم صدور القرار، 5 أيام قبل وبعد صدور القرار، 10 أيام قبل وبعد صدور القرار، حيث مكنت دراسة نافذة الحدث خلال المجالات الثلاث السابقة، من تتبع أثر القرار على السوق المالي، إن وجد وقد بين اختبار T-test على نموذج السوق (Market Model (MM، وباستخدام اختبار المتوسطات على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العوائد اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2011\11\22 وحتى 2012\1\9، حيث أظهرت قيم اختبار $t > 1.96$ عند مستوى دلالة 5% للمجالات الثلاث، لذلك تم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرار 795 (تغير أسعار الفائدة المدينة) على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

ث. القرار 818:

القرار صادر عن مجلس النقد والتسليف، في 2012\2\15، والقاضي بتحديد مجالات للفوائد الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع لأجل والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار مرة أخرى، وتحديد أسعار الفائدة على شهادات الإيداع.

تم اختبار أثر القرار خلال 3 مجالات هي يومان قبل وبعد يوم صدور القرار، 5 أيام قبل وبعد صدور القرار، 10 أيام قبل وبعد صدور القرار، حيث مكنت دراسة نافذة الحدث خلال المجالات الثلاث السابقة، من تتبع أثر القرار على السوق المالي، إن وجد وقد بين اختبار T-test على نموذج السوق (Market Model (MM، وباستخدام اختبار المتوسطات على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العوائد اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2012\2\24 وحتى 2012\3\12، حيث أظهرت قيم اختبار $t > 1.96$ عند مستوى دلالة 5% للمجالات الثلاث، لذلك تم قبول فرضية

العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرار 818 (تغير أسعار الفائدة المدينة) على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

ج. القرار 938:

القرار صادر عن مجلس النقد والتسليف، في 13\1\2013، والقاضي بتعديل نسب الفوائد المدينة التي تتلقاها المصارف العاملة على القروض الممنوحة، والقروض الممنوحة لمؤسسات القطاع العام، وتعديل أسعار الفائدة على القروض وفق أساس معدل التكلفة المرجحة على الودائع لدى المصارف.

إن التأثير المباشر لرفع معدل الفائدة على القروض هو تقليل حجم الأموال المتاحة على الإنفاق، وبالتالي انخفاض الاقتراض من أجل الاستثمار في السوق المالي، مما يخفض الطلب على الأسهم، أو انخفاض الإنفاق على السلع والخدمات (انخفاض إنفاق المستهلكين) ونتيجته الطبيعية هي انخفاض إيرادات وأرباح الشركات، مما يؤثر على الطلب على أسهم تلك الشركات، بالإضافة يؤدي ارتفاع تكلفة الاقتراض إلى انخفاض الإنفاق الاستثماري التوسعي من قبل الشركات، وهذا ما قد ينعكس سلباً على نمو الأرباح. وتتأثر ربحية الشركات أيضاً من رفع معدل الفائدة في حال تحملها لقروض ذات فائدة متغيرة، حيث إن ارتفاع تكاليف التمويل سينعكس مباشرة على الأرباح.

تم اختبار أثر القرار خلال 3 مجالات هي يومان قبل وبعد يوم صدور القرار، 5 أيام قبل وبعد صدور القرار، 10 أيام قبل وبعد صدور القرار، حيث مكنت دراسة نافذة الحدث خلال المجالات الثلاث السابقة، من تتبع أثر القرار على السوق المالي، إن وجد وقد بين اختبار T-test على نموذج السوق (MM) Market Model، وباستخدام اختبار المتوسطات على عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية في العوائد اليومية لسوق دمشق للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 17\12\2012 وحتى 5\2\2013، حيث أظهرت قيم اختبار $t > 1.96$ عند مستوى دلالة 5% للمجالات الثلاث، لذلك تم قبول فرضية

العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرار 938 (تغير أسعار الفائدة المدينة) على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

مما سبق وبعد دراسة أثر قرارات سعر الفائدة على السوق المالي من خلال القرارات الخمس السابقة، نلاحظ ان قرارات سعر الفائدة لم تؤثر على عوائد سوق دمشق للأوراق المالية لذلك تم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للقرارات السابقة على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.

توافق هذه النتائج نتائج الدراسة السابقة (Arango وGonzalez وPosada، 2009) والتي أقرت ان تغيرات سعر الفائدة مستقلة تماماً عن التغيرات في عوائد الأسهم على المدى القصير في سوق كولومبيا المالي. ودراسة (Olugbenga، 2006) بوجود علاقة بين المتغيرات الاقتصادية في المدى الطويل أكثر من المدى القصير في سوق نيجيريا المالي.

وفيما يلي الجدول (1-6) يبين توافق نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة للاستدلال:

جدول (1-6) ملخص التوافق مع الدراسات السابقة.		
التوافق	ملخص النتائج	الدراسة
لم توافق الفرضية الثانية	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وسعر الفائدة والناج المحلي الإجمالي وعائد الأسهم.	(اليوسف، 2008).
وافقت الفرضية الأولى والثانية.	العوامل الداخلية أكثر تأثيراً على سيولة السهم من العوامل الاقتصادية الخارجية.	(الحجاز، 2007).
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	عوامل السياسة النقدية والأزمات المالية تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على أداء الأسواق المالية والسوق العراقي	(عطية، 2012).
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	وجود علاقة توازنه بين المتغيرات الاقتصادية وحجم الاستثمار الأجنبي في المدى الطويل.	(الشلاش ودروبي، 2011).
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	العوامل الاقتصادية تؤثر بشكل كبير وبدلالة إحصائية على عائد المؤشر SETHD.	(Sirisopha, 2012).
وافقت الفرضية الثانية.	أسعار الأسهم في اليونان تتبع تحركات معدل التضخم أكثر من تحركات معدل الفائدة.	(Apergis وEleftherion, 2002)

لم توافق الفرضية الأولى	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات في سعر الصرف وأسعار الأسهم.	(Dimitrova, 2005)
وافقت الفرضية الأولى.	هناك علاقة قوية وتبادلية بين التغيرات في سعر الصرف وأسعار الأسهم في سوق نيجيريا في المدى الطويل وعدم وجود علاقة في المدى القصير.	(Subiar وSaliha, 2005)
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	العائد الإجمالي للأسهم يتمتع باستجابة قوية للتغيرات في متغيرات الاقتصاد الكلي.	(Flannery وProtopapadkis, 2002)
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	العوامل الاقتصادية الكلية تلعب دور كبير في تفسير العوائد على الأسهم.	(Butt, 2010)
وافقت الفرضية الثانية.	التغيرات في سعر الفائدة مستقلة تماماً عن التغيرات في عوائد الأسهم في المدى القصير.	(Arango وGonzalez وPosada, 2009)
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	التحركات الفورية لأسعار الأسهم نتيجة التغير في السياسة النقدية في الولايات المتحدة أعلى وأكثر قوة وديناميكية منها في كندا.	(Daisy Li وIsam وKuan, 2010)
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي الاستثمار الأجنبي وعائد الأسهم في سوق الهند المالي.	(Gaur وDush, 2013)
لم توافق الفرضية الأولى والثانية.	عائد مؤشر سوق سنغافورة يتأثر بالعوامل الاقتصادية الكلية وبخاصة (سعر الفائدة، الانتاج الصناعي وسعر الصرف).	(Maysami وHowe وHamzah, 2004)
لم توافق الفرضية الثانية.	إن العرض النقدي والتضخم ليس لها أثر على أداء مؤشر، بينما يلعب سعر الفائدة دور هام في هذا الأداء.	(Gunaskarage وPisedtasalasai, 2001)
وافقت الفرضية الأولى	عدم وجود ارتباط بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في المدى القصير وعلاقة تبادلية بين أسعار الصرف والأسهم في المدى الطويل.	(Mohammed وRasheed, 2001)
لم توافق الفرضية الثانية.	التغيرات المتوقعة في سعر إعادة الخصم له آثار سلبية على العوائد في السوق المالي، التغيرات غير المتوقعة في سعر إعادة الخصم له تأثيرات كبيرة على عوائد الأسهم.	(Techarongtrojwong وVithesonthi, 2012)
وافقت الفرضية الأولى والثانية.	تأثر كل من أسواق المملكة المتحدة ومنطقة اليورو، بالسياسة النقدية في فترة الأزمة المالية العالمية، بينما لم يتم العثور على نفس التأثير في أسواق نيوزيلاندا وأستراليا.	(Mays وWang, 2012)
وافقت الفرضية الأولى والثانية.	وجود علاقة وتكامل مشترك بين العوامل الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في غانا في المدى الطويل أكثر من المدى القصير.	(Olugbenga, 2006)

ثانياً – التوصيات:

بناءً على النتائج التي أظهرها هذا البحث من حيث عدم وجود أثر للقرارات الاقتصادية خلال الأزمة (سعر الصرف – سعر الفائدة) على عوائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، والذي يدل على محدودية تأثير السوق المالي بهذه القرارات من جهة وعدم استهداف السوق المالي بشكل مباشر من قبل الجهات المشرعة لهذه القرارات من جهة أخرى، على المدى القصير.

1. بالنسبة للجهات المشرفة وإدارة سوق دمشق للأوراق المالية:

أ. تفعيل كل الطرق التي من شأنها توصيل كل المعلومات والاختبار الاقتصادية لكل المستثمرين في السوق بنفس الوقت، بدون تكلفة، ونشر كل المعلومات والقرارات الاقتصادية على وسائل الاعلام ومواقع الانترنت، مما قد يساعد على رفع كفاءة السوق المالي.

ب. زيادة الوعي لدى المستثمرين في السوق المالي عبر وسائل الاعلام، وتخصيص برامج تدريبية للمشاركين في السوق المالي على التحليل الأساسي والفني للأسهم، وطرق تنويع المحافظ لتوزيع المخاطر.

2. بالنسبة للجهات المشرعة ومصدرة القرارات الاقتصادية دراسة القرارات

الاقتصادية قبل إصدارها بعناية وتحليل ومحاكات نتائجها على القطاع المالي وسائر القطاعات الاقتصادية، وبالطبع يعد عدم تأثير السوق المالي بهذه القرارات أمراً جيداً، كونه غير مستهدف بالقرار، ولكن كما أسلفنا فمن الأفضل تتبع أثر القرارات هذه أيضاً على المدى طويل لمعرفة إذا ما كانت تماس تأثير على المدى الطويل

3. بالنسبة للمستثمرين، ينصح الباحث المستثمرين بتنويع أصولهم المالية تجنباً للمخاطر، والاعتماد على التحليل الاقتصادي العقلاني في عمليات بيع وشراء الأسهم المالية.
4. بالنسبة للباحثين والأكاديميين، ينصح الباحث بإجراء دراسات أكثر على أثر القرارات الاقتصادية المختلفة على السوق المالي، ودراسات تتعلق بأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية وأضافه عوامل أخرى كالعوامل السياسية والأمنية والتضخم على سوق دمشق للأوراق المالية، خاصة وأن السوق ناشئ ويحتاج إلى مثل تلك الدراسات، بالإضافة إلى إعادة دراسة أثر هذه القرارات على السوق المالي في المدى الطويل، لتتبع إذا ما كانت تملك أثر طويل على عائد السوق المالي.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

- المراجع باللغة العربية

• الكتب:

1. أبو الرب، نور الدين وعبد الجواد، إسلام والكخن، رشيد. (1999). مبادئ التمويل. غزة: جامعة النجاح الدولية.
2. بسيسو، فؤاد. (2010). محددات إدارة الازمات الاقتصادية والمالية والمصرفية. منشورات اتحاد المصارف العربية.
3. توفيق، سعيد. (1996). الاستثمار وأسواق رأس المال. القاهرة: مكتبة الزعفران.
4. الحناوي محمد. (1998). تحليل الأسهم والسندات، مدخل إلى الهندسة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
5. الحناوي، محمد صالح وسلطان، إبراهيم والعبد، جلال. (2004). تحليل وتقييم الأوراق المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
6. خربوش، على ورضا، أرشيد وجودة، محفوظ. (1991). الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق. عمان: منشورات دار الأردن.
7. دونالدج، مايسون. (1998). الأزمات المالية في الأسواق الناشئة للتمويل والتنمية. بيروت: دار الحياة للنشر والترجمة.
8. رمضان، زياد. (1998). مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي. عمان: دار الأوائل للنشر.
9. شامية، أحمد. (2006). النقود والمصارف. حلب: منشورات جامعة حلب.
10. الشريف، حرية. (2005). حول عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها، غزة: منشورات الجامعة الإسلامية.

11. قاسم، عبد الرزاق والعلي، احمد. (2011). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، دمشق، منشورات جامعة دمشق.
12. قدي، عبد المجيد. (2006). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
13. كنعان، علي. (2009). الأسواق المالية. دمشق: منشورات جامعة دمشق.
14. محمود، مهنا (2003)، إدارة الازمات. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
15. مسعود، حسن. (2001). أضواء على النظرية النقدية المعاصرة. بيروت: منشورات دار المعارف.
16. مصطفى، فريد. (2009). الاقتصاد النقدي والمصرفي. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
17. يوجين، أفرجا. (1975). أزمة النظام الرأسمالي: ترجمة أحمد فؤاد بليغ. بيروت.
18. الهندي، منير. (1998). الإدارة المالية. الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
19. الهندي، منير. (2003). الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوزيع والمشتقات. الإسكندرية: منشأة المعارف.

● مقالات منشورة:

1. بن عمر، محمد البشير. (2010). دراسة بعض آثار التغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم في بورصة عمان. الجزائر: جامعة ورقلة.
2. بورقبة، شوقي. (2004). دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية. الجزائر: مجلة العلوم الاقتصادية وعلم التسيير.

3. جليل، عبد الحسين والغالي، عبد الحسن. (2011). سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات). عمان: دار الصفاء.
4. حبش، وائل. (2012). دراسة تحليلية في الآثار المحتملة لزيادة الحدود السعرية للتداول في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة الأدب المنقول. العدد 63.
5. الحلو، موسى. (2010). سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية. بيروت: منشورات مكتبة الحسن العصرية.
6. الدين، حامد. (2017). دراسة لسوق دمشق للأوراق المالية في ظل الأزمة الاقتصادية الراهنة. مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية.
7. سكرة، نبيل. (2010). الإصلاح الاقتصادي في سوريا. دمشق: جمعية العلوم الاقتصادية السورية.
8. الشعار، نضال. (2011). مذكرة حول أزمة سوق دمشق للأوراق المالية. دمشق: وزارة الاقتصاد.
9. الصالح، مفتاح وفريدة، معارفي. (2010). متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها. بسكرة: مجلة الباحث.
10. الصعدي، إسماعيل. (2011). العوامل المؤثرة على عائد السهم السوقي دراسة سوقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. غزة: جامعة الأزهر.
11. عبد اللطيف، هناء. (2001). قياس نشاط وكفاءة أداء أسواق الأوراق المالية في مصر، جامعة الإسكندرية.
12. عطوان، مروان. (2008). أسعار صرف العملات: أزمة العملات في العلاقات النقدية الدولية. غزة: دار الهدى.

13. الفالوجي، محمد. (2007). اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف. غزة: الجامعة الإسلامية.
14. المحمود، حسين. (2009). السياسة النقدية في سوريا. دمشق: جامعة دمشق كلية الاقتصاد.
15. موصلي، سليمان، والسمان، حازم. (2011). دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية.
16. نجمة، الياس. (2003). السياسة المالية في سوريا. دمشق: مجلة الاقتصادية. العدد 116.
17. هرمز، نور الدين وقاسم، سامر وسلمان، غيداء. (2015). سوق دمشق للأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الراهنة. اللاذقية: مجلة جامعة تشرين. العدد 844.

• القرارات:

1. سوريا، قرار رئاسة مجلس الوزراء، رقم 1131، 2011.
2. سوريا، قرار رئاسة مجلس الوزراء، رقم 5937، 2011.
3. سوريا، قرار رئاسة مجلس الوزراء، رقم 938، 2013.
4. سوريا، قرار مجلس المفوضين، رقم 110\م.أ، 2009.
5. سوريا، قرار مجلس المفوضين، رقم 125\م.أ، 2009.
6. سوريا، قرار مجلس النقد والتسليف، رقم 747، 2012.
7. سوريا، قرار مجلس النقد والتسليف، رقم 795، 2011.
8. سوريا، قرار مجلس النقد والتسليف، رقم 818، 2012.

• المواقع الإلكترونية:

1. سوق دمشق للأوراق المالية (www.dse.sy).
2. هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية (www.scfms.sy).

– المراجع باللغة الانجليزية

• Books

1. Anon., (2013). EViews 8 User's Guide II. California: IHS Global Inc.
2. Bjork, T. (2006). An Overview of Interest Rate Theory. Sweden: Stockholm School of Economics.
3. Brooks, C., (2008). Introductory Econometrics for Finance. (7th ed). Cambridge: Cambridge University Press.
4. Christoffersene, P., (2003). Elements of Financial Risk Management USA Academic Press.
5. Damodaran, A., (2012). Investment philosophies: successful strategies and the investors who made them work. (2nd ed). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
6. Madura, J., (2012). Financial Markets and Institutions. (9th ed). Florida: South-Western.
7. Mishkin, Frederic. (2004). The Economics of Money, Banking and Financial Markets. USA: Columbia University.
8. Moosa, I. A., (2006). Structural Time Series Modelling: Applications in Economics and Finance. Hyderabad: The ICFAI University Press.

• Journals

1. Aggawal,R., (2005). Exchange Rates and Stock Price: A Study of the U.S. Capital Markets under Floating Exchange Rates. USA: University of Toledo.
2. Al-Ahmad, Z., (2012). Testing the Week Form Efficiency of the Damascus Securities Exchange. International Research Journal of Finance and Economics,
3. Alam, M. & Gazi, Salah Uddin., (2009). Relationship between Interest Rate and Stock Price: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, International Journal of Business Management. Vol. 4
4. Apergis, N. & Eleftheriou, S., (2002). Interest rates, inflation, and stock prices.
5. Argano, L. & Gonzalez, A. & Posada, C., (2009). Returns and interest rate: A nonlinear relationship in the Bogota stock market.
6. Bildik, Recep & Elekadge, Salim. (2010). Effect of Price limits on Volatility: Evidence from Istanbul Stock Exchange, Istanbul: Istanbul University.
7. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A., (2002). Investments. (5th ed). Boston: McGraw-Hill.
8. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A., (2010). Essentials of Investments. (8th ed). Boston: McGraw-Hill.
9. Brunnermeier, Markus. (2008). Bubbles in the New Palgrave. MIT Press: Dictionary of Economics.
10. Campbell, J., Lo, A. & MacKinlay, C., (1997). The Econometrics of Financial Markets. New Jersey: Princeton University Press.

11. Capedo, J. and Moya, I. (2003) Estimating Oil Price value at Risk Using the Historical Simulation Approach, New York: Energy Economics. V25
12. Cho, D. & Russell, J. & Tia, G. & Tsay, R., (2002). The Magnet Effect of Price Limits: Evidence from High Frequency Data on Taiwan Stock Exchange. USA: University of Chicago.
13. Dimitrova, D., (2005). The Relationship between Exchange rate and stock prices: Studied in Multivariate Model. Political Economy Journal, Issue 14
14. Dixon, R. & Holmes, P., (1992). Financial Markets: An introduction. London: International Thomson Business Press.
15. Engle, Robert. (2006). Garch 101: The Use of Arch/Garch Models in Applied Econometrics. UK.
16. Erb, C. & Harvey, C. & Viskanta, T., (1995), Political Risks, Economic Risks & Financial Risks, Investment Management Journal, Issue 22.
17. Fama, E., (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, 25
18. Flannery, M. & Protopapadakis, A., (2002). Macroeconomics Factors do influence aggregate stock returns. Florida: University of Florida.
19. Francis, J. C., (1976). Investments: Analysis and Management. Irwin: McGraw-Hill.
20. Garber, Peter. (2001). Famous First Bubble: The Fundamentals of Early Mains, MIT Press.
21. Gauer, J. & Dash, M., (2013). Macroeconomics factors and performance of Indian stock Market, Tenth AIMS International Conference on Management.

22. Gong-Meng, Chen & Oliver, Min Rui & Wang, Steven. (2005). the Effectiveness of Price Limits and Stock Characteristics: Evidence from the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges, Hong Kong: University of China.
23. Jacqueline, Jeynes. (2002). Risk Management: 10 Principles. London: Butterworth-Heinemann, London.
24. Kim, Kenneth & Park, Jungsoo. (2010). Why Price Limits Exist in Stock Markets? A Manipulation-Based Explanation. New York: State University of New York.
25. Knif, Jhon & Kolari, James & Pynnonen, Seppo. (2010). A Robust Test of Abnormal Returns in Long-Horizon Event Studies. Texas: A&M University.
26. Kuan, I. & Daisy, L., (2010). The Impact of monetary policy shocks on stock prices: Evidence from Canada and United State, Journal of International Financial Markets, Institutes and Money: Issue. 22
27. Larsen, N. & Massuer H. (2001). Algorithms for Optimization of Value-at-Risk Florida: University of Florida.
28. Lo, A. & MacKinlay, C., (1999). A Non-Random Walk down Wall Street. New Jersey: Princeton University Press.
29. Mei, Jianping & Guo, Limin. (2002). Political Uncertainty in Financial Crisis and Market Volatility, New Yourk, International Business Journal, Issue 1001.
30. Muhammad, M. & Rasheed, A. (2001), Stock Prices and Exchange Rates: Are they related? Evidence from south Asian country. Karachi: Karachi University.

31. Pearson, Christine & Mitroff, Ian. (2006). From Crisis Pronate Crisis Prepared, A Framework for Crisis Management" Executive, VOL. 7.
32. Perold, Andre. (2004). The Capital Asset Pricing Model, Journal Of Economics Perspectives, London: London University, V1.
33. Phylaktis, Kate & Ravazzolo, Fabiola. (2005). Stock Price and Exchange Rate Dynamics, London: University Business School.
34. Phylaktis, Katy & Kovussanos, Manolis & Manalis, Gikas. (1999). Price limits and stock market volatility in the Athens Stock Exchange. European Financial Management, Vol. 5.
35. Rmoans T & Andres, Nikitins. (2011). An Empirical Study of Abnormal Return on Stock and Operating Performance as a Result of acquisitions in banking industry. Aarhus: Aarhus University.
36. Sirisopha, V., (2012). The Effect of Macroeconomics Factors on Stock Exchange of Thailand high dividend Index. Mae Fah Luang University International Conference, 1
37. Stefan, Palan. (2004). the Efficient Market Hypothesis and its Validity in Today's Markets. Graz: Karl-Franzens University.
38. Subair, K. & Salihu O., (2005). Exchange Rate Volatility and the stock Market: The Nigerian Experience, Maleta: Kwara State University.
39. Taimur, Baigan & Goldfajun, Iian. (1999) Financial Markets Contagion in The Asian Crisis, IMF: staff papers, VOL. 64.
40. The case of the Athens Stock Exchange. Journal of Policy Modeling, Issue 24
41. Wang, S. & Mayes, D., (2012). Monetary policy announcements and stock reactions: An international comparison.

- **Working Papers**

1. Kamins, Cracilea & other. (1998), Leading Indicators of Currency Crises. IMF: Staff Papers.

الملاحق

الملاحق

الملحق (1) القرار 1131

الجمهورية العربية السورية

رئاسة مجلس الوزراء

قرار رقم / ١١٣١ /

رئيس مجلس الوزراء؛

بناءً على أحكام المرسوم التشريعي رقم /٢٠٨/ تاريخ ١٩٥٢/٤/٢١ وتعديلاته .

وعلى قرار رئيس الجمهورية رقم /١١/ تاريخ ١٩٦١/٢/٤

وعلى المرسوم رقم ١٤٦ تاريخ ٢٠١١/٠٤/١٤

وعلى أحكام قانون النقد الأساسي رقم (٢٣) لعام ٢٠٠٢ وتعديلاته لا سيما أحكام المادة (٣) من المرسوم التشريعي رقم (٢١) لعام ٢٠١١ .

وعلى محضر اجتماع اللجنة الوزارية المصغرة المنعقد بتاريخ ٢٠١٢/١/١٦

يقرر ما يلي:

المادة ١. أ- تقوم المصارف المسموح لها التعامل بالقطع الأجنبي ومؤسسات الصرافة المرخصة بتنفيذ عمليات بيع وشراء القطع الأجنبي مقابل الليرة السورية حسب أسعار الصرف السائدة في سوق القطع الأجنبي وفق المبين بالفقرة (ب) أنشأه ودون التقيّد بنشرة أسعار صرف العملات الأجنبية الصادرة عن مصرف سورية المركزي.

ب- يصدر كل من هذه المصارف ومؤسسات الصرافة نشرة أسعار صرف العملات الأجنبية الخاصة به مقابل الليرة السورية مع مراعاة أسعار الصرف السائدة في سوق القطع الأجنبي المحلي ومعطيات أسواق العملات العالمية.

ج- يستثنى من أحكام الفقرتين (أ و ب) أعلاه عمليات تمويل المصارف المرخصة لمستوردات المواد المبيّنة بالقائمة المرفقة بقرار مجلس الوزراء رقم ٢٤٩/م.و تاريخ ٢٠١٢/١/٤ وتعديلاتها، حيث يطبق عليها نشرة أسعار صرف العملات الأجنبية الصادرة عن مصرف سورية المركزي

المادة ٢. يصدر مصرف سورية المركزي التعليمات اللازمة لتنفيذ هذا القرار.

المادة ٣. ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية.

دمشق في ٢٠١٢/٠١/١٩

رئيس مجلس الوزراء

الدكتور عادل سفر

الملحق (2) القرار 5937

قرار رقم (٥٩٣٧)

رئيس مجلس الوزراء،

بناءً على أحكام القانون رقم ٢٣ لعام ٢٠٠٢ والمعدل بالمرسوم التشريعي رقم ٢١ لعام ٢٠١١؛

وإلى أحكام القانون رقم ٢٤ / لعام ٢٠٠٤؛

وعلى توصية لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم ٦١٠/ل أ تاريخ ٢٨/٤/٢٠١١،

تقرر ما يلي:

مادة ١ - تعديل المادة ١/ من قرار مجلس النقد والتسليف رقم (٧٢٨/ م ن /ب٤) تاريخ ٢٨/١٢/٢٠١٠ بحيث تصبح كالتالي:

تحدد أسعار الفائدة الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار بالليرة السورية كما يلي:

- أ- ١ % سنوياً على الحسابات الجارية الدائنة مع إعطاء هامش حركة $\pm 1\%$.
- ب- ٧%-٩% سنوياً حسب الأجل على الودائع لأجل مع إعطاء هامش حركة $\pm 1\%$ شريطة أن لا يقل الفرق بين أقل معدل على أننى أجل وأعلى معدل على أطول أجل يحدده المصرف على هذه الودائع عن ٢%.
- ج- ٧% سنوياً على ودائع التوفير مع إعطاء هامش حركة $\pm 0.5\%$ شريطة ألا تزيد ودیعة التوفير عن مليوني ليرة سورية للمودع الواحد، ويعامل الفائض عن المليون ليرة سورية في رصيد ودیعة التوفير معاملة الحسابات الجارية جهة أسعار الفائدة واجبة التطبيق.
- د- ٧% سنوياً على شهادات الاستثمار.

مادة ٢ - تحدد أسعار الفائدة الدائنة السنوية التي تدفعها المصارف المسموح لها قبول الودائع بالعملة الأجنبية على الودائع لأجل بالدولار الأمريكي بين $(libor^1 + 2\% - libor^2 + 3\%)$ تحدد حسب الأجل بين هذين الحدين مختلف أسعار الفائدة على الودائع لأجل شريطة أن لا يقل الفرق بين أقل معدل على أننى أجل وأعلى معدل على أطول أجل يحدده المصرف على هذه الودائع عن ١%.

^١ معدل Libor على الدولار الأمريكي لأسبوع.

^٢ معدل Libor على الدولار الأمريكي لسنة.

تابع الملحق (2) القرار 5937

مادة ٣ - تحدد أسعار الفائدة الدائنة السنوية التي تدفعها المصارف المسموح لها قبول ودائع بالعملة الأجنبية على الودائع لأجل باليورو بين $(\text{libor}^1 + 1\% - \text{libor}^2 + 2\%)$ ، تحدد حسب الأجل بين هذين الحدين مختلف أسعار الفائدة على الودائع لأجل شريطة أن لا يقل الفرق بين أقل معدل على أدنى أجل وأعلى معدل على أطول أجل يحدده المصرف على هذه الودائع عن ٢%.

مادة ٤ - يمكن للمصارف تحديد أسعار الفائدة على الودائع بالعملة الأجنبية الأخرى وفق ما تراه مناسباً.
مادة ٥ - تعدل المادة ٣/ من قرار مجلس النقد والتسليف رقم (١٧١م/ن/ب/٤) تاريخ ٢٠٠٥/١١/١٤ بحيث تصبح كالتالي:

تحدد معدلات الفائدة على شهادات الإيداع المحددة وفق المادة الثانية من قرار مجلس النقد والتسليف المشار إليه أعلاه وفق ما يلي:

- شهادات الإيداع لمدة سنة ١٠% سنوياً.
- شهادات الإيداع لمدة سنتين ١٠,٥% سنوياً.
- شهادات الإيداع لمدة ثلاث سنوات ١١% سنوياً.

مادة ٦ - ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية ويعتبر نافذاً من تاريخ نشره.

دمشق في / / ١٤٣٢ هـ الموافق ٢٠١١/٠٥/٢ م

رئيس مجلس الوزراء
الدكتور عادل سفر

الملحق (3) القرار 795

الجمهورية العربية السورية

مجلس النقد والتسليف

قرار رقم (٧٩٥ / م ن / ب)

مجلس النقد والتسليف ،

استناداً إلى أحكام قانون مصرف سورية المركزي ونظام النقد الأساسي رقم /٢٣/ تاريخ ٢٠٠٢/٣/١٧
والمعدل بالمرسوم التشريعي رقم /٢١/ تاريخ ٢٠١١/٢/٩ ،
وعلى كتاب مديرية مفوضية الحكومة لدى المصارف رقم ١٦٧/٤٨٥٩ تاريخ ٢٠١١/١٢/٨ ،
وعلى مذكرته في جلسته المنعقدة بتاريخ ١٤ / ١٢ / ٢٠١١ ،
يقرر ما يلي :

مادة ١ - تعديل المادة رقم /١/ من قرار مجلس النقد والتسليف رقم (٧٤٧/م ن/ب) تاريخ ٢٠١١/٧/١٨
بحيث تصبح:

تحدد أسعار الفائدة الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة
وحسابات شهادات الاستثمار بالليرة السورية كما يلي:

- أ- ١% سنوياً على الحسابات الجارية الدائنة.
- ب- ٩% - ١١% سنوياً على الودائع لأجل.
- ج- ٩% سنوياً على ودائع التوفير، شريطة ألا تزيد وبضعة التوفير عن مليون ليرة سورية للمودع
الواحد، ويعامل الفائض عن المليون ليرة سورية في رصيد وبضعة التوفير معاملة الحسابات
الجارية جهة أسعار الفائدة ولجنة التطبيق .
- د- ٨% سنوياً على شهادات الاستثمار.

مادة ٢ - ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية ويعتبر نافذاً من تاريخ نشره.

دمشق في ١٤ / ١٢ / ٢٠١١

رئيس مجلس النقد والتسليف

الدكتور أيمن ميسال

أمين سر مجلس النقد والتسليف

ليلى منسوس

مصدق بتاريخ / / ٢٠١١

رئيس مجلس الوزراء

الدكتور عادل سفر

ر / ب

الملحق (4) القرار 747

الجمهورية العربية السورية

مجلس النقد والتسليف

قرار رقم (٧٤٧/م ن / ب)

مجلس النقد والتسليف ،

استناداً إلى أحكام قانون مصرف سورية المركزي ونظام النقد الأساسي رقم ٢٣/ لعام ٢٠٠٢، وتعديلاته بالمرسوم التشريعي رقم ٢١/ لعام ٢٠١١، وعلى أحكام القانون رقم ٢٤ لعام ٢٠٠٤، وعلى مذكرته في جلسته المنعقدة بتاريخ ٢٠١١/٧/١٨، يقرر ما يلي :

مادة ١ - تحدد أسعار الفائدة الدائنة التي تنفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار بالليرة السورية كما يلي:

- أ - ١ % سنوياً على الحسابات الجارية الدائنة مع إعطاء هامش حركة $\pm 1\%$.
- ب - ٧% - ٩% سنوياً حسب الأجل على الودائع لأجل مع إعطاء هامش حركة $\pm 2\%$ شريطة أن لا يقل الفرق بين أقل معدل على أُننى أجل وأعلى معدل على أطول أجل يحدده المصرف على هذه الودائع عن ٢%.
- ج - ٧% سنوياً على ودائع التوفير مع إعطاء هامش حركة $\pm 1\%$ شريطة ألا تزيد وديعة التوفير عن مليون ليرة سورية للمودع الواحد، ويعامل الفائض عن المليون ليرة سورية في رصيد وديعة التوفير معاملة الحسابات الجارية جهة أسعار الفائدة واجبة التطبيق.
- د - ٧ % سنوياً على شهادات الاستثمار.

مادة ٢ - تحدد أسعار الفائدة الدائنة التي تنفعها المصارف المسموح لها قبول الودائع بالعملة الأجنبية على الودائع لأجل بالدولار الأمريكي بين $(libor^1 + 1\% - libor^2 + 2\%)$ سنوياً حسب الأجل على الودائع لأجل شريطة أن لا يقل الفرق بين أقل معدل على أُننى أجل وأعلى معدل على أطول أجل يحدده المصرف على هذه الودائع عن ١%.

مادة ٣ - تحدد أسعار الفائدة الدائنة التي تنفعها المصارف المسموح لها قبول ودائع بالعملة الأجنبية على الودائع لأجل باليورو بين $(libor^1 - libor^2 + 1\%)$ سنوياً حسب الأجل على الودائع لأجل شريطة أن لا يقل الفرق بين أقل معدل على أُننى أجل وأعلى معدل على أطول أجل يحدده المصرف على هذه الودائع عن ١%.

^١ يتم تحديد معدل Libor على الدولار الأمريكي بما يتوافق مع أجل الوديعة.

^٢ يتم تحديد معدل Libor على اليورو بما يتوافق مع أجل الوديعة.

تابع الملحق (4) القرار 747

مادة ٤ - أ - تعتبر الأحكام الواردة بهذا القرار معكّلة حكماً للأحكام الواردة بالقرارات الصادرة سابقاً بهذا الخصوص.

ب - تلتزم المصارف أصولاً بإعداد قائمة بأسعار الفوائد الدائنة على الحسابات الجارية والودائع الآجلة بالليرات السورية والعملات الأجنبية وفق الحدود الدنيا والقصى المبينة بالمواد أعلاه وكيفية استخدام حرية الحركة المتاحة في معدلات الفائدة الدائنة، وعلى المصارف أن تعلن في بهو كل فرع من فروعها وعلى مواقعها الإلكترونية الفوائد الدائنة والعمولات والرسوم المطبقة لديها والمتعلقة بالإيداع وعندما يطرأ عليها أي تعديل، على أن يتم تزويد مصرف سورية المركزي بنسخة عنها وبأي تعديل يطرأ عليها في نهاية كل شهر وفق الآلية والنماذج المعتمدة لهذه الغاية.

ج - تطبق أسعار الفائدة الجديدة التي تعتمد المصارف وفق أحكام هذا القرار على الحسابات الجارية والودائع التي يتم التعاقد عليها بعد نشره بالجريدة الرسمية وكذلك على الحسابات الجارية والودائع المربوطة، قبل تاريخ نشره حال استحقاقها وتجديدها أصولاً.

مادة ٦ - ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية ويعتبر نافذاً من تاريخ نشره.

دمشق في ٢٠١١/٧/١٨

رئيس مجلس النقد والتسليف
الدكتور أيّيب مبالّة

أمين سر مجلس النقد والتسليف
ليلى طنّوس

مصدق

رئيس مجلس الوزراء
الدكتور عادل سفر

الملحق (5) القرار 818

الجمهورية العربية السورية

مجلس النقد والتسليف

قرار رقم (٨١٨/م ن / ب ١)

مجلس النقد والتسليف،

استناداً إلى أحكام قانون مصرف سورية المركزي ونظام النقد الأساسي رقم ٢٣/ تاريخ ٢٠٠٢/٣/١٧ والمعدل بالمرسوم التشريعي رقم ٢١/ تاريخ ٢٠١١/٠٢/٠٩،
وعلى كتاب مفوضية الحكومة لدى المصارف رقم ١٦٠/٦٣٠ تاريخ ٢٠١٢/٠٢/١٤،
وعلى مذكرته في جلسته المنعقدة بتاريخ ٢٠١٢/٢/١٥،

يقرر ما يلي :

المادة (١) تحل المادة رقم ١/ من قرار مجلس النقد والتسليف رقم (٧٩٥/م ن/ب ٤) تاريخ ٢٠١١/١٢/١٤ بحيث تصبح: تحدد أسعار الفائدة الدائنة التي تدفعها المصارف العاملة على الودائع والحسابات الجارية الدائنة وحسابات شهادات الاستثمار بالليرة السورية كما يلي:
أ- ٠% - ١% سنوياً على الحسابات الجارية الدائنة.
ب- تحدد معدلات الفائدة على الودائع لأجل وفق ما يلي:

الأجل	معدل الفائدة
١ - ٣ أشهر	٧%
٤ - ٦ أشهر	٨%
٧ - ٩ أشهر	٩%
١٠ أشهر - سنة	١٠%
أكثر من سنة	١٠%-١١%

ج- ٩% سنوياً على ودائع التوفير شريطة ألا تزيد ودیعة التوفير عن مليون ليرة سورية للمودع الواحد، ويعامل الفائض عن المليون ليرة سورية في رصيد ودیعة التوفير معاملة الحسابات الجارية جهة أسعار الفائدة واجبة التطبيق.

د- ١٠% سنوياً على شهادات الاستثمار.

المادة (٢) ينشر هذا القرار في الجريدة الرسمية ويعتبر نافذاً من تاريخ نشره.

دمشق في ٢٠١٢/٢/١٥

رئيس مجلس النقد والتسليف

الدكتور أديب ميسالمة

أمين سر مجلس النقد والتسليف

ليلى طنوس

الملحق (6) القرار 938

مجلس النقد والتسليف

قرار رقم (٩٣٨ / م ن / ب)

مجلس النقد والتسليف ،

استناداً إلى أحكام قانون مصرف سورية المركزي ونظام النقد الأساسي رقم ٢٣ / تاريخ ٢٠٠٢/٣/١٧ والمعدل بالمرسوم التشريعي رقم ٢١ / تاريخ ٢٠١١/٠٢/٠٩ ،
وعلى كتاب السيد رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٦٦١ / تاريخ ٢٠١٢/١٢/٠٣ بخصوص توصية اللجنة الاقتصادية بالجلسة رقم ٤٢ / تاريخ ٢٠١٢/١١/٢٦ ،
وعلى كتاب مفوضية الحكومة لدى المصارف رقم ١٦٧/٤٥٤١ تاريخ ٢٠١٢/١٢/٢٧ ،
وعلى مذكرته في جلسته المنعقدة بتاريخ ١٣ / ١ / ٢٠١٣ ،
يقرر ما يلي :

مادة (١) - تستوفي المصارف العامة فائدة سنوية ثابتة على القروض والتسهيلات الائتمانية التي تمنحها لمؤسسات القطاع العام ذات الطابع الاقتصادي تُحدد على أساس معدل التكلفة المرجحة على الودائع لدى المصرف بتاريخ المنح مضافاً إليه هامشاً يتراوح بين (١% إلى ٢%) .

مادة (٢) - يتم احتساب معدل التكلفة المرجحة على الودائع، المشار إليه بالمادة رقم ١/ أعلاه، وفق المعادلة والضوابط التي يعتمد عليها مصرف سورية المركزي.

مادة (٣) - تلتزم المصارف العامة بتزويد مصرف سورية المركزي - مفوضية الحكومة لدى المصارف خلال النصف الأول من كل شهر بمعدل التكلفة المرجحة المحتسب وفق المادة ٢/ أعلاه وبمعدل الفائدة، المحدد وفقاً لهذا القرار، على التسهيلات الائتمانية الخاصة بمؤسسات القطاع العام.

مادة (٤) - تستوفي المصارف العامة فائدة تأخير إضافية بنسبة ٠.٢٥% كحد أقصى في حال تأخر مؤسسات القطاع العام المقترضة عن السداد.

مادة (٥) - يُنهي العمل بقرار مجلس النقد والتسليف رقم (٥٤٥/م ن/ب) تاريخ ٢٠٠٩/٠٨/٠٥.

الملحق (6) القرار 938

مادة (٦) - أ- يحتبّر هذا القرار نافذاً من تاريخ صدوره، وتُطبّق معدلات الفائدة المشار إليها أعلاه على القروض والتسهيلات الائتمانية التي تمنح بعد صدوره، كما تُطبّق على القروض والتسهيلات الائتمانية القائمة بتاريخ صدوره وذلك بعد استحقاقها في حال تم تجديدها أو إعادة جدولتها أصولاً بعد صدور هذا القرار وبما لا يتعارض مع القوانين النافذة بهذا الخصوص.

ب- يُبلغ هذا القرار من يلزم لتنفيذه.

دمشق في ١٣ / ١ / ٢٠١٣

رئيس مجلس النقد والتسليف
الدكتور أديب ميسال

أمين سر مجلس النقد والتسليف
ليلى طنوس

مصدق
رئيس مجلس الوزراء
الدكتور وائل الحلقي

الملحق (7) معلومات عن سوق دمشق للأوراق المالية خلال السنوات 2010 – 2012.

2013	2012	2011	2010	سوق دمشق للأوراق المالية.
15.755	27.570	139.615	196.172	قيمة الأسهم المتداولة. (ملايين الدولارات)
11,346	8,300	41,130	36,483	عدد الصفقات.
1.88%	2.89%	9.44%	6.25%	نسبة دوران الأسهم.
11,203	11,203	17,787	6	عدد الأسهم المتداولة. (مليون سهم)
T+2	T+2	T+2	T+2	مهلة تسوية المعاملات.
142.22	77.74	55.89	47.42	سعر صرف الدولار الأمريكي (وسطي).
المصدر: أعداد الباحث عن طريق بيانات سوق دمشق للأوراق المالية.				

الملحق (8) حسابات النماذج للقرارات وفق نوافذ الحدث.

windows	Tests	Abnormal Return under MAR.						Abnormal Return under MM.					
		1131	5937	938	795	818	747	1131	5937	938	795	818	747
(+2,-2)	CAR	0.9938	-2.0064	-2.597	-1.542	-0.351	-0.065	-0.5237	0.118	-0.228	1.1803 7	0.3743	-2.1778
	CHATTERJEE T-TEST	0.1805	-0.3697	-0.479	-0.284	-0.065	-0.012	-0.1473	0.0642	-0.124	0.6419 7	0.2036	-1.1844
	Franks and Harris	0.4035	-0.8267	-1.07	-0.635	-0.144	-0.027	-0.3294	0.1436	-0.277	1.4354 9	0.4552	-2.6485
(+5,-5)	CAR	2.9639	-5.3535	-2.153	-3.571	0.0753	4.6075	-0.0028	-0.248	-0.176	-0.586	-0.8298	1.07
	CHATTERJEE T-TEST	0.3628	-0.6651	-0.267	-0.444	0.0094	0.5724	-0.0005	-0.091	-0.065	-0.2149	-0.3043	0.3924
	Franks and Harris	1.8643	-6.5106	-2.618	-4.343	0.0915	5.6034	-0.0018	-0.301	-0.214	-0.7126	-1.0091	1.3013
(+10,-10)	CAR	5.6685	-3.3841	-0.479	-4.157	-0.269	9.1192	1.34719	0.4409	0.2203	-1.0335	-1.4111	3.3193
	CHATTERJEE T-TEST	0.6939	-0.4204	-0.06	-0.516	-0.033	1.1329	0.2555	0.1617	0.0808	-0.379	-0.5174	1.2171
	Franks and Harris	3.5655	-4.1156	-0.582	-5.056	-0.327	11.09	0.8474	0.5362	0.268	-1.2569	-1.716	4.0367
المصدر: أعداد الباحث، بالاعتماد على برنامج Excel. ومخرجات برنامج SPSS.													

**Syrian Arab Republic
Damascus University
Faculty of Economics
Banking and Insurance Master.**



The Effect of Related Economic Decisions on Damascus security Exchange Efficiency

(Analytical study in Crisis Period)

Master's thesis in financial markets.

Preparing by:

Asaad Hussein

Supervised by:

Dr. Suleiman Mousseli

Abstract

This study aim to exam the effect of economic decisions (Interest Rate and Exchange Rate) on Damascus securities exchange return, using the event study method to follow the effect of economic decisions, in the specific time windows (2 days, 5 days, 10 days, 15 days) before and after the decision release date.

With implemented of Market Model to calculate and comprehensive the abnormal return, and Means Separation Test (T-Test), during the extended period from 1/3/2011 to 1/7/2013, which has seen many interest rate and exchange rate change decisions.

The statistical analysis result showed that there were no statistically significant differences between the return of the Damascus securities exchange index before and after all the studied decisions, which proof that the Damascus security exchange is not affected by these decisions.

The reason is believed that in the Syrian crisis, security and political factors had a greater impact on economic decisions.

The researcher recommends, that the financial market operators must work to increase the market efficiency, and active the all ways to reach the information for all market participations with zero cost.

The researcher also advises future researchers to expand the framework of the study by studying other variables on the financial market, may have a greater impact on the market.