جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

قسم المصارف والتأمين

أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية

(دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)

The impact of exchange rate fluctuations in the financial markets

(Analytical study of the Damascus Securities Exchange)

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المصارف والتأمين

إعداد الطالب :

معتز بالله محمد ميدو

بإشراف

الأستاذ الدكتور: علي كنعان

أستاذ في قسم المصارف والتأمين

كلية الاقتصاد – جامعة دمشق

2016 – 1437

بسم الله الرحمن الرحيم

وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ إِلَى عَالِمِ الْغَيْبِ
وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُمْ بِمَا كُنْتُمْ تَعْمَلُونَ (١٠٥)

صدق الله العظيم

(سورة التوبة)

نوقشت هذه الرسالة بتاريخ 3 / 3 / 2016

لجنة المناقشة والحكم

عضواً	عضواً	عضواً مشرفاً
د. رانيا الزرير	د. محمد حمرة	د. علي كنعان

تصريح

أصرح بأن هذا البحث:

أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية

(دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)

لم يسبق أن قُبل للحصول على أية شهادة، ولا هو مقدم حالياً للحصول على شهادة أخرى

المرشح

معتز بالله ميدو

الإهداء

إلى من تعجز الكلمات أن توفيها حقها... وأجمل السطور تخر ساجدةً أمام عظمة تضحياتها.

أمي

إلى رمز العمل رمز الصبر..... معلمي الأول في الحياة

أبي

رفيقة دربي في الحياة

زوجتي

نور عيوني وأمل حياتي

أولادي

أخي الذي لم تلده أمي

صديقي حكمت

الباحث

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحاً ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين" (سورة النمل :19)

الحمد لله الذي هدانا إلى هذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله، نشكره على نعمه وفضله، والصلاة والسلام على نبينا محمد صلى الله عليه وعلى آله وصحبه وسلم.

امتثالاً لقول الرسول الكريم{ لا يشكر الله من لا يشكر الناس} (صححه الألباني). يطيب لي أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان والتقدير إلى من يعجز القلم عن شكرهم واللسان عن إيفاءهم حقهم أُستاذي المشرف، الدكتور علي كنعان الذي كان أخاً كبيراً، ومعلماً فاضلاً، على دفعه ودعمه لي خلال مسيرة البحث وعلى توجيهاته وملاحظاته القيمة التي أثرت هذا البحث.

كما أتوجه بالشكر الجزيل للأساتذة أعضاء لجنة المناقشة والحكم الدكتورة رانيا الزرير و الدكتور محمد حمرة على تفضلهم بقراءة وتصويب هذه الرسالة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى زملائي وأصدقائي وأخص بالذكر الأخ **مصطفى فتال** لما تفضلوا به من دعم ومساندة وتحفيز، لإكمال هذه البحث المتواضع.

{جزى الله الجميع خير الجزاء وجعل هذا العمل في ميزان حسناتهم يوم القيامة}.

الباحث

أثر تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية

(دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية)

أعداد الطالب

معتز بالله محمد ميدو

بإشراف الدكتور

علي كنعان

أستاذ في قسم المصارف والتأمين

كلية الاقتصاد- جامعة دمشق

ملخص الدراسة

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر تقلبات أسعار صرف الليرة السورية على قيم أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها /22/ شركة. وتم اختيار العملات الرئيسية الأربعة المكونة لسلة العملات وهي الدولار الأمريكي و اليورو والجنيه الإسترليني والين الياباني التي يتم من خلالها تحديد سعر صرف الليرة السورية مقابل باقي العملات.

وغطت الدراسة البيانات الشهرية للفترة الزمنية الممتدة من 1-1-2010 وحتى 2012/12/31.

وقد أظهرت نتائج الدراسة بأنه يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ممثلة بمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وأسعار صرف الليرة السورية مقابل عملات الدول قيد الدراسة . إلا أن هذه العلاقة كانت ضعيفة و لم يكن لأسعار صرف الليرة السورية مقابل هذه العملات أثر كبير على مؤشر التداول في سوق دمشق ويمكن إرجاع السبب في ذلك إلى تأثير عوامل عدة على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: سعر الصرف، السوق المالي، سوق دمشق للأوراق المالية

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
الإطار العام للدراسة ويتضمن:	1
مقدمة	1
اولاً: مشكلة البحث	2
ثانياً: أهمية البحث	2
ثالثاً: أهداف البحث	3
رابعاً: منهج البحث	3
خامساً: حدود البحث	3
سادساً: فرضيات البحث	3
سابعاً: محددات البحث	4
ثامناً: الدراسات السابقة	4
الفصل الأول: دراسة نظرية لسعر الصرف	7
المبحث الأول : مفهوم سعر الصرف والنظريات المفسرة له	8
أولاً : مفهوم سعر الصرف	8
1- تعريف سعر الصرف	8
2- أشكال سعر الصرف	9
2-1- سعر الصرف الاسمي	9
2-2- سعر الصرف الحقيقي	10
2-3- سعر الصرف الفعلي	10
2-4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي	12
2-5- سعر الصرف العاجل	12
6-5- سعر الصرف الأجل	13
3- العوامل المؤثرة في سعر الصرف	13
3-1- العوامل الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف	13
3-1-1- التغيرات في معدلات الفائدة المحلية والأجنبية	13
3-1-2- الدخل وسعر الصرف	13
3-1-3- ميزان المدفوعات	14

3-2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف	15
3-2-1- الاضطرابات والحروب	15
3-2-2- الإشاعات والأخبار	15
3-2-3 خبرة المتعاملين وأوضاعهم	16
ثانياً : النظريات المفسرة لسعر الصرف	16
1- نظرية تعادل القوة الشرائية	16
1-1- مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق	16
1-2- مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي	18
2- نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات)	20
3- النظرية النقدية لتفسير سعر الصرف	21
4- نظرية توازن محفظة الأوراق المالية	22
5- أفكار حديثة لتفسير سعر الصرف	22
المبحث الثاني : نظم الصرف والعوامل المؤثرة في اختيار نظام الصرف	24
أولاً : نظم الصرف :	24
1-نظام سعر الصرف الثابت	24
1-1- قاعدة الذهب	25
1-2- الربط بعملة واحدة	28
1-3- الربط بسلة من العملات	29
2-نظام سعر الصرف المرن	30
2-1- التعويم المستقل	30
2-2- التعويم المدار	31
3-نظام الصرف الحالي	33
ثانياً : العوامل المؤثرة في اختيار نظام الصرف	35
1- الأهداف التي تسعى السياسة الاقتصادية إلى تحقيقها	35
2- الصفات الهيكلية للاقتصاد الوطني	36
2-1- الانفتاح الاقتصادي	36
2-2- حجم الاقتصاد	36
2-3- جمود الأسعار	37
2-4- استقرار الأسعار	37

2-5- الاحتياطيات الدولية	38
المبحث الثالث: سعر الصرف في سورية	39
اولاً: المعالم الرئيسية لنظام الصرف في سورية	39
1-نظام الصرف	39
2- أسلوب تحديد سعر صرف الليرة السورية	41
ثانياً: محددات سعر الصرف في سورية	42
1- القوة الشرائية للعملة الوطنية	42
2-ثبات سعر الفائدة	42
3- الاستيراد والتصدير	43
4- حركة الرساميل	43
5- الطلب الحكومي	43
ثالثاً: ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة	44
1- الآثار السلبية لربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي	45
2- مسوغات اختيار سلة وحدات حقوق السحب الخاصة	46
الفصل الثاني: الأسواق المالية	48
المبحث الأول : الأسواق المالية(مفهومها، وظائفها، أركانها)	49
أولاً : نشأة السوق المالي ومفهومها	49
1- نشأة السوق المالية	49
2- مفهوم السوق المالية.	51
ثانياً: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية:	54
1- تعبئة المدخرات	54
2- مخزن للثروة	55
3-توفير السيولة	56
4- السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية	56
5- زيادة كمية المصادر المالية المتاحة	56
6- العدالة في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية	57
7- المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي	57
ثالثاً: المشاركون في الأسواق المالية(الأركان الرئيسية للأسواق المالية)	58
1- المقترضون	58

2-المقرضون	59
3- الوسطاء الماليون(المؤسسات المالية)	59
3-1-مؤسسات الإيداع.	59
3-1-1-النبوك التجارية	59
3-1-2-مؤسسات الادخار والاقراض	60
3-1-3-مصارف الادخار	60
3-1-4-اتحادات الائتمان	60
3-2- المؤسسات التعاقدية	60
3-2-1- شركات التأمين	60
3-2-2-صناديق التقاعد	61
3-3-مؤسسات الاستثمار	61
3-3-1- شركات الاستثمار	61
3-3-2-الصناديق المشتركة	61
3-3-3-صناديق سوق النقد	61
3-3-4- شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري	61
3-4- مؤسسات سوق الأوراق المالية	61
3-4-1- بنكير الاستثمار	62
3-4-2- السماسرة وتجار الأرواق المالية	62
4- البنك المركزي	62
المبحث الثاني: الأسواق المالية (أنواعها، الأدوات المتداولة فيها)	64
أولاً: أنواع الأسواق المالية:	64
1- أسواق رأس المال	64
1-1- الأسواق الحاضرة	65
1-1-1- الأسواق الأولية	65
1-1-2- الأسواق الثانوية	67
1-2- الأسواق الآجلة	69
1-2-1- سوق العقود المستقبلية	70
1-2-2- سوق عقود الخيارات	71
1-2-3- سوق عقود المبادلة	71

2- سوق النقد	72
2-1- مفهوم سوق النقد	72
2-2- خصائص سوق النقد	72
2-3- أنواع وتخصصات سوق النقد	73
2-3-1- سوق الإصدار	73
2-3-2- السوق الثانوي	73
ثانياً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية	73
1- أدوات الاستثمار في سوق النقد	74
1-1-شهادات الإيداع القابلة للتداول	74
1-2-أذونات الخزينة	75
1-3- القبولات المصرفية	75
1-4- الأوراق التجارية	75
1-5-اتفاقيات إعادة الشراء	76
1-6- سوق اليورو-دولار	76
1-7- قروض فائض الاحتياطي الالزامي	77
2- أدوات الاستثمار في سوق رأس المال	77
2-1- الأسهم العادية	78
2-1-1- قيم الأسهم العادية(مفاهيم القيمة للسهم العادي)	78
2-1-2- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية	79
2-2- الأسهم الممتازة	81
2-2-1- أنواع الأسهم الممتازة	81
2-2-2- الاتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة	82
2-3- السندات	83
2-4- الأوراق المالية القابلة للتحويل	85
2-5- صكوك الشراء اللاحقة	86
المبحث الرابع: المؤشرات الرئيسية لأداء أسواق الأوراق المالية وطرق بنائها	87
اولاً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية واستخداماتها	87
1- مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية	87
2- الاستخدامات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية	87

ثانياً: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية	88
1- مؤشر حجم السوق	88
1-1- مؤشر القيمة السوقية	88
1-2- مؤشر عدد الشركات	89
2- المؤشر العام لأسعار الأسهم	89
3- مؤشر سيولة السوق	90
3-1- مؤشر حجم التداول	90
3-2- مؤشر معدل الدوران	90
4- درجة التركيز	91
ثالثاً :أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	91
1- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي	91
2- المؤشرات المبنية على أساس السعر	92
3- المؤشرات المبنية على أساس القيمة	93
رابعاً: المؤشرات الرئيسية لأهم الأسواق المالية الدولية	94
1- أهم المؤشرات في الأسواق المالية الأمريكية والأوربية	94
2- أهم المؤشرات في الأسواق المالية العربية	95
الفصل الثالث: سعر الصرف ومؤشر التداول	96
المبحث الأول: السوق المالية في سورية: (تأسيسها، مؤسساتها)	97
أولاً : لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية	97
ثانياً: الأهمية الاقتصادية لأحداث سوق دمشق للأوراق المالية	98
ثالثا: مؤسسات السوق المالية في سورية:	99
1- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية	99
1-1- النشأة والصلاحيات.	99
1-2- الأهداف	100
1-3- المهام	100
1-4- الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة	100
1-5- الهيكل الإداري لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية	100
2- سوق دمشق للأوراق المالية.	103
2-1- النشأة والأهداف	103

2-2- الأوراق المالية المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية.	104
2-3- مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية.	104
3- مركز المقاصة والحفظ المركزي	106
3-1- النشأة والأهداف.	106
3-2- الهيكل الإداري للمركز ومهامه.	106
رابعاً: الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.	107
المبحث الثاني: أقسام سوق دمشق للأوراق المالية وخصائصها.	110
اولاً: أقسام سوق دمشق للأوراق المالية.	110
ثانياً: آلية التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.	111
1- نظام التداول في سوق دمشق.	111
2- تسعير الأوراق المالية في سوق دمشق للأوراق المالية.	111
3- فترات التداول في السوق.	112
ثالثاً: خصائص سوق دمشق للأوراق المالية.	112
1- ضآلة الحجم النسبي لسوق دمشق.	112
2- تدني مقدرة سوق دمشق للأوراق المالية على تحقيق السيولة.	113
3- ضعف الفرصة المتاحة للتنويع.	114
4- قصور الأطر التنظيمية والتشريعية	114
5- قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولي	114
رابعا: كفاءة التسعير في سوق دمشق للأوراق المالية.	115
1- آلية التسعير و الحدود السعرية والكمية المفروضة	115
2- تمييع شروط الإدراج بخلق سوقيين موازيين (أ - ب)	116
3- عدم وجود مستثمرين مؤسساتيين وصناديق استثمار	116
4- عدم إجراء زيادات الرأسمال بطريقة توزيع حقوق اكتتاب	117
المبحث الثالث: الممارسات التي تعيق عمل الأسواق المالية	118
اولاً: التلاعب في الأسواق المالية	118
1- تعريف التلاعب في الأسواق المالية	118
2- أنواع التلاعب	118
3- صور التلاعب	119
4- المتلاعبين في الأسواق المالية.	120

5- آثار التلاعب في الأسواق المالية	120
ثانياً: المضاربة في الأسواق المالية	121
1- تعريف المضاربة.	121
2- الوظائف الاقتصادية للمضاربة المشروعة في الأسواق المالية	122
2-1- تحقيق التوازن في الأسعار	122
2-2- تنشيط السوق وزيادة أعداد المتعاملين فيه	122
2-3- تغطية الاكتتاب العام	112
3- نظريات المضاربة.	123
3-1- نظرية معلومات الأسعار	123
3-2- نظرية الفقاعة السعرية	124
4- العوامل التي تؤثر في قرار المضارب	124
المبحث الرابع: آثار ومنعكسات تراجع سعر صرف الليرة السورية	125
اولاً: بداية تراجع سعر صرف الليرة السورية	125
ثانياً: أسباب ونتائج تراجع سعر صرف الليرة السورية	126
1. أسباب تراجع سعر صرف الليرة السورية	126
2. نتائج تراجع سعر صرف الليرة السورية	127
المبحث الخامس: الدراسة العملية	128
النتائج	135
التوصيات	136
المراجع	137

فهرست الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
1	آلية عمل قاعدة الذهب	26
2	التدفقات الناشئة عن الادخار والاستثمار	55
3	التقسيم الأكثر شيوعاً للأسواق المالية	65
4	مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بينها	69

فهرست الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1	نظم الصرف في الدول العربية عام 2007	34
2	هيكلية التجارة الخارجية السورية بحسب وحدة حقوق السحب الخاصة	47
3	أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة	83
4	الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتاريخ الأدراج	108
5	شروط الأدراج في السوق النظامي والموازي في سوق دمشق	111
6	ضآلة سوق دمشق للأرواق المالية وذلك بمقارنتها مع بعض الأسواق المالية العربية.	113
7	مقارنة معدل دوران الأسهم بين سوق دمشق وبعض الأسواق المالية العربية	114
8	تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار ومؤشر التداول في سوق دمشق	129
9	تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق	130
10	تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الاسترليني ومؤشر التداول في سوق دمشق	131
11	تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني ومؤشر التداول في سوق دمشق	133

فهرس الملحقات

رقم الملحق	العنوان	الصفحة
1	نتائج اختبار فرضيات الدراسة	137
2	تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام العملات الدولار، اليورو، الجنيه، الين الياباني	141
3	تطور مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية	142

مقدمة:

تشغل الأسواق المالية حيزاً كبيراً ومتزايداً من اهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم، وذلك لما تلعبه تلك الأسواق من دور كبير في جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني وتحويله من رأسمال عاطل إلى رأس مال عامل له أثر إيجابي على مختلف الجوانب الاقتصادية والاجتماعية للدولة.

لذا اضحى التركيز عليها مطلباً عالمياً انخرطت فيه البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، ناهيك عن الانفتاح المضطرد لاقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الإلكترونية التي شكلت بمجملها تحدياً جديداً على متخذي القرار العام والخاص.

وفي ضوء هذه التطورات نشأت حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، حين تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية، الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة على نتائج أعمال الشركات، وبطريقة غير مباشرة على أداء تلك الأسواق واستثماراتها، طالما أن هذه الأسواق تعد المرآه العاكسة للوضع الاقتصادي العام.

وتتأثر الأسواق المالية كغيرها من الأسواق بمختلف العوامل والأحداث سواء داخل السوق أو خارجها، وقد يكون للبعض منها تأثير إيجابي في اداء الأسواق المالية وقد يكون للبعض منها تأثير سلبي في اداء تلك الأسواق، فسياسة سعر الصرف تؤثر بشكل كبير على اداء الأسواق المالية من حيث أن عدم الاستقرار في أسعار الصرف يؤدي إلى حدوث تقلبات كبيرة في تكاليف وأرباح الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية مما ينعكس على أسعار أسهم تلك الشركات في السوق المالية، وعلى العكس من ذلك فإن الاستقرار في سعر الصرف يزيد من فرص الاستثمار ومن انخفاض التكاليف وزيادة الأرباح وبالتالي زيادة أسعار أسهم تلك الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، لذلك يجب أن تسعى سياسة سعر الصرف في أي بلد إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الاستقرار في سعر الصرف، بما ينعكس بشكل إيجابي على اداء الأسواق المالية، و على اداء الاقتصاد الوطني بشكل عام.

أولا: مشكلة البحث:

منذ سنوات قليلة والاقتصاد السوري يشهد سلسلة من الإصلاحات، لامست مختلف جوانب الحياة الاقتصادية لعل من أهمها فك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي مقابل ربطها بسلة من عملات ((وحدة حقوق السحب الخاصة)) والتي تعكس أوزان التجارة الخارجية حيث تتكون السلة من أربع عملات وهي الدولار الأمريكي بوزن 44%، واليورو بوزن 34 %، والجنيه الإسترليني بوزن 11 % والين الياباني بوزن 11% ، كما ترافق ذلك مع أحداث سوق دمشق للأوراق المالية حيث أنطلق السوق منتصف عام 2009.

وتبرز مشكلة البحث من أن الشركات والمؤسسات المالية تتأثر بالتغيرات في أسعار الصرف من خلال تأثير هذه الأخيرة على كل من التكاليف والمبيعات والأرباح، الأمر الذي ينعكس على المركز المالي لهذه المؤسسات وبالتالي على قيمة أسهمها المتداولة في السوق المالي، وانعكاس هذا الأثر على مؤشر التداول.

كما أن التقلب وعدم الاستقرار في سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض الثقة بالأسواق المالية مما يضعف التعامل بالأوراق المالية الأمر الذي ينعكس بشكل مباشر أو غير مباشر على مؤشر السوق.

مما تقدم نجد أن البحث يثير مجموعة من التساؤلات:

1. هل يؤثر تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار على مؤشر التداول في سوق دمشق.
2. هل يؤثر تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل اليورو على مؤشر التداول في سوق دمشق.
3. هل يؤثر تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الجنيه الاسترليني على مؤشر التداول في سوق دمشق.
4. هل يؤثر تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الين الياباني على مؤشر التداول في سوق دمشق.

ثانياً: أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من كونه يسلط الضوء على أحدى أهم متغيرات الاقتصاد الكلي ألا وهو سعر الصرف الذي يلعب دوراً كبيراً في عملية الاستقرار والنمو الاقتصادي وكذلك استقرار ونمو الاسواق المالية. وما يحدثه تقلب سعر الصرف من أزمات وعدم ثقة في الاقتصاد بمختلف جوانبه والأسواق المالية ليست بعيدة عن ذلك، كما وتبرز أهميته من كونه يحاول إيجاد علاقة بين التقلب في سعر الصرف ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وبيان فيما إذا كان الاستقرار في سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الثقة والتعامل في الأوراق المالية المدرجة في سوق دمشق.

ثالثاً :أهداف البحث:

يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

1. التعرف على التغيرات في مؤشر التداول في سوق دمشق الناجمة عن تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل أسعار صرف العملات الأربعة الرئيسية المكونة لسلة العملات التي يتم من خلالها تحديد سعر صرف الليرة السورية مقابل باقي العملات.
2. التعرف على طبيعة العلاقة بين التغيرات في مؤشر التداول وأسعار صرف الليرة السورية مقابل العملات الأربعة الرئيسية.
3. المساهمة في تقديم المقترحات والتوصيات للمعنين ومتخذي القرار في البنك المركزي السوري و سوق دمشق للأوراق المالية لأخذ التدابير اللازمة التي تحافظ على استقرار أسعار الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

رابعاً: منهج البحث:

استخدم الباحث المنهج الوصفي التحليلي لأنه يناسب الظاهرة موضوع الدراسة باستخدام أسلوب التحليل باستخدام الانحدار اللاخطي لأسعار الصرف ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية.

خامساً: حدود البحث:

الحدود الزمانية والمكانية للبحث:

- **الحدود الزمانية:** استندات الدراسة وعملية اختبار الفرضيات على بيانات شهرية لجميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بواقع 32 شهراً، حيت ستمتد الفترة الزمنية من 1-1-2010 حتى 31-12-2012.
- **الحدود المكانية:** سوق دمشق للأوراق المالية.

سادساً: فرضيات البحث:

يقوم البحث على الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

H0 1 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

الفرضية الثانية:

H0 2 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

الفرضية الثالثة:

H0 3 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

الفرضية الرابعة:

H0 4 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الين الياباني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

سابعاً: محددات البحث:

1. اقتصرت الدراسة على التحقق من أثر تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اربع عملات رئيسية وهي الدولار الأمريكي، واليورو، والجنيه الإسترليني، والين الياباني، وهي العملات المكونة لسلة حقوق السحب الخاصة التي يتم من خلالها تحديد أسعار صرف الليرة السورية مقابل باقي العملات.
2. تمت الدراسة على جميع الشركات القائمة والمدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغ عددها 22 شركة.
3. قلة عدد الدراسات التي تناولت العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر سوق دمشق للأروراق المالية.

ثامناً: الدارسات السابقة:

هناك العديد من الدارسات التي بينت أثر تقلب أسعار صرف العملة المحلية مع العملات الرئيسية على الأسواق المالية في العالم منها:

- **الدراسات باللغة الإنكليزية:**

1. دراسة: (Phylaktis & Ravazzolo,2005) :

بعنوان "Stock Price and Exchange Rate Dynamics"

حيث قام الباحثان بفحص أثر تغيرات أسعار صرف العملات في المدى القصير والمدى الطويل على أسعار الأسهم، وتم فحص مجموعة من دول الباسفيك خلال المدة (1980-1998)، وكانت نتيجة الدراسة أن تقلب أسعار صرف العملة المحلية مع العملات الأجنبية ينعكس بشكل إيجابي أو سلبي على أسعار الأسهم حسب نوعية التغيرات ارتفاعاً أو انخفاضا.

2. دراسة: تشارلز أجاسي و دانيال أجابون(2008):

بعنوان "Effect of exchange rate volatility on Ghana stock exchange"

وقد هدفت الدراسة إلى معرفة فيما إذا كانت تقلبات أسعار الصرف تؤثر على السوق المالية في غانا وإذا ما كانت متغيرات الاقتصاد الكلي الأخر تؤثر على السوق المالية في غانا. وتوصلت الدراسة إلى أنه

يوجد علاقة عكسية بين سعر الصرف وتقلبات عوائد سوق الأسهم، وقد أظهرت الدراسة أيضاً أن العلاقة بين سوق الأسهم ومتغيرات الاقتصاد الكلي ذات دلالة إحصائية حيث وجدت أن توقعات سعر الفائدة لها أثر كبير على تقلبات أسعار الأسهم.

3. **دراسة: غوبالان كوتي (2010):**

بعنوان " The relationship between exchange rates and stock prices : the case of Mexico "

وقد هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في المكسيك. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين أسعار الأسهم في المدى القصير فقط وليس هناك علاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في المدى الطويل.

4. **دراسة: (Rahman& Uddin ,2009) :**

بعنوان " ديناميكية العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار العملات أثبات من ثلاث دول أفريقية"

فحص الباحثان أثر تغيرات أسعار صرف العملات مع أسعار الأسهم في البلدان: بنغلادش والهند وباكستان للفترة ما بين كانون الثاني 2003 إلى حزيران 2008. و كانت المشاهدات شهرياً. وكانت نتيجة الدراسة لا يوجد أي علاقة ما بين تذبذب أسعار العملات مع أسعار الأسهم في البلدان الثلاثة المذكورة أعلاه.

- **الدراسات باللغة العربية:**

1. **دراسة (ابو الفتوح، 2005):**

بعنوان " قياس أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة الحقيقية على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي في ضوء المسلمات الأساسية للاقتصاد الإسلامي. "

وانصب التحليل في هذه الدراسة على تحليل أثر المستوى العام للأسعار والأرصدة النقدية الحقيقية على سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، في إطار المسلمات الأساسية للاقتصاد الإسلامي، وذلك باستخدام نموذج التعديل الجزئي ونموذج الفجوات الموزعة ذات الحدود، ولقد اقتصرت الدراسة من حيث المتغيرات أو التحليل على ما يعتبر مقبولاً من وجهة نظر الاقتصاد الإسلامي. وكانت نتيجة الدراسة أن المستوى العام للأسعار هو المتغير الأساسي الذي يفسر ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري، ويتغير سعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصري في نفس اتجاه تغير المستوى العام للأسعار في مصر. كما أن مرونة سعر الصرف بالنسبة للمستوى العام للأسعار في الأجل الطويل أكبر من نفس المرونة في الأجل القصير، حيث يصبح سعر الصرف مرناً في الأجل الطويل.

2. دراسة:(جهاد أبو سندس، غازي المؤمني، 2012):

بعنوان " **أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في قطاع الخدمات**"

وقد هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر التغيرات في أسعار أسهم الشركات العامة في قطاع الخدمات الناجمة عن تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني مقابل أسعار العملات الأجنبية الرئيسية، وكذلك التعرف على اتجاه التغيرات في أسعار أسهم الشركات المساهمة في قطاع الخدمات، وطبيعة اتجاه العلاقة مع التغيرات في أسعار صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية الرئيسية. وقد توصلت الدراسة إلى إن سعر صرف الدينار الأردني مقابل أسعار صرف العملات الأجنبية تأثر كثيراً بالتذبذب في أسعار صرف الدولار الأمريكي أمام العملات الأجنبية نفسها، وخاصة خلال الأشهر من (2006/1-2011/6)، وكما توصلت إلى إن أسعار أسهم الشركات المساهمة في قطاع الخدمات تتأثر كثيراً بأسعار صرف الدينار الأردني مقابل عملات الدول، التي تشهد حركة تجارية نشطة ما بينها وبين الأردن مثل منطقة اليورو .

3. دراسة (منية خرباش ، 2012):

بعنوان " **أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010** "

و قد هدفت الدراسة إلى معرفة أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية، ودراسة إمكانية تطبيق لنظريات حديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما هدفت الدراسة إلى إبراز أهمية التنويع الدولي في تقليل مخاطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد.

وقد توصلت الدراسة إلى أن كل من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة وكذلك معاملات الارتباط فيما بينها، بالإضافة إلى استراتيجية التنويع الدولي، تساهم في تقليل المخاطر المنتظمة إلى ادنى مستوى لها في تحقيق مستوى مقبول من العوائد.

الفصل الأول

دراسة نظرية لسعر الصرف

المبحث الأول

مفهوم سعر الصرف والنظريات المفسرة له

أولاً: مفهوم سعر الصرف:

تقوم النقود بدور الوسيط في التبادل في المعاملات التجارية الداخلية بهدف تحقيق الاستقرار وتسريع عمليات تصريف الإنتاج، بالإضافة إلى ذلك فهي تقوم بدور الوسيط في المبادلات الدولية عندما يتم التبادل بين الدول، ولكن الفروقات كبيرة و واضحة بين المدفوعات الداخلية التي تتم بالعملة الوطنية والمدفوعات الخارجية التي تتم بالعملات الأجنبية.

و تقتضي تسوية المعاملات والمدفوعات الدولية وجود أداة للتسوية ومقياسا للقيمة فاقتناء سلعة معينة من بلد ما لايتم دفع قيمتها بالعملة المحلية بل يتطلب الأمر تحديد نسبة الوحدات بالعملة المحلية إلى العملات الأجنبية ويطلق على هذه النسبة في الأدبيات الاقتصادية ب : سعر الصرف .

ومن أجل ذلك اهتمت جميع الدول، خاصة المتقدمة منها بهذه الأداة، وأولتها العناية الفائقة، وجاءت في شأنها مفاهيم عدة، ومتنوعة، تتماشى واستعمالاتها، وكذلك الأغراض المتوخاة منها .

1- **تعريف سعر الصرف** :

يقصد بسعر الصرف نسبة التبادل بين وحدة النقد الأجنبية و وحدة النقد الوطنية [1].

ويعّرف أيضاً على أنه عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة معينة للحصول على عملة أخرى كما يمكن تعريفه بطريقة عكسية على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية .

أمّا الاقتصادي دريد كامل آل شبيب فيعتبر أن سعر صرف العملة عبارة عن قيمة إحدى العملات مقارنة بقيمة عملة أخرى وهو مقياس لقيمة العملة التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر [2] .

واستناداً لهذه التعاريف يمكن تحديد خصائص سعر الصرف بما يلي:

1. عملية مبادلة العملة الوطنية بالعملة الأجنبية والعكس .

[1] – الحمزاوي ، محمد كمال، سوق الصرف الأجنبي ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2004، ص 17 .

[2] – آل شبيب ، دريد كامل، المالية الدولية ، دار اليازوي، عمان ، الطبعة الأولي ، 2011 ، ص 37 .

2. أن عملية المبادلة تتم وفق سعر معين .
3. تتم المبادلة في سوق الصرف الأجنبي .
4. تعد أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصادات العالم .
5. يساهم انخفاض سعر الصرف في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال تشجيع التصدير الأمر الذي يؤدي لزيادة الإنتاج وتشغيل الأيدي العاملة وعلى العكس من ذلك فإن ارتفاع سعر الصرف.

وهو بهذا يلعب دوراً كبيراً في التجارة الدولية، حيث أنه أداة الربط بين مختلف اقتصادات العالم، ويلعب الدور الأساسي في تدفق السلع والخدمات ورؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة.

وعادة ما يتم التمييز بين عدة أنواع من سعر الصرف .

2- أشكال سعر الصرف :

لا يمكن أن تتحدد العلاقة بين عملة دولة معينة وعملات الدول الأخرى من خلال التسعيرات اليومية المعلن عنها في فترة معينه، وإنما تدخل اعتبارات أخرى تكسب سعر الصرف صيغاً وأشكالاً عديدة، لكل منها مدلولها وبالتالي استعمالها الخاص واستناداً لذلك يمكن تحديد أشكال الصرف كما يلي:

2-1- سعر الصرف الاسمي :

يعَّرف سعر الصرف الاسمي على أنه سعر عملة أجنبيه بدلالة وحدات عملة محلية، و يمكن أن يعكس هذا التعريف لحساب العملة المحلية بدلالات وحدات العملة الأجنبية، و المقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي، أي سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين [1].

عندما نستعمل التعريف الأول فإننا نعبّر عن سعر العملة الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية ونرمز له بالرمز E . فمثلاً في حالة الدولار الأمريكي والين الياباني يرمز للدولار مقابل الين بالرمز $/¥ ويشمل تحويل الدولارات للين بالتقسيم على (E) والعكس بالضرب $\bar{E}$ حيث $\bar{E}$ هو $\frac{1}{E}$.

يتغير سعر الصرف الاسمي يومياً وهذه التغيّرات تسمى تدهوراً أو تحسناً، التحسن يعني ارتفاع سعر العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية، أما التدهور فهو انخفاض سعر العملة المحلية .باستعمال التعريف الأول، فإن التحسن يعني انخفاض سعر الصرف والتدهور يعني ارتفاع سعر الصرف الاسمي (E) . ويمكن لسعر الصرف أن يأخذ منحنى اتجاهياً مغايراً لمستواه الحالي في الأجل الطويل وكذلك يمكن أن يتذبذب بشدة

1 - العباس بلقاسم ، سياسات أسعار الصرف ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد 23 نوفمبر 2003 ، السنة الثانية ، ص 2 .

. وفي حقيقة الأمر أن سعر الصرف الاسمي لا يهم الاقتصاديين بقدر ما يحويه من قوة شرائية أي كمية السلع والخدمات التي يمكن اقتناؤها بنفس المبلغ من العملة المحلية وهو ما يعرف بسعر الصرف الحقيقي .

2-2- سعر الصرف الحقيقي :

سعر الصرف الحقيقي يمثل التحركات في سعر الصرف الاسمي معدلة بنسبة التضخم في بلدين مختلفين[1]، وسعر الصرف الاسمي كما أسلفنا هو سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية، وتعديل أسعار الصرف الاسمية بمعدلات التضخم يعطينا مؤشر حقيقي على القوة الشرائية لأسعار صرف العملات (أي العدد الحقيقي من السلع والخدمات الأجنبية الممكن شراؤها بوحدة واحدة من النقد المحلي)[2].

ويتم حساب سعر الصرف الحقيقي وفق الصيغة التالية [3]:

$$R_e = e\,\frac{P^*}{P}$$

حيث :

Re : سعر الصرف الحقيقي .

e : سعر الصرف الاسمي .

P^* : مؤشر الأسعار في الدولة الأجنبية .

P : مؤشر الأسعار في الدولة المحلية .

ومعنى ذلك أن سعر الصرف الحقيقي هو عبارة عن سعر الصرف الاسمي مرجحاً بمستويات الأسعار النسبية، لذلك إذا كان معدل التضخم في الدولة المعنية أسرع من نظيره في دولة أجنبية، فينبغي أن يرتفع سعر الصرف الاسمي من أجل تثبيت سعر الصرف الحقيقي والجدير بالذكر أن هبوط Re يعد ارتفاعاً في سعر الصرف الحقيقي والذي يقلل من التنافسية الدولية للبلد موضع الاعتبار بينما الارتفاع في Re يؤدي إلى زيادة التنافسية الدولية لذلك البلد.

2-3- سعر الصرف الفعلي :

يعبّر سعر الصرف الفعلي عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية معينة . وبالتالي مؤشر سعر الصرف الفعلي يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية، وهو يدل على مدى تحسن وتطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو لسلة من العملات الأخرى، ويمكن قياسه باستخدام مؤشر LAS PEYRES للأرقام القياسية[4] :

1- Bishop Paul, Dixon Don, Foreign exchange Handbook, managing risk and opportunity in global -currency market 1 st ed,Mc Graw- Hill,USA.1992,P26

2- Eiteman David k , Stone hill Arthur, Business Finance, Pearson Addison Wesley, USA, 2004,P138

3 – سيى بول هالوود ،رونالد ماكدونالد ، ترجمة محمود حسن حسنى ،النقود والتمويل الدولي، دار المريخ ، السعودية ، 2007، ص 55.

4 – قدري ، عبد المجيد ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003 ، ص 105

$$TCNE=\{ \sum_p Z_P X_0^p (e_t^p/e_t^r)/\sum_p X_0^p (e_o^p/e_0^r) \} \times 100$$

$$TCNE=\sum_p Z_P \frac{(e^{pr})t}{(e^{pr})0} \times 100$$

$$TCNE=\sum_p Z_P INER_{pr} X100$$

حيث :

$(e^{pr})_t$ ، $(e^{pr})_0$ سعر صرف عملة البلد P بالعملة المحلية في سنتي القياس و الأساس على التوالي .

$INER_{pr}$:مؤشر سعر الصرف الثنائي الاسمي في سنة القياس مقارنة بسنة الأساس .

e_t^p , e_0^p : سعر صرف عملة البلد مقارنة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس 0 .

e_t^r , e_0^r : سعر صرف العملة المحلية مقومة بالدولار في سنة القياس t أو سنة الأساس 0.

X_0^P : قيمة الصادرات إلى الدولة P في سنة الأساس ومقومة بعملتها وهي تستخدم كوزن ثابت للدولة P في حساب مؤشر لاسبيرز .

Z_P : حصة الدولة P من إجمالي صادرات الدولة المعنية r مقومة بعملة هذه الأخيرة .

يمكن لسعر الصرف الفعلي أن يختلف من حيث قيمته، بالنظر إلى امكانية اختلاف عدة عوامل مثل: سنة الأساس، قائمة عملات البلدان المتعامل معها والأوزان المعتمدة في تكوين السلة، فإذا كان هدف المؤشر هو قياس أثر تغيّر سعر الصرف على عوائد الصادرات، فتستخدم الصادرات الثنائية في تحديد أوزان المؤشر، أمّا اذا كان الهدف هو قياس الأثر على ميزان المدفوعات فتستخدم الواردات الثنائية في تحديد الأوزان، وإذا كان الهدف هو قياس عوائد صادرات سلعة أو عدد من السلع بالنسبة لبلد إلى العالم فتستخدم حصص البلدان المنافسة من الصادرات العالمية في تكوين الأوزان في المؤشر. أمّا بالنسبة لسنة الأساس فيتم اختيار سنة يكون فيها اقتصاد البلد المعني قريب من التوازن[1].

2-3-1- سعر الصرف الفعلي للصادرات :

هو عدد وحدات العملة المحلية الممكن الحصول عليها لقاء ما تبلغ قيمته دولاراً واحداً من الصادرات، ((بفرض الدولار هو العملة الأجنبية)) بشرط أن تؤخذ بعين الاعتبار رسوم التصدير، و الإعانات المالية والرسوم، وغير ذلك من التدابير المالية والضريبيّة التي تؤثر في سعر الصادرات .

[1] – قدري ، عبد المجيد ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003 ، ص 106

2-3-2- سعر الصرف الفعلي للواردات :

هو عدد الوحدات من العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته دولاراً واحداً من الواردات، على أن يؤخذ بعين الاعتبار التعريفات الجمركية والرسوم الإضافية و الفائدة على ودائع الاستيراد، وغيرها من التدابير التي تؤثر على سعر الواردات .

2-4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي :

الواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدد من أسعار صرف ثنائية ومن أجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج، لا بد من أن يخضع هذا المعدل إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية. ويمكن التعبير عن هذا المعدل من خلال العلاقة التالية :

$$TCRE = \sum_P \frac{X_0^P\,(e^{pr})t / X_0^P (e^{pr})0}{(P_0^p/P_0^r)\,/\,(P_t^p/P_t^p)} \text{ X } 100$$

$$TCRE = \sum_P Z_P \left\{\frac{(e^{pr})t}{(e^{pr})0} \text{X} \frac{(P_t^p/P_t^r)}{(P_0^p/P_0^r)}\right\} \text{X}100$$

$$TCRE = \sum_P Z_P \, IRER_{pr} \; X\,100$$

حيث : P_t^P ، P_0^p : مؤشر أسعار الدولة P في سنتي القياس والأساس على التوالي .

P_t^r ، P_0^r : مؤشر الأسعار المحلية في سنتي القياس والأساس على التوالي .

$IRER_{pr}$: مؤشر سعر الصرف الثنائي الحقيقي .

ويعكس سعر الصرف عملة الشريك التجاري بالعملة المحلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تطور مؤشر أسعاره مقارنة بمؤشر الأسعار المحلية [1].

2-5- سعر الصرف العاجل :

يعّرف سعر الصرف العاجل بأنه سعر الصرف الأجنبي المستخدم في عمليات الشراء والبيع للعملات الأجنبية مقابل التسليم الفوري عادة خلال يومي عمل[2] . تتحكم به عوامل عدة منها:

أ- أسعار الفائدة .

ب- معدلات التضخم .

ت- موازين المدفوعات .

ث- المعلومات الاقتصادية والسياسية .

---

1 - نفس المرجع السابق ص 107 .

2 - Wang, Peijie , the Economics of foreign exchange and global finance, Springer ,Germany, 2005,p11

2-6- سعر الصرف الآجل :

هو السعر الذي يتم على أساسه بيع وشراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة ويتم تحديد هذا السعر وتاريخ التسليم و مبالغ العملتين موضوع التعامل في نفس تاريخ إبرام الصفقة وتتحكم بهذا السعر مجموعة من العوامل منها :

أ- عرض وطلب العملات الأجنبية .

ب- المضاربة .

3-العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

إن من يتتبع الأحداث الاقتصادية المختلفة يجد أنها العامل الرئيس الذي يؤثر على حركة سعر الصرف وتقلباته، والمتتبع للأحداث غير الاقتصادية يرى أيضاً أن سعر الصرف مرآه عاكسه لها ويكاد يقتنع بأن تحركاته تقترب من أن تكون عشوائية، كالعشوائية التي تتسم بها تلك الأحداث ولكن الحقيقة تشير إلى أن سعر الصرف ما هو الإ مؤشر يستجيب للمؤشرات الاقتصادية الكلية ولغرض دراسة العوامل المؤثرة في سعر الصرف سوف يتم تقسيمها إلى :

1- عوامل اقتصادية .

2- عوامل غير اقتصادية .

3-1- العوامل الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف:

3-1-1- التغيرات في معدلات الفائدة المحلية والأجنبية :

تعد معدلات الفائدة السائدة من أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف، إذ أن الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقة (وهي المعدلات التي تتكيف مع معدل التضخم المتوقع) سوف تجذب رأس المال الأجنبي مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف الأجنبي، وكذلك فإن ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقة لدى الدول الأخرى سوف يحفذ المستثمرين- في المدى القصير- على استبدال عملتهم الوطنية بالعملات الأجنبية وذلك لاجتناء المكاسب في أسواق تلك الدول. وهكذا فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية وزيادة العرض من العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها .[1]

3-1-2- الدخل الفردي وسعر الصرف:

يعد الدخل من المؤثرات المهمة في سعر الصرف ويأتي أثره في اتجاهين معاً :

[1] - الحسني، عرفان تقي ، التمويل الدولي ، دار مجدلاوي، عمان ، 2003 ، ص 159

أ- إن أي تغير في الناتج المحلي الإجمالي يدفع إلى تغير مشابه في الحساب الجاري بالزيادة أو النقصان، فعند الزيادة سينتعش الحساب الجاري دافعاً الطلب على العملة نحو الأمام والذي يؤدي إلى خفض سعر الصرف الأجنبي، والعكس يؤدي إلى رفعه، وهذا هو الأثر الرئيسي .

ب- مع افتراض تمتع رأس المال بحريّة الحركة فإنّ زيادة التدفق الرأسمالي تؤدي إلى زيادة الدخول النقدية في الدولة المستقبلة له مما يدعو إلى تنشيط طلبها الكلي بما فيه الطلب على الاستيرادات من البلد المصدر له، و في الوقت ذاته يترتب على التدفق الرأسمالي انخفاض الدخول النقدية في البلد المصدر له، الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب الكلي الداخلي بما فيه الطلب على الاستيرادات، ونتيجة الحالتين إي زيادة الطلب على صادرات البلد المعنى بتصدير رأس المال وانخفاض وارداته يتحقق فائض في الحساب الجاري يعوض العجز في حساب رأس المال طويل الأجل الناجم عن التدفق الرأسمالي الخارج مؤديا إلى رفع قيمة العملة المحلية وخفض سعر الصرف الأجنبي اتجاهها [1].

3-1-3- ميزان المدفوعات :

يعّرف ميزان المدفوعات على أنه سجل ينظم المعاملات الاقتصادية بين المقيمين في بلد معين وباقي بلدان العالم خلال فترة زمنية معينة غالبا ما تكون سنة .و يمكن معرفة تأثير ميزان المدفوعات على سعر الصرف من خلال جانبيه المدين والدائن، فالجانب الدائن يعمل على تحديد مقدار ما يمكن الحصول عليه من عملات أجنبية، أي انه يحدد عرض الصرف الأجنبي. أما بالنسبة للجانب المدين، فإنه يحدد الطلب على الصرف الأجنبي أي المعروض من العملة الوطنية[2] .

ويبدو أن ميزان المدفوعات هنا هو المتغير المستقل، وسعر الصرف هو المتغير التابع، وميزان المدفوعات يتخذ احد الأوضاع الثلاثة (التعادل ، الفائض، العجز) وتؤثر هذه الأوضاع على سعر الصرف كما في الحالات الآتية: ففي حالة التعادل بين جانبي ميزان المدفوعات أي تساوي الطلب المحلي على العملات الأجنبية مع عرض هذه العملات سيميل سعر الصرف إلى التوازن و الاستقرار أما في حالة العجز أي أن الطلب على الصرف الأجنبي يزيد عن عرضه فإن سعر الصرف الأجنبي يتجه إلى الانخفاض، وأما في حالة الفائض أي زيادة العرض الأجنبي على الطلب على الصرف الأجنبي سيميل سعر الصرف إلى الارتفاع وقد تم التأكد من ذلك من قبل أنصار نظرية الأرصدة إذ أشاروا إلى أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة موازين المدفوعات من تغير وليس على أساس كمية النقود وسرعة تداولها، ويبدو أن هناك تأثير متبادل بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف إذ أن كل منهما يؤثر بالأخر ويتأثر به .

---

[1] - الغالبي ، عبد الحسين ، مرجع سابق ص 75 .

[2] - مطوق ، ليلى ،تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في دول عربية مختارة للمدة(1984-2006)،رسالة ماجستير ، جامعة الكوفة، 2009 ، ص 23 .

3-2- العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف :

هناك العديد من العوامل غير الاقتصادية والتي لها تأثير كبير في سعر الصرف من أهمها :

3-2-1- الاضطرابات والحروب :

إن من العوامل المؤثرة في سعر الصرف ولا سيما في المدى القصير وأحيانا الطويل هي الاضطرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية والخارجية. التي تؤثر على أوضاع التجارة والصناعة والزراعة والمال التي من شأنها أن تغير الطلب على الصرف الأجنبي وبالتالي تغير سعر الصرف. حيث يزداد الإنفاق على المجالات العسكرية والأمنية، وتنخفض كفاءة الوحدات الاستثمارية ، بسبب التدمير أو تعطل المرافق العامة والخاصة فضلاً عن الانخفاض في الصادرات وغيرها من التأثيرات المباشرة، وغير المباشرة، والتي تؤدي في مجملها إلى فقدان الثقة بعملة البلد المعني[1]. وفي مثل هذه الظروف تسيطر الحكومة عادة على موارد الصرف الأجنبي وتقيد استعماله لخدمة الحرب، وشواهد الحروب والاضطرابات كثيرة، فقد تولدت اضطرابات كبيرة في أسعار صرف عملات عدد كبير من البلدان أبان الحربين العالميتين الأولى والثانية، وكذلك الليرة السورية خلال الفترة الحالية حيث انخفضت من 50 ليرة للدولار إلى اكثر من 300 ليرة للدولار اعتباراً من بداية عام 2011 حتى عام 2013. والليرة اللبنانية خلال فترة الحرب الأهلية حيث انخفضت الليرة من 4ليرات إلى 1500 ليرة للدولار الواحد وذلك بين عامي(1976-1990).

3-2-2- الإشاعات و الأخبار :

تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف الأجنبي سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة، فأحياناً تصدر الإشاعات من بعض المتعاملين أنفسهم حول مستقبل عملة ما ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير لا تلبث السوق أن تستعيد استقرارها .

وبسبب اعتماد سعر الصرف على عدد من المتغيرات التي يمكن متابعتها من الأخبار كالتوقعات حول أسعار الفائدة، أو عرض النقد فإن المتعاملين يتأثرون بكل الأخبار ذات العلاقة بها وبالبيئة الاقتصادية عموماً وكذلك أخبار الأحداث السياسية والحروب وغيرها من المتغيرات ذات التأثير على توجهات ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة وبالتالي سعر الصرف الخاص بها، وتأتي الاستجابة لهذه التغيرات معتمدة على قوة تجاوب السوق معها فقد تكون في بعض الأحيان حساساً وقوياً وفي أخرى أقل من ذلك لاختلاف استجابات المتعاملين .[2]

---

[1] - الغالبي ، عبد الحسين ، مرجع سابق ،ص 81

[2] – العصار ، رشاد ، المالية الدولية، دار الميسرة للنشر ، عمان ، الأردن ، 2000 ، ص 46 .

3-2-3- خبرة المتعاملين وأوضاعهم :

يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية في ضوء مهاراتهم وخبراتهم بالسوق وأحواله وبتحديد اتجاه الأسعار واتخاذ قراراتهم بشأنها وتحديد ما إذا كان من الضروري تعديلها أو إبقاؤها على ما هي عليه، وبناءاً عليه فإن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين ومهاراتهم، فضلاً عن أسعار الصرف تتأثر بالقوة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة لتنفيذ عملياتهم المختلفة كما تتأثر بحجم التزاماتهم القائمة فإن كانت كبيرة سيتطلب إقناعهم بالتزامات إضافية تغير جذري في السعر لزيادة حجمها والعكس يحدث إن كانت قليلة .

ثانياً :النظريات المفسرة لسعر الصرف:

إن تعدد الأنظمة النقدية التي اتخذت مقاييس مختلفة، يتم على أساسها اختيار القاعدة النقدية، هذا بالإضافة إلى اختلاف المؤشرات الاقتصادية والمالية المقدمة في تحديد قيمة العملة، أدى إلى تعدد النظريات المفسرة لسعر الصرف وسوف نأتي على ذكر أهم هذه النظريات .

1- نظرية تعادل القوة الشرائية: Purchasing Power Parity (ppp)

تنسب نظرية تعادل القوة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي *Gustav Cassel* الذي قدمها في عشرينات القرن الماضي، وطبقاً للصيغة العامة لمبدأ تعادل القوة الشرائية يجب أن نكون قادرين على شراء نفس السلع والخدمات في أي دولة مقابل نفس المقدار من العملة((أي أن الناس يقدرون العملة بمقدار ما يستطيعون شراءه بها)) . إن المفهوم الأساسي لتعادل القوة الشرائية يتمثل في القول بأن سعر الصرف يعتمد على مستويات الأسعار وليس العكس[1] .

وتعتمد هذه النظرية على الصيغ التالية في تفسيرها لسعر الصرف :

1- مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق .

2- مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي.

1-1- مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق : (APPP)

يساوي تعادل القوة الشرائية بين عملتين، سعر الصرف التعادلي بين هاتين العملتين، مقاساً بمستوي الأسعار في بلدي العملتين، وفي إطار نظام صرف حر. يعتمد تعادل القوة الشرائية على ما يسمى بقانون السعر الواحد، بمعنى إن التدفق الحر للتجارة الدولية سيؤدي إلى تساوي أسعار السلع في مختلف مناطق

[1] – سي بول هالوود ورونالد ماكدونالد، مرجع سابق ، ص 211 .

العالم، و إلا كان هناك فرصة للمراجحة التي يمكن استغلالها من قبل المضاربين.[1] إذاً يرتكز هذا المبدأ على قانون السعر الواحد الذي يعطى بالعلاقة التالية :

$$P_1 = S\,P_1^* \qquad (1)$$

حيث :

P_1 : هو سعر السلعة (1) في الدولة المحلية .

P_1^* : هو سعر السلعة (1) في الدولة الأجنبية .

S : هو سعر الصرف الفوري(سعر الوحدة من العملة الأجنبية بالعملة المحلية) .

ويمكن القول أن هذا المبدأ يقوم على أساس أنه يوجد ميل لتساوي سعر أية سلعة أينما وجدت في العالم إذا ما قيست بنفس العملة . ويقوم هذا المبدأ على الافتراضات التالية[2] :

- لا توجد تكاليف نقل .
- توجد معرفة تامة من قبل كل المتعاملين في السوق بأسعار كل سلعة في البلدين المحلي والأجنبي .
- لا توجد عقبات أمام تدفق التجارة .
- السلعة متجانسة .

ومن قانون السعر الواحد يمكننا أن نشتق نموذج (PPP) في صيغته المطلقة، وبما أن قانون السعر الواحد يشير إلى سلعة واحدة، فإذا كونّا سعراً قياسياً عاماً في أي بلدين حيث يتساوى وزن كل سلعة في السعرين القياسيين، فإننا نستطيع اشتقاق المعادلة (2) كما يلي :

$$\mathbf{P = SP^*} \qquad (2)$$

حيث إن (P,P^*) هي الأسعار القياسية في الدولة المحلية والأجنبية على التوالي . وإذا أعدنا كتابة هذه المعادلة سنحصل على :

$$\mathbf{S = \frac{P}{P^*}} \qquad (3)$$

وتقول المعادلة (3) أن سعر الصرف الفوري بين عملتين يساوي النسبة بين السعرين القياسيين للدولتين بعبارة أخرى يمكننا القول أن مستويات الأسعار في البلدين مقاسة بالعملة المحلية تساوي :

$$\frac{P}{SP^*} = 1$$

[1] – المفلح ، هزاع ، التمويل الدولي ، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، حلب ، 2007، ص 336 .

[2] - نفس المصدر السابق ص 337 .

1-2- مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي :

أي أن سعر الصرف بين عملتين يجب أن يتعدل ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين البلدين. ويستخدم هنا التغير في مستوى الأسعار وليس مستويات الأسعار نفسها، إذا لابد من تحديد نقطة انطلاق وهنا يكون من الضروري حساب مستويات التضخم، والفرق في مستويات التضخم بين فترتين يجب أن يساوي التغير في سعر صرف العملتين خلال نفس الفترة . وبعكس الصيغة المطلقة، فإن الصيغة النسبية تبنى على أساس الفرضيات التالية [1]:

- حرية انتقال المعلومات .
- الأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل .
- إزالة الحواجز التجارية التي تحد من تكافؤ الأسعار معبراً عنها بالعملتين .

ويمكننا التعبير عن مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي من خلال العلاقة التالية :

$$S = b\ \frac{P}{P^*} \qquad (4)$$

حيث :

b : ثابت يعكس العوامل التي تمنع المبدأ في صيغته المطلقة من التطبيق أي أنه يمكن أن يكون مقياساً لتكاليف النقل والمعلومات .....الخ .

ويمكن تفسير الصيغة النسبية لمبدأ PPP كما يلي :

بما أن b : ثابت فإن معدل التغير في سعر الصرف بين العملتين يساوي الفرق بين معدل التغير في مستويات الأسعار في كل من الدولتين .

$$\frac{ds}{s} = \frac{dp}{p} - \frac{dp^*}{p^*} \qquad (5)$$

وهكذا فإن مبدأ PPP النسبي يرتكز على التحركات في سعر الصرف ويعكس الفارق في معدلات التضخم ، وتعكس المعادلة *(5)* الاعتقاد السائد الذي يشير إلى أن الارتفاع في مستوى الأسعار المحلية بسرعة أكبر من مستوى الأسعار الأجنبية سيؤدي إلى انخفاض سعر الصرف والعكس صحيح[2].

إذاً يربط تعادل القوة الشرائية النسبي بين التغير النسبي في سعر الصرف الفوري لعملة معينة والتباين في معدل التضخم بين الدول خلال فترة معينة من الزمن ويمكننا بالتالي كتابة المعادلة (*5*) بشكل آخر كالتالي :

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{I_h - I_f}{1 + I_f}$$

S_t و S_{t-1}: تمثل أسعار الصرف الفورية للفترات (t) و (t-1) .

---

[1] - سي بول هالوود وروناالد ماكدونالد، مرجع سابق ، ص ص 214-215

[2] - المفلح ، هزاع ، مرجع سابق ، ص 338 .

وكلاً من (I_h) و (I_f): تمثل معدلات التضخم المحلية والأجنبية خلال الفترات ($t,t-1$) . وفي حال وجد تعادل القوة الشرائية PPP فإن سعر الصرف الفوري المتوقع في نهاية الفترة ($t-1$) يعطى بالمعادلة التالية :

$$E(S_t)= S_0 \left[1 + \frac{I_h - I_f}{(1+I_f)}\right]^t$$

و يمكننا أن نحدد ميزان القوة الشرائية كالتالي :

$$\frac{1 + i_{h,t}}{1 + i_{f,t}} = \frac{e_t}{e_0}$$

حيث :

e_t : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t .

e_0 : قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن 0 .

$i_{h,t}$: حجم التضخم المحلي بين الزمن 0 والزمن t.

$i_{f,t}$: حجم التضخم في البلد الأجنبي بين الزمن 0 والزمن t.

الانتقادات الموجهة إلى نظرية تعادل القوة الشرائية :

تعرضت هذه النظرية أكثر من غيرها من النظريات المتعلقة بسعر الصرف للعديد من أوجه النقد والتحليل ، باعتبارها أول نظرية تضع الاقتصاديين الذين جاؤوا بعد *Cassel* على طريق تحليل العوامل المؤثرة في تحديد سعر الصرف ، وعليه فإنّ هذه النظرية تعرضت للانتقادات التالية :

1. تعتمد النظرية على فكرة القوة الشرائية للنقود ، وهي فكرة من الصعب تحديدها والواقع أن قيمة النقود أو قوتها الشرائية أمر نسبي ، فنحن نعلم قوة النقود الشرائية بملاحظة التطور الذي يطرأ عليها أي نحن نعلم قوة النقود الشرائية النسبية ، أما قوتها المطلقة في أي لحظة من اللحظات فأمر من الصعب تحديده [1].
2. النظرية تفترض وجود علاقة سببية بين مستوى الأسعار وسعر الصرف، فالأسعار هي السبب وسعر الصرف هو النتيجة ، ومعنى هذا أن مستوى الأسعار هو الذي يحدد سعر الصرف ، والواقع أنه كما تتحكم الأسعار الداخلية في سعر الصرف ، قد يؤثر هو فيها ، فتدهور سعر الصرف في عديد من الدول كان سبباً في تدهور الأسعار الداخلية بحيث كانت هذه الأسعار تسير على وفاق مع تقلبات سعر الصرف كما أن سعر الصرف قد يتغير مستقلاً عن مستوى الأسعار كأن تفرض تعريفه جمركية يكون من أثرها رفع قيمة العملة في الخارج من غير أن ترفع الأسعار الداخلية .

[1] - حشيش ، أحمد عادل ، أساسيات الاقتصاد الدولي ،منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2003 ، ص 188.

3. أنها لا تأخذ بعين الاعتبار أثار تحويلات الفوائد وحركة رؤوس الأموال بين الدول على سعر الصرف حيث تأخذ بالاعتبار قوتها الشرائية فقط دون أن تأخذ مثل هذه الاعتبارات التي يمكن أن تمارس أثراً هاماً على سعر الصرف[1] .
4. أن هذه النظرية تنطبق على الأمد الطويل أكثر منه في الأمد القصير [2].
5. أن نظرية تعادل القوة الشرائية لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية وليس بكامل ميزان المدفوعات .
6. هناك عناصر أخرى غير الأسعار تؤثر على الميزان التجاري وميزان المدفوعات، خاصة مرونة الطلب بالنسبة للدخل ، و بالنسبة للأسعار وكذلك مرونة الصادرات والواردات بالنسبة لنفس المتغيرين.

و عليه يلاحظ عدم واقعية هذه الفرضية والفروض التي تستند إليها وإنما المفروض أن توضح ضرورة أن تكون التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف متناسبة مع التغيرات في نسبة المستوى العام للأسعار[3].

ومنه يتوقف مدى نجاح هذه النظرية في تفسير سعر الصرف على :

- سيادة حرية التجارة الدولية ، ذلك أن وجود قيود من شأنه تشويه الأسعار .
- سيادة حرية تحويل النقود من دول إلى أخرى ، وعدم إخضاع ذلك لنظم رقابية .

2- نظرية الأرصدة ((نظرية ميزان المدفوعات)):

تقوم هذه النظرية على اعتبار أنّ القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغيير، فإذا حقق ميزان المدفوعات لدولة ما فائضاً فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية، وهو يقود إلى ارتفاع قيمتها الخارجية. ويحدث العكس عند حدوث عجز في ميزان المدفوعات، والذي يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية بما يقود إلى انخفاض قيمتها الخارجية [4].

وتتلخص الأفكار الرئيسة التي جاءت بها هذه النظرية بما يلي[5] :

1. إن سعر الصرف يتحدد كما تتحدد أسعار السلع الأخرى وفقاً لقوى العرض والطلب .
2. إن سعر الصرف يتحدد وفقاً للكميات المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي .
3. إن الكميات المعروضة والمطلوبة من الصرف الأجنبي مشتقه من حقوق البلد و ديونه الخارجية .
4. يتحدد سعر الصرف بالمركز المالي الخارجي لميزان المدفوعات، فينخفض سعر الصرف الأجنبي إذا كان ميزان المدفوعات فائضاً ويرتفع سعر الصرف الأجنبي إذا كان ميزان المدفوعات يعاني من العجز .

---

1 - خلف ، فليح، التمويل الدولي ، الوراق للنشر ، عمان الأردن ، 2004 ، ص 78
2 - الحسني ، عرفان تقي ، مرجع سابق ص 167.
3 - المفلح ، هزاع ، مرجع سابق ، ص 342.
4 - قدري، عبد المجيد ، مصدر سابق ذكره ،ص 123.
5 مطوق ، ليلى ،تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في دول عربية مختارة للمدة(1984-2006)،رسالة ماجستير ، جامعة الكوفة، 2009 ، ص 7 .

5. إن ميزان المدفوعات هو عامل مستقل يؤثر ويتأثر وأن سعر الصرف هو عامل تابع يتأثر بميزان المدفوعات ولا يؤثر فيه .

غير أنه يؤخذ على هذه النظرية الأتي :

1. إن الاعتماد على ميزان المدفوعات في تحديد أسعار الصرف للعملة مسألة غير واقعية لوجود تأثير متبادل بين الاثنين، فكما أن ميزان المدفوعات يؤثر في أسعار صرف العملة فإن سعر الصرف نفسه يؤثر هو الأخر في ميزان المدفوعات من خلال تأثير كل من المستوردات والصادرات بوضع سعر صرف العملة .

2. يؤثر تدخل الدولة في قاعدة العرض والطلب سواء كان تدخلاً جزئياً أو كلياً لتحديد سعر الصرف الخارجي للعملة.

3. يصعب تحديد وضع ميزان المدفوعات الذي يحدد سعر الصرف هل هو التوازن الحسابي أم التوازن الاقتصادي، فالتوازن الحسابي يتحقق عندما تتساوى إيرادات البلد من الصرف الأجنبي مع مدفوعاته خلال أية مدة من الزمن أي أنه ينصرف إلى حسابات حقوق البلد وديونه جميعاً فليس من مدلول في بنائه النظري على أساس القيد المزدوج، لذا فإنه قد يخفي وراءه اختلالات في النشاط الاقتصادي لذلك البلد .

3- النظرية النقدية لتفسير سعر الصرف:

تفترض هذه النظرية بأن سعر الصرف يتحدد من خلال توازن الطلب الكلي مع العرض الكلي من العملة الوطنية لكل بلد. وبافتراض إن عرض النقد للبلد يتحدد بصورة مستقلة من السلطة النقدية، في حين يعتمد الطلب على النقود على مستوى الدخل الحقيقي للبلد، والمستوى العام للأسعار، وسعر الفائدة، فهنا إذا ارتفعت الأسعار ومعها الدخل الحقيقي سوف يزداد الطلب على النقود من قبل الأفراد والمشروعات لاستخدامها في معاملاتهم اليومية، كذلك فإنه إذا ارتفع سعر الفائدة، سترتفع كلفة حيازة النقود (السائلة أو الودائع تحت الطلب التي لا تحمل فائدة) بدلاً من الأصول التي تحمل فائدة(كالأسهم) . وبالتالي فإن العلاقة عكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة إذن في ظل مستوى معين من الأسعار والدخل الحقيقي يتحدد سعر الفائدة التوازني بتقاطع منحى الطلب وعرض النقود في كل بلد .

ولو فرضنا أن سعر الصرف الأجنبي في حالة توازن، أي عند تكافؤ الفائدة وبافتراض أن السلطة النقدية في البلد المحلي قد زادات من عرض النقود بحدود *10* % ولكن دون حدوث تغير مماثل في دولة أخر . فهنا يتوقع أن يرتفع المستوى العام لأسعار الدولة الأولى بنسبة *10*% أيضاً وسيتأثر سعر صرف عملته إزاء عملة الدولة الثانية، حيث ستنخفض قيمتها بمقدار *10* % أيضاً[1] .

[1] - الحسني ، عرفان تقي ، مرجع سابق ص ص 167-168 .

فالذي حصل أن الزيادة في عرض النقد لدى الدولة الأولى، أدى إلى انخفاض في أسعار الفائدة فيها مما شكل حافزاً على تدفق الاستثمارات المالية إلى الدولة الثانية، وبالتالي ستتأثر الأسواق المالية وأسعار الصرف مباشرة، من خلال زيادة الطلب على عملة البلد الثاني وزيادة عرض عملة البلد الأول .

وقد تعرضت هذه النظرية للعديد من الانتقادات في تفسيرها لسعر الصرف أهمها :

- إنها أهملت التقلبات في أسعار صرف العملات الرئيسية طوال فترة التعويم منذ عام 1971.
- ركزت على دور النقود وأهملت دور التجارة كمحدد هام لأسعار الصرف وخاصة على الأمد الطويل .
- افترضت بأن الأصول المحلية والأجنبية (كالأسهم والسندات) بدائل تامة لبعضها البعض.

4- نظرية توازن محفظة الأوراق المالية :

استخدمت هذه النظرية كبديل لنظرية كمية النقود حيث أنها تختلف عنها في النقاط التالية[1] :

- تفترض نظرية المحفظة بأن الأسهم المحلية والأجنبية ذات بدائل غير كاملة .
- يتحدد سعر الصرف من خلال توازن العرض مع الطلب على الأصول المالية حيث تدخل النقود كأحد عناصرها فحسب.
- للتجارة دور أساسي في تحديد سعر الصرف .

حيث تنص هذه النظرية على أن الطلب على النقود يعتمد على الطلب على الأصول المالية وليس على العملة نفسها لذلك فإن زيادة الطلب على نوع معين من الأصول في إحدى الدول سيؤدي إلى زيادة الطلب على عملة تلك الدولة مما يرفع من قيمتها في سوق الصرف الأجنبي و كثيراً ما يحصل ذلك عندما يصبح نوع معين من الأصول جاذباً للمستثمرين [2].

5- أفكار حديثة لتفسير سعر الصرف :

وجدت عدة أفكار لتحديد أسعار الصرف وذلك من خلال الاتجاهات الآتية :

- أن للمضاربة تأثيراً كبيراً في التقلبات اليومية لأسعار الصرف فلما كانت السوق النقدية هي سوق للاستثمارات قصيرة الأجل ويرتكز معظم نشاطها في سوق الصرف الأجنبي إذ يبيع أو يشتري المستثمرون العملات توقعاً للارتفاع أو للانخفاض في قيمتها فقد يقوم المستثمرون ببيع ما لديهم من عملة بلد ما بسبب توقع انخفاض سعر تلك العملة، فهذا يؤدي إلى اتجاه الأرصدة إلى الخارج أو قد يقوموا بشراء عملة بلد ما بسبب توقع ارتفاع سعرها مما يؤدي إلى اتجاه الأرصدة نحو الداخل .
- يمكن فهم أسعار الصرف من خلال الاعتماد على النموذج الذي يأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن ولا يمكن الاعتماد على النموذج الاستاتيكي .

---

1 - المرجع السابق ص 169 .

2 - أل شبيب ، دريد كامل، مرجع سابق ، ص 42 .

- إن للحكومات والبنوك المركزية أثراً كبيراً في أسواق الصرف إذ تتدخل بعض الحكومات في سعر صرف عملتها عن طريق فرض الرقابة على عمليات الصرف الأجنبي كوسيلة لحماية القيمة الخارجية للعملة والحد من المضاربة لمكافحة تهريب رؤوس الأموال وقد يتدخل البنك المركزي بائعاً أو مشترياً للعملة في حالة تذبذب سعر صرف عملته بدرجة غير مرغوب فيها ، فيدخل بائعاً للعملة الأجنبية عندما يرتفع سعر الصرف ويدخل مشترياً لها عندما يهبط سعر الصرف .
- التغيرات في أسعار الفائدة يحددها اتجاه وحركة الأرصدة النقدية والمالية في أي بلد من البلدان (في حالة عدم تدخل السلطات النقدية في تحديدها) إذا أن سعر الفائدة المرتفع سوف يؤدي إلى حركة الأرصدة النقدية نحو الداخل وإذا كان الاقتصاد في حالة الاستخدام غير الكامل وفي ظل شروط توازن اقتصادي ومالي داخلي، فإن حركة الأرصدة النقدية سوف تؤدي إلى زيادة معدلات نمو الناتج القومي من دون ضغوط تضخمية، أما أذا كان الاقتصاد في حالة الاستخدام الكامل أو كان من الاقتصادات ذات الطاقة الاستيعابية المحدودة (كما هو الحال في الدول النامية) فإن ارتفاع سعر الفائدة الذي يحدث لأسباب غير نقدية يؤثر في حركة الأرصدة النقدية مما يؤدي إلى ضغوط تضخمية تنعكس سريعاً على المستوى العام للأسعار فتؤدي إلى انخفاض سعر الصرف[1].

[1] - مطوق ، ليلى ،تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في دول عربية مختارة للمدة(1984-2006)،رسالة ماجستير ، جامعة الكوفة، 2009 ، ص 9 .

المبحث الثاني

نظم الصرف والعوامل المؤثرة في اختيار نظام الصرف

أولاً : نظم الصرف:

لقد عرف نظام الصرف عدّة محطات في تطوره بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى النظام العائم ويقصد بنظام الصرف تلك الكيفية التي حددت على أساسها أسعار صرف العملات.

إن تعدد أنظمة الصرف يرتبط بتعدد الأنظمة النقدية، إلا أن جميعها يهدف إلى إيجاد قاعدة يمكن من خلالها تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى، وتنوع أنظمة الصرف في الزمان والمكان، نتج عن تنوع المقاييس التي تتخذها الدول في حساب القيم الاقتصادية، وهو ما يعرف بالقاعدة النقدية، وسوف يناقش الباحث في هذا المبحث نظم الصرف عبر تطورها التاريخي بالإضافة إلى العوامل التي تلعب دوراً مهماً، في اختيار نظام الصرف المناسب لكل دولة وذلك حسب أوضاعها الاقتصادية، ومستوى التقدم الاقتصادي فيها، وبطبيعة الحال يوجد نوعان من أنظمة الصرف يندرج تحتها العديد من الأشكال المختلفة للصرف هي :

1. نظام الصرف الثابت .
2. نظام الصرف المرن .

1- نظام الصرف الثابت :

مما لا شك فيه أن هذا النظام غذَّى المعاملات التجارية الدولية لفترة طويلة متمثلاً بقاعدة الذهب عبر مراحل تطورها المختلفة كنظام الذهب الكامل ثم نظام السبائك الذهبية، ثم نظام الصرف بالذهب وعلى الرغم من هجرة هذه القاعدة في مطلع السبعينات من القرن الماضي فإن الصرف الثابت لم ينته بل استمر في صورة التثبت إلى عملة رئيسية كالدولار و الجنيه الإسترليني أو إلى سلة عملات كسلة حقوق السحب الخاصة أو أية سلة أخرى.[1]يراها البلد مناسبة لمعاملاته التجارية مع شركائه أو منافسيه التجاريين. إن نظام الصرف سواءاً أكان في ظل قاعدة الذهب أم النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب لا يكون ثابتاً ثباتاً مطلقاً بل فيه حدود للحركة تتراوح بين نقطتي خروج ودخول الذهب أو حدود التغير التي يسمح بها صندوق النقد الدولي وفق قاعدة بروتون وودز أو الحدود التي تسمح بها الدولة لسعر صرفها للتحرك ضمنها في قاعدة النقود الورقية.

---

1 - الغالبي ، عبد الحسين ، مرجع سابق ،ص 84 .

1-1- قاعدة الذهب :

تمثل قاعدة الذهب الشكل الأول والأساسي لنظام الصرف الثابت، حيث يتم بمقتضاه ربط قيمة العملة الوطنية لكل دولة من الدول المشتركة فيه بوزن معين من الذهب، وعلى هذا الأساس تنشأ علاقة سعريه محددة، وثابتة بين الذهب، والعملات الوطنية للدول المختلفة المشتركة في هذا النظام، ولذلك فإن هذه القاعدة تعد أساساً ما يسمى أسعار الصرف الثابتة[1] .

ويتميز نظام الصرف هنا بصفة الاستقرار بسبب ثبات نسب مبادلة العملات الخاضعة لقاعدة الذهب، إلا أن هذا الاستقرار المطلق لسعر الصرف لا يتحقق دائماً بل هناك حدود يتغير داخلها سعر الصرف، وهذه الحدود هي ما يعرف بنقطة خروج الذهب ونقطة دخوله، وفقاً لقوى العرض والطلب الخاصة بكل من عملة الدولة وعملات الدول الأجنبية، إذ كلما زاد طلب الخارج على عملة الدولة عن طلب الدولة على عملات الخارج اتجه سعر الصرف إلى الانخفاض إلا إنه لا يتجاوز في انخفاضه حدود دخول الذهب إلى الدولة، وبالعكس فإنه كلما زاد طلب الدولة على عملات الخارج على طلب الخارج على عملة الدولة اتجه سعر الصرف إلى الارتفاع لكن لا يتجاوز في ارتفاعه حد خروج الذهب من الدولة[2] .

ولقد استمر العمل بهذه القاعدة من عام 1870 حتى عام 1914 ما عدا بريطانيا حيث بدأت العمل بهذه القاعدة عام 1816 حتى عام 1914.

تقوم هذه القاعدة على الأسس التالية حيث يطلق عليها قواعد اللعبة :

- ✓ تثبت سعر الصرف الرسمي أو سعر التعادل والسماح بالتحويل بين النقود المحلية والذهب عند ذلك السعر.
- ✓ حرية استيراد وتصدير الذهب إلى الخارج بدون وجود محددات تعيق عملية التصدير هذه، أي لا يتم منع دخول وخروج الذهب من و إلى الدول.
- ✓ إصدار العملة المحلية والقطع المعدنية بتغطية ذهبية فقط .
- ✓ في حال حدوث أزمة سيولة قصيرة الأجل مترافقة مع خروج الذهب على المصرف المركزي أن يقرض بحرية للمصارف المحلية بأسعار فائدة أعلى .

أما سعر الصرف فقد كان يتحدد على أساس كمية الذهب التي تحتويها العملة مقارنة مع العملات الأخرى فمثلاً إذا كانت الليرة السورية تحتوي على (*2.55886*) غرام من الذهب في حين كان الدولار الأمريكي يحتوي على (*2.33874*) غرام من الذهب فإن :

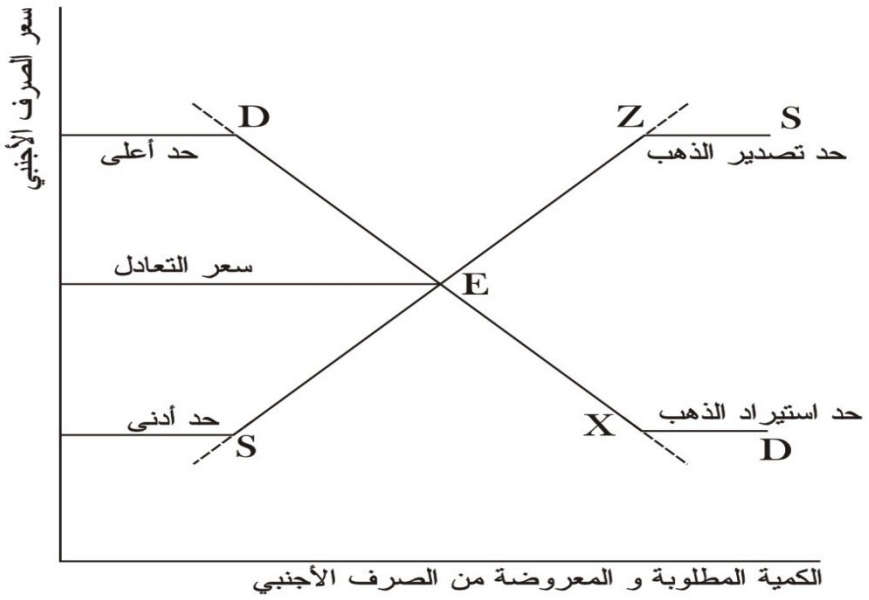
---

1 - خلف ، فليح ، مرجع سابق ، ص 69 .
2 - المفلح ، هزاع ، مرجع سابق ، ص 52 .

سعر صرف الليرة = $\frac{\text{المحتوي الذهبي لليرة السورية}}{\text{المحتوى الذهبي للدولار الأميركي}} = \frac{2.55886}{2.33874} = 1.094$ دولار .

سعر صرف الدولار = $\frac{\text{المحتوى الذهبي للدولار الأميركي}}{\text{المحتوى الذهبي لليرة السورية}} = \frac{2.33874}{2.55886} = 0.9139$ ليرة سورية .

ويمكن توضيح الآلية التي تعمل بها القاعدة وفق الشكل (1-1) :



الشكل (1): آلية عمل قاعدة الذهب

يتحدد سعر التعادل بتقاطع منحني الطلب (DD) مع منحني العرض (SS) ويتحقق ذلك في النقطة (E) بينما سعر الصرف يتأرجح صعوداً وهبوطاً عن سعر التعادل بمقدار تكاليف نقل الذهب والتأمين عليه. فلو افترضنا أن سعر الصرف ارتفع أكثر من (سعر التعادل + كلفة النقل) فسيكون من المربح للأفراد والبنوك شراء الذهب بالليرة السورية وتصديره إلى الولايات المتحدة الأمريكية لشراء الدولارات الأمريكية وبيعها في سورية للاستفادة من ارتفاع سعر الصرف محققين ربحاً يعادل الفرق بين كلفة جلب الدولارات وسعر بيعها في سورية وبتكرار هذه العملية يصبح عرض الدولارات كبيراً ومنحني العرض يكون لانهائي المرونة كما في النقطة (Z) بينما يكون الطلب عليه قليلاً مما يؤدي إلى خفض سعر الصرف إلى الحد الذي يساوي (سعر التعادل + كلفة النقل) حد تصدير الذهب ، أمّا في حالة انخفاض سعر الصرف بما يقل عن (سعر التعادل- كلفة النقل) فيقوم الأفراد بشراء الذهب من الولايات المتحدة الأمريكية وينفق عليه كلفة النقل لبيعه في السوق

السورية إلى الحد الذي يجعل منحني الطلب لانهائي المرونة كما في النقطة (X) مؤدياً إلى ارتفاع سعر الصرف إلى الحد الذي يساوي (سعر التعادل – كلفة النقل) حد استيراد الذهب .

هذه الآلية تجعل سعر الصرف ثابتاً وليس مطلقاً فهو ثابت خارج المدى بين النقطتين (استيراد وتصدير الذهب)، ولكنه متغير داخل هذا المدى وهو يمثل المجال الذي تحصل فيه تقلبات سعر الصرف الخارجي، إذ لا يمكن أن يتجاوز نفقات النقل للذهب والتأمين عليه والفائدة الضائعة خلال مدة الشحن .

ولمَّا كان لحركة الذهب أثر في إعادة التوازن في سعر الصرف إذا ما اختلف عن سعر التعادل في المدة القصيرة، فإن لهذه الحركات الأثر في تحقيق التوازن في العلاقات الدولية في المدة الطويلة عن طريق التغير في مستويات الأثمان السائدة في كل دولة .

وهذا هو ما يسمى بنظرية (*Price specie- flow mechanism*) وكان أول من أشار إليها الاقتصادي دافيد هيوم في القرن الثامن عشر الميلادي ومقتضى هذه النظرية أن الدولة التي تحقق فائض ستقوم باستيراد الذهب مقابل هذا الفائض في حين إن الدولة التي تتعرض للعجز ستضطر إلى تصدير الذهب لتسديد هذا العجز وزيادة الذهب في دولة الفائض ونقصه في دولة العجز يؤدي إلى ارتفاع الأثمان في الأولى وانخفاضها في الثانية، نظراً لأننا في عالم يؤمن بالنظرية الكمية للنقود إذ أن زيادة الذهب تؤدي إلى زيادة النقود التي تفضي إلى زيادة الأثمان والعكس بالعكس

ومرت قاعدة الذهب عبر تطورها التاريخي بعدة أشكال[1] :

الشكل الأول: قاعدة المسكوكات الذهبية (نظام الذهب):

ويعتمد هذا النظام أساسا على تداول قطع ذهبية من قبل النظام النقدي أو على الأقل الجزء الغالب منه. وفي الحالة الأخيرة يتم تداول أوراق ثابتة إلى جانبها تمثل القطع النقدية تمثيلاً كاملاً . ولقد عمل بهذا النظام في الولايات المتحدة الأمريكية و حوالي خمسين دولة أخرى منذ أواخر القرن الثامن عشر حتى عام 1914 حيث أدخلت عليه بعض التعديلات واستمر العمل فيه سائداً في الولايات المتحدة فقط حتى أوائل الثلاثينات من القرن الماضي .

الشكل الثاني : قاعدة السبائك الذهبية :

وفي ظل هذا النظام تتحدد الوحدة الوطنية الأساسية للنقود على أساس كمية ثابتة من الذهب، ولكن يحتفظ بالذهب في صورة سبائك وليس في صورة مسكوكات أو عملات . كما أن السبائك الذهبية لا تستعمل في التداول وإنما تسحب من التداول ليتم الاحتفاظ بها عادة في خزائن البنك المركزي أو لدى السلطات النقدية ، وبالمقابل تقوم البنوك المركزية بإصدار نقود ورقية بقصد تمويل عمليات التبادل التجاري،

[1] - خصاونة ، صالح ،مبادئ الاقتصاد الكلي ،المؤسسة الصحفية الأردنية ،عمان ،ط 2 ، 2000 ، ص ص 224- 226 .

وقد بدأ العمل بهذا النظام عقب الحرب العالمية الأولى ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية التي بدأت العمل فيه في ثلاثينات القرن الماضي. و قد كان لهذا النظام فوائد ومزايا مختلفة، إذ ساعد على تركيز الاحتياطي الذهبي في أيدي البنوك المركزية أو السلطات النقدية الحكومية الأمر الذي أتاح لهم إمكانية إدخال نوع من الإدارة النقدية على نظامهم النقدي بدل أن يظلوا شبه خدم له . كما أتاح لهم شيء من الرقابة على حركة الذهب . وقد أدى كل هذا إلى استمرار الثقة في عملاتهم في الدخل والخارج على السواء .

الشكل الثالث :قاعدة الصرف بالذهب :

الصفة الأساسية لهذا النظام أنَّ ارتباط الوحدة النقدية لبلد ما بالذهب يكون ارتباطاً غير مباشر. كأن ترتبط الوحدة النقدية له بكمية ثابتة، مع الوحدة النقدية لبلد آخر يتبع نظام الذهب. و بذلك فإنه يتيح الفرصة للبلد الذي يتبعه بمزايا الذهب دون أن يتطلب بالضرورة الاحتفاظ باحتياطي ذهبي كغطاء مباشر لنقده المتداول، ولكنه بالمقابل يتطلب من البلد التابع أن يحتفظ بجزء كبير من احتياطياته الأجنبية على شكل نقد سائل أو اذونات وسندات حكومية تصدرها خزينة الدولة المتبعة .

ولكن بعد قيام الحرب العالمية الأولى وما خلفته هذه الحرب من أزمات اقتصادية كبيرة وحدوث عجز مالي ونقدي كبير في ميزانيات مختلف الدول التي شاركت في هذه الحرب. ظهرت الحاجة إلى آليات جديدة لتحديد قيمة عملات الدول.

1-2- الربط بعملة واحدة:

بموجب هذا النظام يتم ربط سعر صرف العملة المحلية بعملة أجنبية واحدة وبسعر شراء وبيع محددان وثابتان دون تعديل مقابل عملة المثبت تجاهها، ويعتبر هذا النظام من أفضل الأنظمة تفضيلاً من قبل واضعي السياسة النقدية وذلك لسهولة عملية الربط وحساب سعر صرف العملة [1].

إن مزايا هذا النظام تكون في مساعدة المستثمرين المحليين والأجانب فالمنتج المحلي يتمكن من تحديد كميات الإنتاج في ضوء الأرباح التي يطمح بتحقيقها ويتوقع الحصول عليها على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مع العملة الأجنبية المثبت سعرها، وكذلك يعطي هذا النظام الضمانات للمستثمر الأجنبي لتحويل أرباحه إلى الخارج بسعر صرف ثابت ومحدد وكذلك تسمح للمستثمر المحلي تحويل قيمة استثماراته بالعملة المحلية إلى العملات الأجنبية بسعر ثابت. ولكن من مساوئ هذا النظام انعكاس التغيرات الاقتصادية للدولة التي ثبت سعر صرف العملة المحلية اتجاهها على الأوضاع الاقتصادية المحلية وعلى البنك المركزي أن يلبي الطلب على العملات المحلية باستمرار منعاً لنشوء السوق السوداء .

---

1 - أل شبيب ، دريد كامل، مرجع سابق ، ص 54 .

ويعد الدولار الأمريكي العملة الدولية الرئيسية التي يتم الربط بها منذ نهاية الحرب العالمية الثانية حتى الآن وعلى الرغم من انخفاض دوره نسبياً بعد انهيار بريتون ووذ عام 1971 عاد ليكون أكثر العملات استعمالاً كعملة احتياطية وكعملة ربط أساسية[1].

1-3- الربط بسلة من العملات :

بموجب هذا النظام يتم ربط عملة البلد بسلة من العملات الأجنبية، وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين وغالباً ما تربط الدول النامية عملتها بالعملات الاساسية التي يعتمد عليها صندوق النقد الدولي، ويعتبر هذا النوع من أنظمة الربط آلية حديثة نسبياً ظهرت في أعقاب التعويم المدار عام 1973.[2]

وفي ظل هذا النوع فإن سعر الصرف للعملة المحلية سوف يتغير في ضوء التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية تجاه الدولار فإذا انخفض سعر صرف الدولار سيقابله ارتفاع في أسعار صرف العملات الأخرى، وبوجود تنافس بين الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأخرى ، إن هذا النظام يؤدي إلى الاستقرار النسبي لسعر صرف العملة التي ربط سعر صرفها بسلة من العملات لأن درجة التذبذب في أسعار الصرف تكون نسبياً قليلة وينخفض تأثير التغيرات الاقتصادية للدول التي تم اعتماد عملتها للربط على الدولة التي ربط سعر عملتها بسلة العملات .[3]

أخيراً هناك مجموعة من المزايا والفوائد التي يتحلى بها نظام الصرف الثابت ويمكن إجمالها بما يلي [4]:

- ✓ تشجع أسعار الصرف الثابتة التجارة الدولية وتعطيها البيئة المثلى وتضمن الانسيابية في تدفقها .
- ✓ إن الثبات في أسعار الصرف يهيئ الأرضية المناسبة للاستثمار طويل الأجل .
- ✓ إن استقرار أسعار الصرف تعطي الأسس الواقعية المؤكدة للتوقعات .
- ✓ يقلل المخاطر من المضاربة بالعملات الدولية .

إلى جانب تلك المزايا هناك مجموعة من المآخذ على اتباع نظام الصرف الثابت وهي [5]:

- ✓ يحتاج نظام الصرف الثابت إلى احتياطيات كبيرة من الصرف الأجنبي للتدخل بها من قبل السلطة النقدية في أسواق الصرف الأجنبي لشراء العملة المحلية للمحافظة على قيمتها تجاه الضغوط السوقية .
- ✓ لا يمكن في ظل نظام الصرف الثابت الاستفادة من ميزة التكييف الذاتي (الأوتوماتيكي) لميزان المدفوعات .

---

1 - حجار، بسام ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، بيروت، 2003 ، ص 160 .
2 - قدري ، عبد المجيد ، ص 116 .
3 - أل شبيب ، دريد كامل، مرجع سابق ، ص 55 .
4 حشيش ، أحمد عادل ، و شهاب، مجدي ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، دار الجامعية الجديدة ، بيروت ، 2005 ، ص 287 .
5 - الغالبي ، عبد الحسين ، مرجع سابق ،ص 90

- ✓ يساعد نظام الصرف الثابت على نقل التضخم والصدمات الخارجية بقوة إلى الاقتصاد المحلي
- ✓ تتعارض في كثير من الأحيان متطلبات السياسة الاقتصادية المحلية مع السياسات التي تمليها الظروف الخارجية للبلد . فمثلاً قد يعاني البلد من كساد وبطالة ويملي عليه توازنه الخارجي اتباع سياسة انكماشية .
- ✓ يحرم نظام الصرف الثابت الدولة من اتباع سياسة نقدية مناسبة لأوضاعها الاقتصادية الداخلية

ويجبرها على اتباع السياسة الكفيلة بتحقيق توازنها الخارجي أي أن العوامل الخارجية هي التي تملي السياسات الاقتصادية الداخلية .

2- نظام الصرف المرن :

إن نظام الصرف المرن يعني ترك سعر العملة يتحدد في السوق وفقاً لقوى العرض والطلب كأية سلعة أخرى وعليه لا تكون هذه العملة محددة أو معرفه بعملة دولية أو معيار دولي كالذهب[1]. ويتميز هذا النظام بالمرونة وقابليته للتعديل على أساس بعض المعايير منها المؤشرات الاقتصادية للبلد مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوئها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها [2]. وتتراوح أنظمة الصرف المرنة بين سعر الصرف العائم مروراً بسعر الصرف المدار و انتهاءً بسعر الصرف الزاحف .

1-4- التعويم المستقل :

في هذا المجال يحدد بعض الاقتصاديين الخصائص الاقتصادية للبلدان التي قد تسمح لعملاتها بالتعويم المستقل وهي كما يلي :

- حجم البلد .
- مدى انفتاحه الاقتصادي ودرجة الترابط المالي الدولي .
- التضخم .
- نمط التجارة الخارجية .

ويطلق على هذا النظام أيضاً التعويم النظيف، الذي يعبّر عن الشكل النظري لتعويم سعر الصرف، حيث يترك فيه لسوق الصرف حرية تحقيق التوازن التلقائي، كما يعكس غياب مشاكل الاحتياطي الرسمي للصرف.

---

1 - الغالبي ، عبد الحسين ، مرجع سابق ،ص 91 .
2 - قدري ، عبد المجيد ، مرجع سابق ، ص116 .

ويتبين من ذلك أن التعويم المستقل يمثل أحسن أوجه تعويم أسعار الصرف من الناحية النظرية، رغم أن الواقع الفعلي يثبت وجود تدخل ولو طفيف للبنك المركزي في سوق الصرف للحد من انحراف سعر الصرف التوازني .

ويتخذ التعويم المستقل شكلين أساسيين هما:[1]

- سوق المزاد: و يلعب البنك المركزي في هذه السوق دوراً حاسماً حيث يقرر حجم العملة الأجنبية التي تباع بالمزاد ، كما أن حصيلة الصادرات والخدمات المحددة تسلم للبنك المركزي بسعر الصرف السائد، وتجري السلطات المزادات عليها على أساس منظم (شهرياً مثلاً) .
- سوق ما بين البنوك : وفي هذه السوق تقوم البنوك التجارية، وكذلك المتعاملون في سوق الصرف بجميع عمليات الصرف، فيتحدد سعر الصرف عن طريق المفاوضات بين البنوك وعملائها، و الملاحظ من خلال تصنيف صندوق النقد لسنة *1978* أن التعويم المستقل كان ضعيفاً نسبياً مقارنة مع أنظمة الصرف الأخرى، لاسيما الأنظمة القائمة على الربط، و لكن الاتجاه نحو هذا النوع من الأنظمة أصبح يتسارع منذ الثمانينات حيث سجل أكبر عدد من البلدان القائمة على التعويم المستقل في سنة *1985* ب *58* دولة ويعكس الاتجاه نحو التعويم المستقل المشاكل الناتجة عن أنظمة الربط التي زاد في حدتها صدمات الاقتصاد الكلي .

1-5- **التعويم المدار** :

ضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية و الذهب وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات. ويهدف التعويم المدار إلى الحفاظ على تغيرات أسعار الصرف عند حدود مقبولة، و يتم تصميمه لتفادي التقلبات الحادة في أسعار الصرف بدلاً من مواجهة قوى السوق حيث يتدخل البنك المركزي من وقت لآخر لشراء وبيع العملة المحلية بهدف إدارة عملية انتقال من سعر معين إلى سعر صرف آخر[2] . كما يعتمد تحديد سعر الصرف على التقنين الأساسي وفق تغيرات سعر الصرف ومن بين الأسعار الأكثر انتشاراً هو تثبيت سعر الصرف الحقيقي المعدل مع معدل التضخم الذي يهدف إلى تشجيع القدرة التنافسية لمواجهة عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين .

والتعويم المدار أصبح من أكثر الأنظمة شيوعاً خصوصاً في سنوات التسعينات حيث بلغ عدد البلدان ضمن التعويم المدار *45* دولة في سنة *1996* . كما ارتبط ببرامج الإصلاح الاقتصادي الذي اتخذ في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي استهدف على وجه التحديد مكافحة التضخم .

---

1 - بيتر ، كريك ، الدفاع عن أسعار الصرف المعومة ، مجلة التمويل والتنمية ، تموز 1989 ، ص 31 .
2 - حشيش ، عادل ، أساسيات الاقتصاد الدولي ، دار الجامعة للنشر ، القاهرة ، 1998 ، ص 168 .

كما يهدف هذا النظام إلى تحسين وتهيئة المناخ المالي والاقتصادي للتخفيف من ظروف عدم اليقين، والمشكلة الرئيسية التي تواجه (التعويم المدار) هو عدم إمكانية التنبؤ بتغيرات أسعار الصرف مما يؤثر تأثيراً سلبياً على تحركات السعر في المستقبل سواء في إدارة أسعار الصرف طويلة الأجل أو قصير الأجل .

إن المنافع المتحققة من نظام الصرف المرن جعلت منه نظاماً مرغوباً ومن أهم مزايا هذا النظام[1] :

1. الاستئصال الذاتي للاختلال في ميزان المدفوعات دون الحاجة إلى التدخل في ذلك إذا أن التوازن يعود إلى ميزان المدفوعات بواسطة التحرك في سعر الصرف أي عن طريق آلية السوق .
2. تقليل الحاجة إلى الاحتياطيات الأجنبية لدى السلطات النقدية ونظرياً يمكن القول أنه لا حاجة نهائياً إليها، وبذلك يمكن استخدام هذه الاحتياطيات بفاعلية أكبر في ميادين أخرى .
3. يمكن للدولة أن تواصل سياسة اقتصادية مستقلة فسياستها النقدية مثلاً لا تقيد بقوة للحفاظ على رقم معين لسعر الصرف وإقحام الدولة في كساد وبطالة وهذا ما يحصل كثيراً عند اتباع نظام الصرف الثابت .
4. يكون الاستقرار الداخلي أفضل هدف يمكن مواصلته فالدولة عليها أن تنظر إلى الاستقرارية الداخلية للأسعار والإنتاج والتوظيف وترك سعر الصرف يتغير كما يشاء ليحقق التوازن الخارجي ومثل هذه السياسة تزيل التداخل بين الاستقرار الداخلي والخارجي .
5. يأخذ سعر الصرف دور مستوعب للصدمات إذا كان مرناً فهو يدفع اجتياح القوى التضخمية أو الانكماشية عن الاقتصاد بينما النظام الثابت سينقل تلك الصدمات إلى الاقتصاد الداخلي، أي أن سعر الصرف العائم سيعمل على عزل الاقتصادات و حمايتها من الصدمات الخارجية المختلفة .

على الرغم من المزايا سابقة الذكر إلا أن هذا النظام كغيره من الأنظمة له عيوب لا يمكن إغفالها وأهمها :

1. حدوث تقلبات واسعة في أسعار صرف عملات الدول التي تتبع هذا النظام وهذا لا يتفق مع توقعات المؤيدين لنظام التعويم بأن أسعار الصرف تتحرك باتجاه التوازن والاستقرار .
2. لا يحمي هذا النظام الدول من الاضطرابات الخارجية بعكس التوقعات القائلة بعزل الدول عن التأثيرات الخارجية.
3. وفقاً لهذا النظام لا تحتاج الدول إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من الاحتياطيات ، غير أن الملاحظ أن الدول قد زادت من احتياطياتها الدولية .
4. زاد حجم التجارة الدولية و ذلك بعكس التوقعات.

---

[1] - الغالبي ، عبد الحسين ، مرجع سابق ، ص 92

2- نظام الصرف الحالي :

إن النظام الحالي (الذي لا تزال فيه بعض العملات مثبته بطريقة مشابه إلى طريقة بريتون ووذ القديمة والعديد منها معومة بحرية وأخرى معومة تحت شروط التدخل الحكومي) قد أنشئ تدريجياً منذ أن فصلت الولايات المتحدة الأمريكية علاقة الدولار بالذهب عام *1971* بما يعرف بصدمة نيكسون وهناك عدة خصائص واضحة لهذا النظام على الرغم من استمرار التغير والتكيف فيه وهي[1] :

1. الابتعاد عن وجهة النظر التي مفادها أن أسعار الصرف يجب أن تثبت لفترات طويلة من الزمن، فقد هبطت رغبات الدول بالعودة السريعة إلى نظام الصرف الثابت في أواسط السبعينات، والآن فإن أغلب العملات تتغير ببطء، وإن قوى السوق عموماً هي التي تحدد التوجهات الأساسية في الارتفاع أو الانخفاض وحتى المدافعين عن ثبات أكبر في أسعار الصرف أضحوا ينصحون الحكومات بان تبقي الأسعار ضمن مدى معين وليس تثبيته تماماً.

2. إن البنوك المركزية لا تتردد في التدخل لتلطيف حركات سعر الصرف عندما تشعر أن ذلك مناسباً هادفة من وراء ذلك تقليل آثار التقلبات الانتقالية ولكن هناك أوقات أخرى يكون تدخل البنك المركزي قوياً ويعارض اتجاهات أساسية غير ملائمة في أسعار الصرف كأن يشتري البنك المركزي عملته لدفع سعر الصرف الأجنبي لها نحو الأسفل أو شرائها للسيطرة على ارتفاع عملات أخرى تجاهها . وفي الوقت الحاضر يوجد عدد قليل من أسعار الصرف المثبتة بدقة وأن أغلب العملات الرئيسية معومة بدرجة أقل بقليل من الحرية التامة، حيث اصطلح على تسمية هذا النظام الهجين بالتعويم المدار .

3. والخاصية الثالثة في النظام الحالي هي الإلغاء الفعلي لأي دور للذهب ، حيث بدأ هذا الاتجاه في مطلع السبعينات حيث تم إلغاء دور الذهب نهائياً ولم يعد يلعب أي دور في النظام النقدي الدولي . وأمست له أسواق حرة يتعامل بها المضاربون والصناعيون والمواطنون العاديون وغيرهم ،

4. هناك تشكيلة واسعة من ترتيبات الصرف تتبعها مختلف دول العالم بما يتلاءم وأوضاعها الاقتصادية المحلية والدولية وأكثر مما كان مقررا لها سابقاً وفق نظام بريتون وودز وأضحى دور صندوق النقد الدولي في ظل هذه الخيارات المتنوعة لاعضاءه من ترتيبات الصرف دوراً إشرافياً على التزام الأعضاء فيما بينهم ومع الصندوق لتأمين ترتيبات صرف منظمة وتعزيز نظام مستقر لأسعار الصرف .

---

[1] - الغالبي ، عبد الحسين ، ص 95 .

جدول رقم (1) : نظم الصرف في الدول العربية عام 2007

	الأردن	الأمارات	البحرين	تونس	الجزائر	السعودية	السودان	سورية	العراق	عمان	قطر	الكويت	لبنان	ليبيا	مصر	المغرب	اليمن
أ- الترتيبات الفعلية لأسعار الصرف																	
1- ربط سعر الصرف																	
- بالدولار الأمريكي	●	●	●	—	—	●	—	—	●	●	●	●	●	—	—	—	—
- سلة حقوق السحب الخاصة	—	—	—	—	—	—	—	●	—	—	—	—	—	●	—	—	—
- سلة خاصة من العملات (غير معلنة)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	●	—
2- تعويم سعر الصرف																	
- تعويم مدار	—	—	—	●	●	—	●	—	●	—	—	—	—	—	—	—	—
- تعويم مستقل	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	●	—	●
3- هيكل سعر الصرف																	
- موحد بالنسبة للوردات والصادرات	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
- موحد بالنسبة للعمليات غير المنظورة والرأسمالية	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
ب- سوق صرف النقد الأجنبي	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	—	●	●	●
ج- نظام عرض أسعار صرف آجلة(على أساس تجاري)	●	●	●	●	—	●	—	—	—	—	●	●	●	—	●	●	—
د- قبول أحكام اتفاقية صندوق النقد الدولي																	
المادة الثامنة – تحرير المدفوعات على المعاملات والتحويلات الجارية	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
هـ – المادة الرابعة عشرة – استمرار تطبيق قيود على المدفوعات الجارية	لا	لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	لا	لا	لا	نعم	لا	نعم	لا	لا

● تشير إلى أن الممارسة المذكورة هي أحدى سمات نظام الصرف .

— تشير إلى أن الممارسة المذكورة ليست من سمات نظام الصرف .

المصدر : صندوق النقد العربي ، التقرير العربي الموحد ، أيلول 2008 ، ص 378 .

ثانياً : العوامل المؤثرة في اختيار نظام الصرف :

إن أدبيات الموضوع ثرية بالبحث عن العوامل المؤثرة في أو المحددة لاختيار نظام الصرف وفي المفاضلة بين نظامي الصرف المرن والصرف الثابت. ويبدو واضحاً من أدبيات الموضوع أن الإجابة على السؤال المتعلق باختيار نظام الصرف و المفاضلة بين السعر المثبت والسعر المرن غير ممكنة بشكل عام، ولكن ترتكز المفاضلة وبالتالي الاختيار، على عدد من العوامل تتمثل في الأهداف الاقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها مصممو السياسات الاقتصادية، ومصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد بالإضافة إلى سماته الهيكلية. وفي ضوء ذلك فإن تغير الأهداف ومصادر الصدمات وهيكل الاقتصاد كلها أمور تستدعي تغيراً في نظام الصرف ليتناسب مع ما يطمح مصممو السياسة النقدية من تحقيقه وسنناقش أهم العوامل التي تلعب دوراً أساسياً في اختيار نظام الصرف الأمثل في ضوء الاقتصاد القائم .

1. الأهداف التي تسعى السياسة الاقتصادية إلى تحقيقها :

بداية يجب تحديد معيار الأمثلية في مسألة اختيار نظام الصرف. فمن الناحية المبدئية، فإن مقياساً لمعيار الرفاهية يجب أن يحدد ويطبق. ولكن في الممارسة العملية، فإن التحليل الحديث لمسألة الاختيار يركّز على مقياس ضيق ويتمثل في الاستقرار الاقتصادي الكلي[1] .

وتعريف الاستقرار الاقتصادي الكلي المقصود هنا هو تقليل التباين في الناتج الحقيقي أو مستوى السعر أو الاستهلاك الحقيقي في ظل الصدمات العشوائية العابرة، ومع ذلك فإن تحديد السياسة الاقتصادية على هذا الأساس ينطوي على مشاكل تتمثل في استهداف استقرار متغير اقتصادي كلي قد يؤدي إلى الإخلال باستقرار متغير اقتصادي أخر يعتبر مهما أو مرتبطا بالرفاهية العامة وحل هذه المشكلة من خلال إجراء المبادلات يتطلب استخدام دالة محددة للرفاهية ولكن قد لا يتوفر مثل هذا التحليل الشامل في أدبيات الموضوع .

و المعيار الأكثر شيوعاً في الأدبيات هو استقرار الناتج الحقيقي . ويصبح السؤال الواقعي هو : ما هي أفضل طريقة لإدارة سعر الصرف بهدف تقليل تباين الناتج الحقيقي حول مستوى الطاقة الكاملة في ظل الصدمات العشوائية الناجمة عن مختلف المصادر المحلية ؟

وتشير أدبيات الموضوع النظرية إلى نتيجة هامة مفادها بأنه ليس الثبات الدائم لسعر الصرف ولا المرونة التامة له هي الصيغة الأمثل لنظام الصرف لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي .

بدلاً من ذلك يوجد درجة وسط من المرونة أكثر احتمالاً في تحقيق الاستقرار المطلوب، و واقع الحال يشير إلى أن الترتيبات المدارة هي أكثر الصيغ شيوعاً في البلدان النامية .[2]

---

1 - الصادق ، علي توفيق و آخرون ، مرجع سابق ، ص 53 .
2 - نفس المرجع السابق ، ص 54 .

2. الصفات الهيكلية للاقتصاد الوطني :

تلعب الصفات التي يتمتع بها الاقتصاد الوطني دوراً هاماً في اختيار نظام الصرف حيث تختلف الترتيبات وبالتالي النظام المتبع حسب حالة الاقتصاد ومدى انفتاحه على العالم الخارجي وكذلك حجم الاقتصاد والاحتياطيات الأجنبية ولعل أهم صفقات الاقتصاد التي لها دور في ذلك هي:

2-1- الانفتاح الاقتصادي :

يتحقق التكيف مع الصدمات الخارجية في ظل الانفتاح الاقتصادي من خلال تغير مستويات الأجور والأسعار، مع نظام الصرف الثابت، أو من خلال انتقال عوامل الإنتاج، ومع مرونة أسعار الصرف فإنه يتم التكيف مع الصدمات الخارجية بخفض أو رفع القيمة الاسمية للعملة .[1]

ومن الجدير بالذكر أن الانفتاح الاقتصادي يمكن الوقوف على درجته من خلال معرفة نسبة الصادرات إلى الدخل القومي فعند ارتفاع هذه النسبة دل ذلك على تبعية الاقتصاد الوطني إلى الأسواق الخارجية، والبلدان التي في مثل هذا الوضع يفضل لها أن تأخذ بسعر الصرف الثابت حيث تقيد قيمة عملتها إلى قيمة عملة أو عملات شركائها التجاريين لضمان الحركة التجارية المستقرة، وعند انخفاض نسبة الصادرات إلى الدخل القومي أي تميز البلد بدرجة انفتاح منخفضة فإن هذا البلد يميل لانتهاج سياسة مرنه في ميدان سعر الصرف .[2] وفضلاً عما تقدم فإن الالتزام بنظام الصرف الثابت يحد من حرية الدولة في استخدام السياسة النقدية ويجعلها تابعة لشروط التوازن الخارجي، فيجب اتباع سياسة انكماشية لمعالجة العجز وتوسيعه لإعادة الفائض إلى التوازن وعليه فإن الدول التي يكون انفتاحها الاقتصادي نحو العالم منخفضاً فإن ربط سياستها النقدية بضرورات التوازن الخارجي سيكلفها أكثر من إعطائها المرونة لعملتها في التحرك بدلاً من الثبات لذا فإن من الأفضل لها اتباع نظام الصرف المرن .

2-2- حجم الاقتصاد :

يلعب حجم الاقتصاد دوراً مؤثراً في اختيار نظام الصرف، فالاقتصادات الضخمة والمتنوعة التي تتميز بوجود قطاعات مختلفة يشكل أحدها سوقاً للأخر مما يقلل الاعتماد على السوق الخارجية، يفضل لها الأخذ بنظام أسعار الصرف المرنة. أما الاقتصادات الصغيرة فإنها تكون أكثر تجانساً وأقل تنوعاً وعليه فمن المتوقع أنها تعتمد على اختيار أسعار الصرف الثابتة، نظراً لاعتمادها على الأسواق الخارجية لارتفاع درجة انفتاحها، فضلاً عن أن الاقتصادات الصغيرة يمكنها وضع سياسة كلية تناسب متطلباتها مقارنة باقتصاد كبير كما أنه يمكنها الاتفاق على قواعد السلوك التي يتعين اتباعها في تنفيذ السياسات الاقتصادية لأن

---

[1] - الصادق ، علي توفيق و آخرون ، مرجع سابق ، ص 69 .
[2] - الغالبي ، عبد الحسين ، ص 106 .

الضغوط والقوى المؤثرة في هيكل السياسة أقل ويكون من الممكن الابتعاد عن قوى السوق في تحديد سعر الصرف واعتماد الصرف الثابت له .

2-3- جمود الأسعار :

تؤثر درجة صلابة الأجور على فاعلية سياسة سعر الصرف، وبالتالي على اختيار نظام الصرف. ويعزى ذلك إلى أن آثار تخفيض سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية الكلية تتوقف بشكل حاسم على كيفية استجابة الأجور الاسمية والأسعار لذلك التخفيض. فكلما ارتفعت الزيادة في الأجور الاسمية كنتيجة لتخفيض سعر الصرف كلما قل التغير في الأجور الحقيقية وهكذا، في ظل ارتفاع درجة ربط التأثير الأجري بالمستوى العام للأسعار، وفي ظل اقتصاد بدرجة انفتاح عالية سيكون أثر تغيير سعر الصرف الاسمي على الأجور الحقيقية وبالتالي على مستوى الناتج قليلاً. لذا نخلص إلى القول بأن ربط الأجور بمؤشر السعر العام يتطلب مرونة في سعر الصرف [1].

2-4- استقرار الأسعار :

إن ما يعزز القدرة على تحقيق الاستقرار في الأسعار هي القيود والضوابط التي يفرضها سعر الصرف الثابت على السياسة النقدية و المالية المحلية، و يمكن ادراج مجموعتين من الدول أولهما لها مصداقية عالية في مكافحة التضخم وثانيهما دول لا تتوافر فيها تلك المصداقية العالية والتي تفضل ربط عملتها بعملة دولة أخرى أو أكثر من دول المجموعة الأولى لمنحها فرصة أفضل للاستقرار، ويفرض هذا على مصممي السياسات الانضباط في مجال السياسة النقدية والمالية، والذي يمكن أن يؤدي إلى استقرار الأسعار. ويتيح النظر إلى الموضوع من زاوية أخرى المجال واضحاً أمام متخذي القرارات لاختيار النظام المناسب فالدول ذات معدلات التضخم المختلفة تميل للأخذ بأسعار الصرف المرنة محاولة منها للحصول على القيمة الحقيقية لعملاتها بينما الدول ذات معدلات التضخم المتشابهة تميل للأخذ بأسعار الصرف الثابتة بالنظر لتقارب مستويات الأسعار فيها[2] .

إن معدلات التضخم تؤثر بشكل كبير على أسعار صرف العملات تجاه بعضها البعض وذلك من خلال:

1. يصعب على السلطات المحلية المحافظة على سعر الصرف الثابت عند تباين معدلات التضخم مما يضطرها للتضحية بالتوازن الداخلي من أجل التوازن الخارجي لذا فإن هذا الوضع يحتم عليها التحول إلى نظام الصرف المرن [3].

---

[1] - الصادق ، علي توفيق و آخرون ، مرجع سابق ، ص 71 .
[2] - الغالبي ، عبد الحسين ،مرجع سابق، ص 107 .
[3] - بيتر، ج ، كويرك ، أنظمة سعر الصرف ودورها في مكافحة التضخم ، مجلة التمويل والتنمية ، مجلد 33 ، العدد 1 ،1996 ، ص 45 .

2. إن معدلات التضخم لا تتميز بالثبات والاستقرار، وأحياناً قد لا تتمكن السلطات النقدية من السيطرة عليها، حيث يزداد تباين الصدمات التي يتعرض لها الطلب الكلي مع الزمن وعليه يصعب حساب التكاليف الحقيقية للمشاريع وهذا يعرقل عملية التخطيط والتنفيذ ومن ثم عدم استقرار أسعار الصرف الفعلية الحقيقية، لذا فقد لجأت العديد من البلدان إلى تبني سياسات تهدف للاحتفاظ بسعر الصرف الفعلي الحقيقي مستقراً .
3. إن تباين سعر الصرف الفعلي الحقيقي كما تعكسه القوة الشرائية قد يعكس بداية تغيرات اقتصادية طويلة الأجل، ومع ارتفاع مستوى الأسعار المحلية يصبح سعر الصرف الفعلي الحقيقي مبالغاً فيه، بالنسبة لسعر الصرف الاسمي، الذي يبقى دون تغير ولو أن آثار التوقعات التضخمية كبيرة على أسعار الصرف، إلا أن التوقعات الناتجة عن الأوضاع الاقتصادية والسياسية غير المؤكدة تخلق سلوكاً يبعد سعر الصرف عن المستويات التي تتوقعها نظرية تعادل القوة الشرائية .

نخلص مما سبق أنه من الأفضل اللجوء إلى نظام الصرف المرن كلما كانت معدلات التضخم المحلية أعلى من معدلات التضخم في البلدان الأخرى بينما يكون من الأفضل أكثر الأخذ بنظام الصرف الثابت عندما تكون المعدلات المحلية أقل من البلدان الأخرى .

2-5- الاحتياطيات الدولية :

أكدت الكثير من الأدبيات الاقتصادية أن الحاجة لا تبدو ماسه للاحتياطيات الدولية في ظل نظام أسعار الصرف المرنة لأن الاختلافات في ميزان المدفوعات الدولية سيتكفل سعر الصرف بتصحيحها، على العكس من طريقة التصحيح في ظل نظام الصرف الثابت، و التي تستخدم فيها الاحتياطيات الدولية بقوة ، ويمكن النظر إلى الموضوع من زاوية الحفاظ على سعر الصرف الثابت إذ تستخدم الاحتياطيات الدولية كخط يدفع التأثيرات عنه وفي الحالة التي لا تتيسر فيها للدولة كمية الاحتياطيات اللازمة فإن هذه الدولة يستحيل عليها المحافظة على سعر صرف عملتها عند المستوى المحدد لها عند حدوث أي اختلال في ميزان المدفوعات، فالبنك المركزي لا بدَّله من التدخل حينها دفاعاً عن سعر الصرف فإن لم تسعفه الاحتياطيات الدولية فإن دفاعه سيفشل في الحفاظ على ثبات سعر الصرف مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية .[1]

[1] - الغالبي ، عبد الحسين ،مرجع سابق، ص 113 .

المبحث الثالث

سعر الصرف في سورية

اولاً: المعالم الرئيسية لنظام الصرف في سورية:

1- نظام الصرف:

لقد عرفت سورية منذ أواخر عقد الأربعينات تعدد أسعار الصرف لليرة السورية بالنسبة للعملات الأجنبية، وقد تمكنت من توحيد أسعار صرف عملتها الوطنية في أربع فترات منذ استقلالها و حتى الوقت الحاضر.

- **الفترة الأولى:** بعد انضمام سورية لاتفاقية بريتون وودز في نيسان 1947، فقد تحدد السعر الرسمي للتعادل الثابت مع الدولار الأمريكي ب 219.148 قرشاً سورياً، وكان هذا السعر معمولاً به في ظل الاتفاقات المالية المعقودة مع فرنسا في ذلك الحين. ولكن على أثر توقيع اتفاقية التصفية في شباط 1949 والتي تضمنت تسوية جميع القضايا المعلقة بين سورية وفرنسا بصورة نهائية، واستقلال النقد السوري وتأمين السيطرة السورية على الإصدار النقدي، أصبح سعر صرف الليرة السورية في السوق الحرة للقطع يحدد وفق قانون العرض والطلب.

وبلغ سعر صرف الدولار الأمريكي في السوق في أوائل عام 1949 (342) قرشاً سورياً، واقتصر تطبيق السعر الرسمي للقطع المعتمد على سعر التعادل الثابت على بعض احتياجات الدولة، وذلك بسبب وجود فارق كبير بين السعر الرسمي والسعر الرائج، وعدم توفر القطع الأجنبي بشكل كافي.

وقد أخذ سعر الصرف للدولار (والعملات الأجنبية الأخرى) بين 1949و 1952 يتقلب صعوداً وهبوطاً بين (342)و (371) قرشاً سورياً للدولار الواحد[1].

- **الفترة الثانية:** بعد مباشرة مكتب القطع مهامه استناداً إلى المرسوم التشريعي رقم 208 عام 1952، ألغي في حزيران 1953 السوقين الرسمية والحرة المتباعدتين، واتبع المكتب سياسة ترمي إلى توحيد أسعار القطع وتثبيتها ، وأوجد سوقاً موحدة حرة للقطع الأجنبي، ومارس عملية التدخل في سوق الصرف بائعاً ومشترياً من أجل تثبيت سعر الصرف. ولم يستطع مكتب القطع الاستمرار في عملية التدخل في السوق

---

1 - صادق ، علي توفيق ، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ، سلسلة بحوث ومناقشات ،حلقات العمل، أبو ظبي ، العدد 3 ، 1997 ، ص 200-201 .

نظراً لضعف إمكاناته، وعاد ليفرق بين العمليات التجارية والعمليات المالية، وإنشاء سعر صرف للمجموعة الأولى من العمليات، وهو قطع التصدير وسعر صرف للمجموعة الثانية باسم القطع الحر.

وعاد التباين بين السعرين، واستمر الوضع على ذلك لغاية 1961/2/4 حيث أحدث نظام الرقابة على النقد.

- **الفترة الثالثة:** وهي التي أعقبت إحداث نظام الرقابة على النقد، حيث تم توحيد سعري قطع التصدير والقطع الحر، وتحديد سعر الصرف الموحد ب 370-360 قرشاً سورياً للشراء والمبيع، واستمر السعر الموحد معتمداً حتى تاريخ 1964/1/6، حيث أحدثت إلى جانب سعر الصرف الرسمي الموحد، السوق الموازية للقطع التي بقيت قائمة حتى أوائل الربع الأول من عام 1974 .
- **الفترة الرابعة:** لقد تعرضت سورية في أواخر السبعينات وخلال الثمانينات لضغوط خارجية واستنزفت الأحداث التي تعرضت لها المنطقة في تلك الفترة مواردها من العملات الأجنبية، وأصبحت تضغط بشكل متزايد على حصيلة هذه العملات، وتعرضت العملية الإنتاجية إلى اختناقات متعددة بسبب نقص القطع الأجنبي اللازم لتمويل مستلزمات الإنتاج، وبدأت تظهر فروقات ملحوظة بين السعر الرسمي الموحد والسعر السائد في أسواق صرف البلدان المجاورة.

وقد دفعت هذه الظروف بالسلطات النقدية إلى اتخاذ تدابير عديدة في شتى المجالات النقدية والمالية والمصرفية، ساعدت على التخفيض من حدة العوامل المؤثرة في الانحرافات الكبيرة التي شهدتها أسواق الصرف بين السعر الرسمي والسعر الفعلي لليرة السورية، ومن جملة هذه التدابير إحداث أسعار صرف متعددة إلى جانب السعر الرسمي وعلى فترات متلاحقة. فقد تم إحداث سعر صرف السوق الموازية بتاريخ 1981/4/22 للمرة الثانية، وكان المطلوب من هذه السوق أن تعمل بمرونة تامة، وقد استطاعت هذه السوق في بداية تطبيقها من مجاراة قانون العرض والطلب، بالرغم من قصر الفترة التي طبق فيها سعر هذه السوق.

ورغبة من السلطات المختصة في تشجيع تدفق الموارد غير المنظورة، والتي تتكون بشكل رئيسي من تحويلات العاملين والمغتربين، والذين تزايد عددهم بشكل ملحوظ، وأصبحت مواردهم ذات شأن، إضافة إلى موارد السياحة والسفر، وبعض الأرباح المتحققة خارج سورية وجميعها لا يخضع إدخالها إلى الإلزام، فقد أحدثت سوق صرف جديدة بغية تحقيق هذه الأهداف أطلق عليها السوق السياحية بتاريخ 1982/5/24 .

ونظراً للضغوط المتزايدة التي أدت إلى انخفاضات متلاحقة في سعر صرف الليرة السورية في الثمانينات، مما أدى إلى تزايد الفروقات بين السعر الرسمي المحدد ب 3.90-3.95 ل.س للدولار، والذي كان مطبقاً على معظم المعاملات السلعية والخدمية العائدة للقطاع العام، وسعر الصرف الفعلي لليرة السورية، فقد عمدت السلطات إلى الإعلان في مطلع عام 1988 إلى رفع السعر الرسمي للدولار إلى 11.2-11.25

، وبلغت نسبة تخفيض السعر الرسمي لليرة 65 في المائة ، وتم في الوقت ذاته إلغاء سوقي الصرف الموازية والسياحية، وقد سبق الإعلان عن السعر الرسمي الجديد تطبيق هذا السعر على مستوردات القطاع العام في كانون الثاني 1987، ثم جرى تطبيقه على جزء هام من الصادرات، ومن ثم نقلت صادرات واستيرادات النفط إلى هذا السعر في تموز 1987 .

وانطلاقاً من الاتجاه نحو هدف توحيد سعر الصرف، أحدث بتاريخ1990/7/15 سعر صرف أعلى من الأسعار المطبقة يجاري أسعار الصرف الفعلية في ذلك التاريخ بلغ 40-45 ليرة سورية شراءً ومبيعاً وهو ما أطلق عليه سعر الصرف المجاور. وطبق هذا السعر تدريجياً على عوائد التصدير وبعض المنتجات الزراعية والصناعية والعمليات غير المنظورة، وبدئ بتحويل المعاملات التي كانت تخضع إلى سعر الصرف الرسمي الجديد، والسعر التشجيعي إلى سعر الصرف المجاور، وذلك على مراحل دون أن يحدث ذلك ضغوطاً وأثاراً اجتماعية.[1]

2- أسلوب تحديد سعر صرف الليرة السورية:

يستند أسلوب تحديد سعر صرف العملة السورية مع العملات الأجنبية إلى تحديد سعر ثابت للدولار الأمريكي مع الليرة السورية وتشتق أسعار صرف العملات الأجنبية الأخرى بالنسبة لليرة السورية على أساس سعر صرف هذه العملات مع الدولار الأمريكي في الأسواق المالية العالمية، وقد استمر ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي حتى عام 2007 حيث تم فك ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي وربطها بسلة عملات وحدة حقوق السحب الخاصة(SDR) بعد أن استمر ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي لفترة طويلة حيث يأتي هذا القرار في سياق التحديث الشامل الجاري في الاقتصاد السوري وفي إطار خطط الإصلاح على كافة الأصعدة والتي طالت مختلف القطاعات الاقتصادية . فالتركيز الشديد على الدور البالغ الأهمية الذي بات يلعبه سعر الصرف اليوم في إطار استراتيجية السياسة النقدية والتي اعتمدت سعر الصرف كهدف وسيط لها، لذلك أصبح من الضروري تحقيق الاستقرار في سعر صرف الليرة السورية. كما إن اعتماد مرجعية سلة عملات، بالنسبة لليرة السورية، يعني استقراراً أكبر في سعر صرف الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية الرئيسية والانتقال نحو نظام أكثر مرونة في إدارة سعر الصرف من نظام الربط الثنائي بالدولار الأمريكي.

إن قرار فك ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي جاء نتيجة لدراسات معمقة وعلى قدر عال من الدقة والموضوعية قام بها المصرف المركزي وشملت هذه الدراسات بيانات لفترات طويلة من الزمن بما يضمن للمصرف المركزي درجة عالية من الوضوح بالنسبة للخطوات القادمة على اعتبار أن هذا القرار يشكل بداية حقبة جديدة في كيفية إدارة سعر الصرف.[2]

---

[1] - نفس المرجع السابق، ص 204 .

[2] - www.banquecentrale.gov.sy.

ثانياً: محددات سعر الصرف في سورية:

تعتمد سورية سياسة الرقابة منذ عام 1963 وذلك بهدف تجميع الاحتياطيات من العملات الأجنبية وتوظيفها في القطاعات الاقتصادية الهامة التي يحتاجها الاقتصاد الوطني وقد حددت السلطات النقدية سعر الصرف بـ 3.95 ليرة سورية للدولار الواحد منذ عام 1968 وحتى عام 1981 ، وخلال هذه الفترة كانت السلطات النقدية تتدخل بشكل مستمر للحفاظ على هذا السعر الإداري .

يتحدد سعر الصرف الإداري في سورية استناداً إلى العوامل التالية[1]:

1. القوة الشرائية للعملة الوطنية:

تحافظ سورية على أسعار ثابتة ومنخفضة نسبياً منذ فترة طويلة من الزمن وفي سبيل الحفاظ على هذا المستوى قامت بتحديد الرواتب والأجور عند مستوى معين ومنعت زيادتها إلا بناءً على مرسوم تشريعي يصدر عن رئيس الجمهورية كل سنتين أو ثلاثة أو حسب الظروف الداعية لذلك، وهذا التثبيت ساعد على تخفيض الأسعار مما ساعد على الحفاظ على مستوى مستقر للعملة الوطنية وارتفاع قوتها الشرائية والحفاظ على سعر 3.95 ليرة سورية للدولار حتى عام 1981.

2. ثبات سعر الفائدة:

لقد تمّ تثبيت سعر الفائدة المنخفض نسبياً فترة طويلة من الزمن فقد ارتفع سعر الفائدة من 4 % إلى 5 % من 22 آذار 1966ثم عدل هذا السعر إلى 6.5-7 % اعتباراً من كانون الأول 1977 ثم ارتفع إلى8-9% اعتباراً من 1 شباط 1981، واستمر حتى 2003/5/28 أي دون تعديل قرابة 22 سنة. إن هذه الزيادات المنخفضة نسبياً في أسعار الفائدة حافظت على مستوى منخفض من التكاليف الوطنية فاستقرت القوة الشرائية للنقد الوطني حتى عام 1981، لكنه بعد هذا التاريخ وخصوصاً في عام 1986 ارتفعت أسعار الصرف وغادرت العملات الأجنبية التي يملكها السوريون في الداخل إلى الدول المجاورة، وأصبح سعر الفائدة المنخفض عنصراً من عناصر إخراج الموجودات السورية الأجنبية إلى الدول المجاورة نظراً إلى انخفاض أسعار الفائدة مما شكل عنصر ضغط جديد على تخفيض قيمة العملة الوطنية.

[1] - كنعان، علي، النظام النقدي السوري، دار الرضا للنشر، دمشق،2000 ،ص 98 .

3. الاستيراد والتصدير:

تعدّ سورية من الدول النامية التي تمتاز بزيادة الواردات على الصادرات ويؤدي هذا العامل إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية لتسديد العجز في الميزان التجاري-ميزان المدفوعات، وقد أدى هذا العامل في الأعوام 1986-1988 إلى تخفيض قيمة الليرة السورية نظراً إلى تمويل المستوردات بالعملة السورية وحدث ذلك في الأسواق المجاورة وانخفضت الليرة من 3.95 إلى 50 للدولار الواحد آنذاك أي بمقدار 12.5 مرة ومازالت المستوردات اكبر من الصادرات وتشكل عنصر ضغط على سعر الصرف للعملة الوطنية.

4. حركة الرساميل:

كانت سورية تتبع النظام الموجه والاقتصاد الاشتراكي المخطط وكانت لا تستقبل الرساميل الأجنبية إلا في حدود ضيقة لكنه بعد عام 1991 وصدور قرارات تشجيع الاستثمار دخلت بعض الرساميل أو عادت بعض الرساميل للتجار السوريين من الخارج، لكنها مازالت قليلة مقارنة بالدول المجاورة حيث تشير إحصاءات الاستثمار إلى دخول رساميل أجنبية بمقدار 500 مليون دولار حتى عام 1996 وهي متدنية مقارنة بالإعفاءات التي حصلت عليها الشركات الأجنبية والعربية، ولم تساعد هذه الرساميل على زيادة الطلب على الليرة السورية بل بقي الطلب على حاله مع وجود مؤشرّ للهبوط بدلاً من الاستقرار.

5. الطلب الحكومي:

إن وجود النفط في سورية إلى جانب القطن وبعض السلع الأخرى ساعد على زيادة الصادرات الحكومية إلى الخارج والحصول على كميات كبيرة من القطع الأجنبي حيث تبلغ صادرات الحكومة في حدود 32-35 مليار ليرة سورية أي ما يعادل 800 مليون دولار أمريكي في عام 1996، وتساعد هذه المبالغ الحكومة في تمويل مستورداتها وتمويل البعثات الدبلوماسية وأغراض الأمن والدفاع وغيرها، مما يبقي طلب الحكومة على العملات الأجنبية محصوراً بالمقدار الذي تصدره، ويشكل ذلك عنصر استقرار لأسعار الصرف، أما لو كان الطلب الحكومي مرتفعاً على العملات الأجنبية لأدى ذلك إلى خلق ضغوط جديدة على سعر الصرف.

أما القطاع الخاص فإنه يعتمد في تمويل مستورداته على صادراته من جهة وعلى المدخرات الخاصة من الخارج من جهة أخرى وغالباً ما تساعد الحكومة القطاع الخاص في الحصول على القطع الأجنبي لتمويل بعض الصفقات ذات الأهمية الاقتصادية والاجتماعية مما يساعد على تخفيض الضغوط عن سعر الصرف ويحافظ على استقراره النسبي.

إن هذه العوامل الاقتصادية إضافة إلى عوامل سياسية واجتماعية أخرى وموقع البلاد الجغرافي والسياسي في الوطن العربي يساعد على تحقيق الاستقرار النسبي في أسعار الصرف

ثالثاً: ربط الليرة السورية بسلة عملات وحدة حقوق السحب الخاصة(SDR):

أنتهج مصرف سورية المركزي نظام سعر صرف فعّال من خلال فك ارتباط الليرة السورية بالدولار الأمريكي مقابل ربطها بسلة عملات " وحدة حقوق السحب الخاصة" تعكس أوزان التجارة الخارجية، وذلك بموجب قرار رئيس مجلس الوزراء رقم(3424) تاريخ 2007/8/15، الأمر الذي يضمن إدارة فعّالة لسعر صرف حقيقي ومستقر، ويحمي قيمة الليرة السورية من تقلبات أسعار الصرف العالمية ويجعل سعر صرف الليرة السورية يتناسب وواقع ميزان المدفوعات السوري، إلى جانب ذلك ولتجنب آثار الحظر الأمريكي على التعامل مع المصرف التجاري السوري قام مصرف سورية المركزي باتخاذ القرار رقم (184) تاريخ 2006/1/23 لاعتماد عملة اليورو بدلاً من الدولار الأمريكي في جميع تعاملات القطاع العام والمشترك.

ويحتسب سعر الصرف الفعلي الحقيقي بترجيح سعر الصرف الفعلي بالنسبة لأهم الدول الشركاء في التجارة العالمية بالأسعار النسبية المحلية والعالمية، حيث يشير ارتفاع سعر الصرف الفعلي الحقيقي إلى انخفاض القدرة التنافسية للصادرات، في حين يشير انخفاض سعر الصرف الفعلي الحقيقي إلى تحسن القدرة التنافسية للصادرات.

وقد عمد مصرف سورية المركزي إلى ربط الليرة السورية بسلة عملات " وحدة حقوق السحب الخاصة" انطلاقا من استهداف مجموعة من النتائج الإيجابية[1]:

- تحقيق استقرار سعر صرف الليرة السورية، حيث إنّ ربط الليرة السورية بسلة عملات سوف يقلل من تقلبات أسعار صرف الليرة السورية تجاه عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين للقطر الأمر الذي سيساعد المصدرين على الحفاظ على ربحيتهم ويقلل من الضغوط على الأسعار المحلية لاسيما و أن الدولار الأمريكي يشهد منذ عدة سنوات تأرجحاً كبيراً تجاه العملات الرئيسية الأخرى.
- إن ربط الليرة السورية بسلة عملات سيخفض من تقلبات التنافسية التجارية إلى الحد الأدنى، وسيخفف من حدة التغيرات الطارئة على المكونات الاقتصادية الإجمالية وسيحصن اقتصاد القطر من مواجهة التطورات المفاجئة في أسواق الصرف العالمية.
- تخفيض التضخم عن طريق تخفيض تكلفة المستوردات والتي ارتفعت نتيجة انخفاض قيمة الليرة السورية أمام اليورو ونتيجة التغير في سعر صرف اليورو دولار خلال الفترة (2005-2007) والذي أدى إلى رفع تكاليف الاستيراد مع العلم أن الاتحاد الأوربي هو الشريك الأساسي لسورية في التجارة الخارجية،

1 - دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة، مرجع سابق ،ص 2.

حيث بلغت نسبة الواردات السورية منه حوالي 29% من مجمل الواردات السورية وبلغت الصادرات السورية إليه 40 % من مجمل الصادرات السورية عام 2007 .

1- الآثار السلبية لتثبيت الليرة السورية بالدولار الأمريكي:

أ- الآثار المباشرة لتقلبات الدولار الأمريكي: من المعروف نظرياً أن مبدأ تثبيت العملة بعملة ارتكازية واحدة، يعتمد على أسس واضحة من أهمها ثبات واستقرار العملة الارتكازية التي يتم ربط العملة بها، وذلك بهدف استقرار العملة المثبتة ولكن عملياً لا يوجد عملة ثابتة أو مستقرة تماماً، بل نجد أن جميع العملات وحتى الرئيسية منها إضافة إلى الذهب تخضع لتقلبات في السعر، وبالتالي ينشأ عن هذه التقلبات آثار حادة على العملات المثبتة، إذاً لا مفر من التعرض لتقلبات سعر الصرف أمام هذا الواقع، ولكن يمكن للسلطات النقدية أن تحد من آثار تقلب العملات عن طريق تثبيت عملتها أمام سلة عملات تعكس واقع تجارتها الخارجية، وعليه فإن سياسة سعر الصرف في سورية التي كانت تعتمد على ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي كان لها عواقب وآثار سلبية في حال ارتفاع الدولار وانخفاضه أمام العملات الرئيسية على الشكل الآتي:

- انخفاض قيمة الدولار الأمريكي: تؤثر تقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي سلباً على سعر صرف الليرة السورية، باعتبار أن حجماً لا يستهان به من التجارة بالسلع غير النفطية للقطر يتم مع الدول الأوربية، فالانخفاض الذي حصل في سعر صرف الليرة السورية تجاه العملات الأخرى خلال الفترة(2005-2007) نتيجة ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي لم يعكس المعطيات الاقتصادية في القطر وإنما عكس فقط انخفاض سعر صرف الدولار الأمريكي تجاه العملات الرئيسية الأخرى في تلك الفترة، الأمر الذي ولد ضغوطاً تضخمية على الدخل.
- ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي: يؤدي ارتفاع سعر صرف الدولار تجاه العملات الرئيسية الأخرى إلى تقلبات كبيرة في أسعار صادرات القطر غير النفطية وعلى القدرة التنافسية لتلك الصادرات لاسيما الموجهة منها إلى الأسواق الأوربية.

ب- الآثار غير المباشرة لتقلبات الدولار الأمريكي:

كما هو معلوم إن تحديد سعر صرف عملة ما مثبته أمام الدولار تجاه أي عملة أخرى يتم عن طريق الأسعار المشتقة أو التقاطعية، على سبيل المثال فإنّ تحديد سعر الليرة تجاه اليورو يتم بشكل غير مباشر عن طريق تحديد سعر اليورو أمام الدولار، وعليه فإن التقلبات في سعر صرف العملات الرئيسية الأخرى(غير الدولار) مقابل الليرة السورية هي نفس تقلباتها مقابل الدولار وتنعكس تماماً بشكل غير مباشر على قيمة الليرة.

وعلى العكس من ذلك ففي الوقت الراهن إن اعتماد ربط الليرة بسلة عملات يجعل تأثير هذه التقلبات بين العملات (تقلبات الأسعار المشتقة) محصوراً في حدود الأوزان النسبية لهذه العملات في سلة الربط، فمثلاً إن ارتفاع اليورو مقابل الدولار سينعكس على الليرة على الشكل الآتي:

- ارتفاع اليورو مقابل الليرة السورية بمعدل أقل، حيث ينحصر انخفاض الدولار بمقدار الوزن النسبي للدولار الذي يبلغ 44% من سلة عملات " وحدة حقوق السحب الخاصة".
- انخفاض الدولار مقابل الليرة السورية نظراً لارتفاع اليورو أمام الدولار يؤدي إلى ارتفاع الليرة كون اليورو بشكل 34% من سلة العملات المذكورة.

2. مسوغات اختيار سلة عملات " وحدة حقوق السحب الخاصة".

إنّ عملية اختيار ربط الليرة السورية اعتمد على مجموعة من المسوغات منها:

- تتوزع هيكلية التجارة الخارجية لسورية وتكوينها الجغرافي بشكل يعكس إلى حد كبير الأوزان النسبية لسلة عملات" وحدة حقوق السحب الخاصة" (حيث يبلغ حجم التجارة الخارجية مع الاتحاد الأوربي 34% من حجم التجارة الخارجية لعام 2007 وهي النسبة التي يستحوذ اليورو عليها في سلة العملات.
- إن توزيع الاحتياطيات النقدية لمصرف سورية المركزي بالتساوي بين الدولار الأمريكي واليورو يتناسب بدرجة كبيرة مع الأوزان النسبية للعملات المكونة لسلة وحدة حقوق السحب الخاصة، وبشكل خاص الوزن النسبي لكل من الدولار واليورو، حيث تتوزع الأوزان النسبية حالياً 44% دولار أمريكي و34% يورو و11% جنيه أسترليني و 11% ين ياباني.
- سهولة الحصول على قيمة هذه السلة نظراً لأن صندوق النقد الدولي يقوم باحتساب قيمتها ونشرها يومياً على موقع الانترنت الخاص به.
- إن ربط الليرة تجاه وحدة حقوق السحب الخاصة سوف يخفض من أثر التقلبات في أسعار الصرف لليرة السورية إلى الحد الأدنى كما تمت الإشارة إليه سابقاً، وبالتالي يخفض من تعرض القطر للصدمات الخارجية الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف.
- تتمتع سلة وحدة حقوق السحب الخاصة بقدر كبير من الاستقرار لا تتمتع به أي عملة أخرى، ذلك كونها لا تتبع دولة محددة وبالتالي لا تتأثر بالأداء الاقتصادي لهذه الدولة، أو وضع ميزانها التجاري، بل على العكس فإن التقلبات بين العملات الأساسية، التي غالباً ما تكون متقابلة لا تنعكس في قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة، ولذلك فإن الميزة الأساسية لمرجعية سلة عملات هو قدرتها على تثبيت سعر الصرف الاسمي الفعّال، وبالتالي عزل الاقتصاد عن الاضطرابات الناشئة عن التقلبات في الأسعار المتقاطعة بين العملات الرئيسية،

الجدول (2): هيكلية التجارة الخارجية السورية بحسب سلة عملات وحدة حقوق السحب الخاصة :

البيان	صادرات البلد من السلع والخدمات	الاحتياطيات الرسمية المحتفظ بها	مجموع العمودين 1و2	الأوزان كنسبة من الإجمالي في العمود3	الوزن النسبي مقرب لأقرب رقم صحيح	الأوزان النسبية المقترحة من قبل المجلس
المبلغ أو النسبة	مليار دولار				%	
الدولار	1009,2	934,4	1944,1	42,92	43	44
اليورو	1234,4	312	1546,3	34,14	34	34
الين الياباني	457,1	63	520,1	11,48	11	11
الجنيه الإسترليني	480,2	39	519,2	11,46	11	11
المجموع	3180,8	1348,9	4529,7	100	99	100
نسبة العمودين1و2 إلى 3	%70	%30	%100			

المصدر: دراسة حول ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة، مرجع سابق، ص 6-7 .

إنّ من أهم المتطلبات الأساسية لنجاح سياسة سعر الصرف المربوط بوحدة حقوق السحب الخاصة هو احتفاظ مصرف سورية المركزي باحتياطيات مدروسة من العملات الأجنبية المكونة لسلة العملات وإدارة مكونات هذا الاحتياطي بما يضمن فاعلية تدخل المصرف المركزي في سوق القطع بائعاً أو مشترياً لضمان استقرار سعر صرف العملة الوطنية تجاه عملات سلة وحدة حقوق السحب الخاصة.

كما أن الأمر يتطلب متابعة دقيقة ويومية لتقلبات قيمة العملة أمام سعر وحدة حقوق السحب الخاصة وأسعار عملات السلة بشكل يومي في سوق العملات، بغية اتخاذ الإجراءات النقدية المناسبة كتدخل المصرف المركزي بائعاً أو مشترياً للعملة في تلك السوق وذلك للمحافظة على استقرار سعر الصرف المقرر وتحقيق الأهداف المنشودة للسياسة النقدية.

الفصل الثاني

الأسواق المالية

المبحث الأول

الأسواق المالية(مفهومها، وظائفها، أركانها)

اولاً : نشأة السوق المالي ومفهومها:

1- نشأة السوق المالي:

إن تتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا أنّ نشوء هذه السوق وتطورها جاء انعكاساً للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة و إنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي وظهور الشركات ذات الفوائض المالية حيث سعت هذه الشركات إلى استثمار فوائضها المالية في تلك الأسواق .

ومن الجدير بالذكر أن فكرة انشاء الاسواق المالية تستند إلى نظرية (آدم سميث) في العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج، الأمر الذي تترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، انعكست هذه العلاقة في المحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما ترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه سوق الأوراق المالية[1].

وتشير الشواهد التاريخية أن أول بورصة أُنشئت في مدينة أنفرس البلجيكية عام (1576) ثم أمستردام في هولندا عام(1608) ثم في لندن عام (1666)، وبعدها مدينة باريس عام(1808) ثم تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك عام(1892)، وقد كان لانتشار الشركات المساهمة خلال تلك الفترة و اقبال الحكومات على الاقتراض وخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، الأثر الأهم في ظهور بورصات الأوراق المالية بعد أن كانت معظم تلك التعاملات تتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق كما في الدول الكبرى كفرنسا وانكلترا وأمريكا، إلى أن استقر التعامل في أبنية خاصة تسمى الآن بورصات الأوراق المالية.

لقد انتقلت الأسواق المالية من أشكالها وصيغها الأولي التي نشأت فيها إلى أشكال وصيغ جديدة، حيث التنظيم القانوني والرقابة والإدارة والتحليل المالي و التنبؤات التي باتت تشكل العمود الفقري لكل عمل مالي في العالم، إضافة إلى ذلك فقد دخلت الأسواق المالية عالم التقانة والتكنولوجيا بعد أن كانت الصفقات تسجل على لوح خشبي وينادي بعض الأشخاص عليها في ردهة السوق ويتجمع السماسرة أمام كل لوحة. حتى

[1] – الدعمي، عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر ،عمان، الطبعة الأولى، 2010،ص 115.

أصبح اللوح الإلكتروني بل الشاشة الإلكترونية تعرض وبشكل مستمر الأسعار والصفقات وحركة البورصة وتطور أسعار الأسهم لكل شركة أو مجموعة شركات متجانسة[1].

مما تقدم نجد أن التطور الاقتصادي لأي بلد كان لابد أن يصاحبه تطوراً مالياً موازياً في شكله وقوته، لذا يمكن القول عموماً أن فكرة الأسواق المالية و نشوئها قد مرت بخمسة مراحل أساسية يمكن تلخيصها بالآتي[2]:

المرحلة الأولى:

تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستويات المعيشة، مما مكّن الأفراد من الأقبال بشكل ملحوظ على استثمار مدخراتهم في مشاريع زراعية وتجارية وعقارية، حيث ساعد ذلك على ازدياد المعاملات التجارية وتنامي حجم المشروعات وهذا ما يتطلب رؤوس أموال ضخمة يعجز الفرد عن تمويلها ويكون هذا التطور دافعاً للأفراد للجوء إلى البنوك بهدف الاقتراض.

المرحلة الثانية:

ما يميز هذه المرحلة هو بداية ظهور البنوك المركزية التي تهيمن على البنوك التجارية، بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، بينما في المرحلة الثانية أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهو خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد و أوامر البنك المركزي أي أن نشاطات البنوك التجارية أصبحت مقيدة والقروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

المرحلة الثالثة:

في هذه المرحلة ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الآجل مثل المصارف الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات وبدأت هذه البنوك تقوم على إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال من أجل سد حاجاتها لتمويل المشروعات المختلفة، وخلال هذه المرحلة بدأ البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

المرحلة الرابعة:

ظهرت في هذه المرحلة الأسواق النقدية و ازدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعد بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي .

---

[1] - كنعان، علي، الأسواق المالية ،منشورات جامعة دمشق، 2009، ص 20.

[2] – مسعود، منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية لأسواق الأوراق المالية، جامعة دمشق، رسالة ماجستير 2002، ص13.

المرحلة الخامسة:

تم في هذه المرحلة اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية الدولية بسبب تطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات العالمية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات .

وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العاملة فيه

2- مفهوم السوق المالية:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق. وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (ولو كان المكان يزيد من كفاءة وفاعلية السوق)، بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعّالة لاتصال البائع والمشتري. لذا يمكن مناقشة تعاريف متعددة للسوق المالية خصوصاً بعد أن اتسع مفهوم أسواق المال ليشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف قطاعات ومؤسسات المجتمع وأفراده.

تعَّرف السوق المالي "بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار و وحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعّالة "[1]. كما تعرف أيضاً(بأنها سوق يتم فيه تداول الأوراق المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة، أو متوسطة، أو طويلة الأجل، ومثال ذلك الأسهم بكافة أنواعها، السندات بكافة أشكالها، شهادات الإيداع وغيرها، وأسواق العملات الأجنبية، وما إلى ذلك.)[2]

ويرى (فريدريك مشكن) بأنها عبارة عن المجال التنظيمي و الفني والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني عجزاً فيها.

كما يعرفها البعض(بأنها الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية بشتى أنواعها، والتي تتجه من المدخرين إلى المستثمرين وتشمل هذه الأسواق كل الأجهزة والمؤسسات والقنوات التي تتدفق عبرها الأموال نحو كافة قطاعات الاقتصاد وأفراد المجتمع.)[3]

ويعرف الدكتور (علي كنعان) السوق المالي بأنها (تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات وتسهم السوق في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة وتؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي.)

---

[1] – سلام، أسامة عزمي، وأرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004،ص 11

[2] – خلف، فليح حسن، الأسواق المالية، جدار للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006، ص 7

[3] – ابو عمر، واثق حمد، محفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار رضا للنشر، دمشق، سورية، 2003،ط1،ص13

ويرى الباحث أن السوق المالي هو(عبارة عن همزة الوصل بين المدخرين والمستثمرين ضمن إطار تنظيمي وفني وقانوني يتم من خلاله تعبئة المدخرات في الاقتصاد وإعادة استثمارها بما يضمن تحقيق أكبر عائد ممكن ويساهم في الوقت نفسه بتقدم الاقتصاد الوطني، ويضمن حقوق كل من المدخرين والمستثمرين)

بناءً على التعاريف آنفة الذكر يمكن تحديد خصائص السوق المالي بما يلي[1]:

1- تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون:

تعتبر سوق المال إحدى الأسواق التخصصية التي تجمع البائعين والمشترين لبيع وشراء الأصول المالية وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيدة عن الاحتكار، أي يجب على أدارة السوق أن تقدم المعلومات المتوفرة عن السوق لجميع المتعاملين، فالمنافسة الكاملة توفر لسوق المال الاستقرار والتطور وبتعد شبح الأزمات عن الاقتصاد الوطني .

2- يتم في السوق تداول الأوراق المالية:

تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية والأصول المالية التي تعددت أنوعها وكثرت في الآونة الأخيرة إلا أنها تنطوي تحت المجموعات التالية:

أ- الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة.

ب- الأوراق التجارية بكافة أنواعها (سند للأمر – سند للحامل- السفتجة-الكمبيالة)

ت- القروض المصرفية قصيرة الأجل.

ث- الشهادات المصرفية مثل شهادات الاستثمار والادخار والإيداع وغيرها من الأشكال الادخارية التي تصدرها المصارف.

ج-باقي الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق.

3- السماسرة والوسطاء في السوق:

لقد حدد قانون سوق الأوراق المالية في كل دولة ضرورة أن يتم البيع والشراء عن طريق السماسرة ولا تقبل فاتورة البيع إلا إذا كانت تحمل توقيع السمسار هذا، ولا يوجد نوع محدد من السماسرة بل هم كما يلي :

1. سمسار الخصم وذلك لتسهيل عقد صفقات صغيرة للعملاء مقابل عمولة .
2. المندوب الرئيسي وهو شخص يعمل لدى سمسار.
3. الوسيط وهو شخص يعمل في البورصة يحق له التعاقد وأحياناً يعمل لصالح السمسار الذي سجل تحت عنوانه ويكون أداة اتصال بين العميل والسمسار لتسهيل عمليات التوسط.

[1] – كنعان ،علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص23.

4. تجار الصالة وينفذ هؤلاء صفقات لحسابهم الخاص.
5. المتخصصون وهم سماسرة يتخصصون في بيع وشراء ورقة مالية محددة إضافة إلى ذلك هناك أنواع أخرى تفرعت من هذه الأنواع المحددة من السماسرة في السوق المالي.

4- تجميع المدخرات الوطنية:

تساهم سوق المال بجذب المدخرات لتوظيفها في السوق عن طريق شراء الأسهم والسندات أو الأوراق التجارية الأخرى الأمر الذي يدفع أصحاب الادخارات لممارسة حقهم بشكل قانوني ومنظم ويبعد الاقتصاد عن شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية فالمدخر الذي اشترى سهماً محدداً ولشركة معينة يستطيع في نهاية العام الحصول على العائد نتيجة توزيع الأرباح في الشركة المساهمة، كما وتساهم سوق المال بإيجاد أنواع عديدة من الاستثمار مثل الصناديق المتنوعة والصناديق المتخصصة و التي تساعد المستثمر على توظيف أمواله والحصول على العائد في نهاية الاستثمار.

لقد ساهمت البورصات في الدول المتقدمة في تنظيم الادخار وتنظيم الاستثمار وضمان حقوق المدخرين والمستثمرين والشركات المنتجة والخدمية بآن واحد، الأمر الذي دفع الدول النامية لإيجاد الأسواق المالية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني وتساهم في تنميته واستقراره معاً .

5- زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

إن عملية إصدار النقد وتنظيمه تخدم في نهاية المطاف الاستقرار والتوازن الاقتصادي وتحسين معدلات النمو لكن عدم وجود البورصات دفع العديد من الشركات أو المتلاعبين أو حتى غير القادرين على الاستثمار لإقامة مشاريع فاشلة أو ذات ربحية متدنية الأمر الذي أحدث الأزمات المالية والنقدية في هذه الاقتصادات، أما عند وجود البورصات فإنّ عملية تنوع أدوات الادخار وتنوع أدوات الاستثمار تساهم في التوظيف الكفء للموارد المتاحة وإذا ما كانت القوانين صارمة في إجراء الرقابة على الاستثمار والتوظيف وحركة التعامل فإنّ ذلك سوف يسرع عمليات النمو الاقتصادي فينمو الدخل الفردي والناتج الإجمالي وينعكس الأمر إيجاباً على حياة الموطنين، وهذا ما حققته الدول المتقدمة وتسعى الدول النامية لإنجازه خلال العقود القادمة.

ثانياً: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية:

إن وجود السوق المالي يعد شرطاً أساسياً لتوفير المال وتقديمه للأنشطة المختلفة، خصوصاً أن المال هو عصب الحياة لأي منظمة، فالسوق المالي هو مقياس يكشف عن حركة الاستثمار والادخار، فالوحدات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحاً، وفي الوقت نفسه فإن الوحدات المنتجة بحاجة دائماً إلى المصادر المالية التي تعينها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، ومن هنا يمكن تحديد الوظائف أو المهام الاقتصادية لسوق الأوراق المالية على النحو التالي :

1- تعبئة المدخرات:

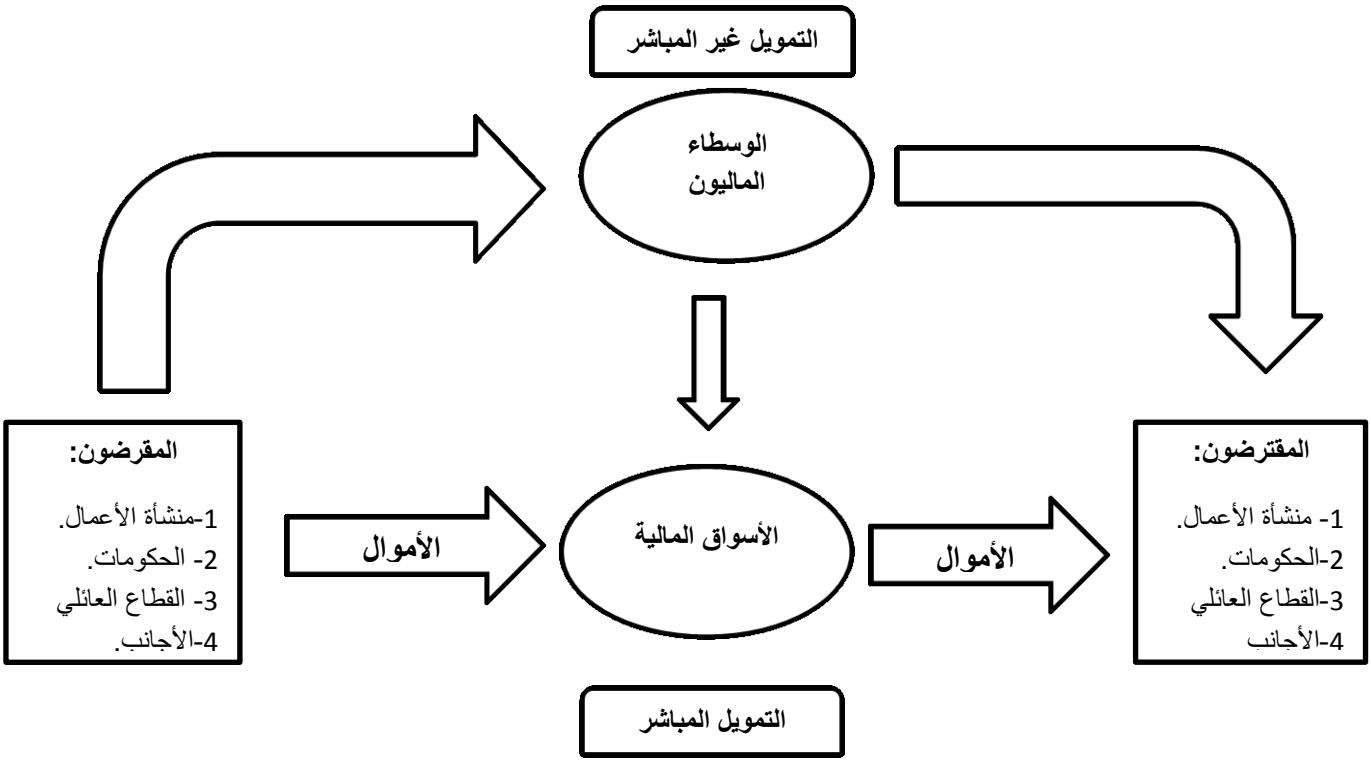
تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كونها حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، فالسوق المالي تمثل القناة التي يتم من خلالها التحويل من الوحدات التي تحقق فائضاً إلى الوحدات التي تعاني عجزاً (كما هو موضح في الشكل) إذ تسهم بورصة الأوراق المالية في تنمية الاستثمارات الضرورية و اللازمة للتنمية من خلال تزويد السوق بالسيولة بشكل مستمر عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر قدراً غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، إذ تلعب السوق دوراً مهماً في تشجيع صغار المدخرين والمستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً، فالسوق المالي يسهم بتزويد المتعاملين معه بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة للغاية، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار، وفي الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات والذي يسهم في تشجيع الأفراد للادخار والاستثمار في آن واحد[1].

وهكذا فإن الدور الرئيس الذي تلعبه السوق المالي يتمثل في المواءمة ما بين وحدات العجز و وحدات الفائض أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال، وهي بذلك تعد وسيطاً جيداً في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان متوسط الأجل، وطويل الأجل، بالمستوى المطلوب لأسباب كثيرة لعل من أبرزها مخاطر التضخم ومخاوف التغير في هامش سعر الفائدة.

[1] – حنفي، عبد الغفار، رسمية قرياقص، الأسواق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2005، ص 5-6

شكل(2)

التدفقات الناشئة عن الادخار والاستثمار



Source: Frederic S.Mishkin, The Economics of Money, Banking and Financial markets, Seventh Edition , Addison –Wesley, U.S.A, 2004, Page 24.

2- مخزن للثروة:

يظهر دور الأسواق المالية بتوفير أشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق (الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة)، وعلى الرغم من أن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو أفضل شكل من أشكال الاحتفاظ بالثروة، وتعمل الأسواق المالية بدور مخزن أو مستودع للقيمة أو الثروة، طالما إن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس معايير عدة منها (الربح والأمان) لضمان زيادة الثروة فهي (الأوراق المالية) تدر على صاحبها عائداً أو دخلاً نقدياً يساوي قيمة الثروة(W) مضروباً في نسبة العائد عليها(r) إذ أن[1] :

$$y = W.r$$

[1] – الدعمي، عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى،2010 ، ص 124.

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد عن الثروة لأغراض الاستهلاك والادخار، إذ يشكل الادخار عندئذ مصدر تراكم الثروات المالية أي أن :

$$Y = C + S$$

فضلاً عن ذلك فإن الأوراق المالية التي توفرها تلك الأسواق تتسم بكونها لا تتعرض للاندثار وفي الوقت نفسه فإن مخاطرها تعد أقل من مخاطر الأشكال الأخرى للادخار أو الاحتفاظ بالثروة.

3- توفير السيولة:

تقوم السوق المالية بوظائف أخرى مساعدة ومكملة لوظائف النقود، فإحدى وظائف النقود هي استخدامها كأداة للدفع الحالي والأجل، والأسواق المالية هي التي بواسطتها تقوم بهذه الوظائف، فالشيكات التي تستخدم وسيلة للدفع يتم التعامل بها و تصفيتها من خلال المصارف العاملة في الأسواق المالية، والقروض التي تمنح من لدن المصارف هي جزء من قروض الائتمان التي تتوافر في الأسواق المالية[1].

ومثلما تقوم الأسواق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها فإنها في الوقت نفسه توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة أكبر وبسرعة مع انخفاض تكلفة التحويل، و هكذا فإن السوق المالية توفر للمدخرين فرصتين هما (فرصة الحصول على السيولة وفرصة العائد في آن واحد).

4- السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية:

تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها. فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة كذلك الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة، وبالتالي فإن تقلب الأسعار في الأسواق المالية وتواليها مدة من الزمن يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات ومدى إخفافها، ولهذا فإن السوق المالي تعد الباروميتر الذي يقاس به النجاح أو الإخفاق ومن ثم يتجه الأفراد بأموالهم باتجاه المشروعات الناجحة فيزداد نشاطها[2].

5- زيادة كمية المصادر المالية المتاحة:

إن قيام أي فرد بالاكتتاب بأسهم شركة جديدة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، يعني أن الفرد بتصرفه قام بإضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق... ومتى قام هذا الفرد بتقيد أمواله في السوق المالية، فإنه لا يمكن له من التراجع عن هذا التصرف، إلا عن طريق إقناع مستثمر آخر بالحلول

[1] – علي، عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2004، ص 69

[2] – قرياقص، رسمية، الأسواق المالية، كلية التجارة ،جامعة الإسكندرية، مصر، 1997، ص 46

محله في هذا الاستثمار. وهذا يعني أن الاستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة إلى هذه السوق، أما بالنسبة لشراء أوراق مالية قائمة فإنه لا يؤدي إلى الإضافة، إلا أنه يؤدي إلى تسهيل خروج شخص من استثمار قائم، و دخوله في استثمار جديد، أما كمية الأموال المستثمرة فإنها لا تنقص إلا في حالات التصفية النهائية. وتأكد المستثمرين من وجود سوق مستمرة ومستثمرين دائمين للأوراق المالية التي بحوزتهم، يشجع على دخول السوق وعدم التردد في شراء الأوراق المالية [1].

6- العدالة في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

تتحدد في السوق المالي الأسعار الجارية للأوراق المالية المتداولة، ويساعد ذلك الشركات في بناء التوقعات الخاصة بإمكانية بيع ما تريد إصداره من أوراق جديده في المستقبل. كما يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية من خلال الأسعار المعلنة في السوق. إذ يجب على السوق توفير البيانات الحديثة والدقيقة عن أداء الشركات المقيدة، إما عن طريق التحركات اليومية لأسعار الأسهم أو بنشر ميزانيات الشركات مباشرة. فالكثيرون يعتقدون بوجود علاقة وثيقة بين سعر السهم وكفاءة عمل الشركات في مواجهة الطلب على منتجاتها والقيام بدراسات للوصول إلى ابتكارات جديدة ذات ربحية أعلى، وطبقاً لوجهة النظر هذه فإن الشركات التي تحسن استغلال الموارد المتاحة لديها بكفاءة هي التي تكون أسهمها الأعلى سعراً في السوق، وبذلك يتحسن الدور الذي تقوم به الأسواق المالية في توجيه مدخرات الاقتصاد القومي إلى الشركات الأكفاء في استخدام هذه الموارد[2].

ونخلص من ذلك إلى أن الشركة التي يكون اداؤها مبشراً تدفع بأسعار أسهمها إلى الارتفاع، ويساعدها ذلك في الحصول على التمويل من خلال إصدارات جديدة تباع استرشاداً بالأسعار السائدة، وبذلك يعمل السوق على التخصيص الكفء للموارد.

7- المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

تعد السوق المالية القناة الرئيسية لتنفيذ السياسات الاقتصادية في اقتصاد حديث، إذ تستطيع الحكومات من خلال تنفيذ سياساتها النقدية والمالية أن تحقق أهداف الاقتصاد الكلية و خصوصاً حالة الاستقرار النقدي والمالي، إذ إن وجود مثل هذه الأسواق يساعد في استخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية وعلى وجه الخصوص عمليات السوق المفتوحة، كما تسهم في تنفيذ أفضل لهذه السياسات، في ضوء ما يمثله منحنى العائد على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة والتأثير في

[1] – مسعود، منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية لأسواق الأوراق المالية، رسالة ماجستير 2002، ص 64

[2] – الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005 ، ص 28-29 .

مستويات الاقراض والاقتراض ومعدلات التضخم المستقبلية وهي بذلك تلعب دوراً حيوياً في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق عمل القطاع المصرفي والمالي وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي[1].

ثالثاً: الأركان الرئيسية للأسواق المالية:

تتضمن الأسواق المالية ثلاثة أركان رئيسية وهم المستثمرون (المقرضون) والمقصود بهم الأفراد والمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية ومكاتب الوساطة وشركات الاستثمار، والذين يوجد لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها من أجل الحصول على عوائد مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطرة لتلك الفرص، والمقترضون ويقصد بهم هنا مجموعة الأفراد و المؤسسات المالية كشركات الاستثمار وشركات الوساطة المالية والهيئات الحكومية كالبنك المركزي و وزارة الخزانة من ذوي الحاجة إلى الائتمان، والركن الأخير للسوق المالية وهم الوسطاء الذين ينحصر دورهم بالتوفيق بين البائع (مصدر الورقة المالية) والمشتري (مستثمر الورقة المالية) وعادة ما يكون هؤلاء الوسطاء أشخاصاً أو شركات.

إن إنشاء الأسواق المالية يتطلب وجود هذه الأركان الرئيسية التي بدورها تتضمن مجموعة من مؤسسات الوساطة وبيوت السمسرة والوسطاء والشركات التجارية والأفراد السابق ذكرهم، إذ تشكل تلك المجموعات الركائز الأساسية لهذه السوق، فتطور هذه الركائز يعني تطور السوق المالية و ازدهارها، طالما إن هذه المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة تلعب دوراً فعالاً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين أطرافها، وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني ومن أهم الأطراف المتعاملة في الأسواق المالية:

1- المقترضون[2]:

وهم الطالبون للمال الذين يقومون بالاقتراض من سوق المال، و يتكونون من وحدات العجز المالي الذين يريدون أن ينفقوا أكثر من دخلهم النقدي الجاري، مثل الأفراد والشركات الخاصة والمؤسسات العامة و الحكومية والسلطات المحلية الأخرى مثل : البلديات.

ويتم طلب الاقتراض بثلاث طرق:

- الاقتراض المباشر.
- إصدار السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد.
- إصدار الأسهم.

[1] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010 ، ص 127

[2] – د. عبد القادر، متولي السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، عمان، ط1، 2010، ص 69

2- المقرضون:

العارضون أو المقرضون في الأسواق المالية، هم المستثمرون الذين يزيد دخلهم النقدي عن انفاقهم الاستهلاكي من الأفراد والمؤسسات ويتم العرض أو الإقراض بثلاث طرق:

- الإقراض المباشر، والذي يتمثل في إيداع الأموال في حساب مصرفي الادخار أو دفع أقساط التأمين لشركات التأمين.
- شراء السندات أو وثائق صناديق الاستثمار أو صناديق التقاعد.
- شراء الأسهم.

3- الوسطاء الماليون (المؤسسات المالية):

إن عمل الوسطاء في الأسواق المالية يتركز على القيام بمهمة الوساطة بين الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية أي بين الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية و توفر العرض منها في هذه السوق، وبين الجهات التي تقتني هذه الأوراق المالية وتوفر الطلب عليها، أي بين البائعين الذين يمثلون جانب العرض في السوق والمشترين الذين يمثلون جانب الطلب فيه.

وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة دوراً هاماً في خدمة البائعين والمشترين عن طريق توفير الامكانية للجهات المصدرة للأوراق المالية ومساعدتها على القيام بإصدار هذه الأوراق المالية، وكذلك مساعدتها على تصريف الإصدارات من الأوراق المالية، ويعمل الوسطاء على خدمة المشترين وبالذات الأفراد والجهات الأخرى التي تطلب من مؤسسات الوساطة المالية تنفيذ أوامر الشراء، أو تقديم المعلومات والمشورة الفنية بخصوص التعامل في الأسواق المالية والنقدية بيعاً وشراء[1].

ويمكن تصنيف المؤسسات المالية العاملة في ميدان الوساطة المالية إلى المجموعات الرئيسية التالية:

3-1- مؤسسات الإيداع:

وهي مؤسسات (خاصة وعامة) وسيطة تقبل الودائع بأشكالها المختلفة من الوحدات الاقتصادية وتقدم تسهيلات ائتمانية إلى تلك الوحدات، وفي الوقت نفسه تسهم عبر آلية خلق الودائع واشتقاقها في التأثير على العرض النقدي وتشمل[2]:

3-1-1- البنوك التجارية:

حيث تقوم هذه البنوك بتعبئة الموارد عن طريق إصدار التزامات على نفسها تتخذ شكل الودائع الجارية، والودائع الآجلة، و ودائع الادخار. وعلى الرغم من سمة الوساطة قصيرة الأجل لهذه المؤسسات، إلا

[1] - خلف، فليح حسن، الأسواق المالية، جدار للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006 ، ص 94-95

[2] - الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 48

أن الاتجاه نحو المصارف الشاملة، جعلها تمارس وساطة أوسع من ذلك من خلال تسهيلاتها الائتمانية المختلفة(قروض، اعتماد مستندي، خطابات ضمان، شراء الأوراق التجارية).

3-1-2-مؤسسات الادخار والإقراض:

وهي مؤسسات تعبئ مواردها عن طريق الودائع المختلفة، وخاصة الادخارية منها، وتستخدم مواردها في سوق الرهن وخاصة العقارية، ولقد أدى تطور هذه المؤسسات إلى دخولها في الاقراض الاستهلاكي قصير الأجل، والتعامل بالودائع تحت الطلب أيضاً لتقترب بذلك من المصارف التجارية في نشاطها.

3-1-3- مصارف الادخار:

وهي مؤسسات إيداعيه تقترب في نشاطها من مؤسسات الادخار والاقراض، ولكن هيكلها يشابه تنظيم التعاونيات من حيث أن المودعين يمتلكون المصرف، كذلك أدت التوسعات إلى تعاملها بالودائع تحت الطلب.

3-1-4- اتحادات الائتمان:

وهي مؤسسات تستقدم إيداعات صغيرة من الأفراد والمجموعات وتقدم القروض إلى مجموعات اجتماعية معينة، وأعضاء الاتحاد هم العاملون في مؤسسة معينة مثلاً.

3-2- المؤسسات التعاقدية أو المؤسسات غير الودائعية:

وهي مؤسسات غير ودائعية. الأساس في مواردها التعاقد ضمن مدة محددة ومعروفة نسبياً مقارنة بالودائع و مثل هذا النوع من الخصوم يتيح لهذه المؤسسات فرصة الاستثمار طويل الأجل نسبياً، لذلك فإن أصولها طويلة الأجل. وكذلك تتمتع بتأمين أكبر ضد المخاطر وتشمل هذه المؤسسات:

3-2-1-شركات التأمين:

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة تسعى إلى توزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، فشركات التأمين لها دور مزدوج فإلى جانب قيامها بتقديم خدمة التأمين لمن يطلبها، فهي مؤسسة تتلقى الأموال من المؤمن لهم. وهي كذلك تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد، شأنها في ذلك شأن النبوك التجارية وتقوم هذه الشركات عادة بتوظيف أموالها في سوقي رأس المال والسوق النقدي[1].

[1] - الأسواق والمؤسسات المالية ص 127 منير الهندي.

3-2-2- صناديق التقاعد:

وهي صناديق لها استقلالها المالي والإداري بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية، وتقوم هذه المؤسسات بجمع المبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة[1].

3-3-مؤسسات الاستثمار:

وهي مؤسسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة إلى الجمهور والاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلتها[2]:

3-3-1-شركات الاستثمار:

تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال بيع الأوراق التجارية وإصدار الأسهم والسندات. وتقدم القروض للمستهلكين، فضلاً عن تقديمها القروض إلى منشآت الأعمال الصغيرة، و تنفصل بالملكية أو تتبع شركة رئيسية للتمويل.

3-3-2- الصناديق المشتركة:

تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتعبئة مواردها من خلال بيع الأوراق المالية(أسهم وسندات)، وهي تساعد في تخفيض المخاطر من خلال سياسة تنويع محفظة الأصول المالية التي تقوم هذه الصناديق بتكوينها.

3-3-3-صناديق سوق النقد:

وهي شكل من أشكال الصناديق المشتركة، ولكنها تقترب من مؤسسات الإيداع نسبياً، فهي تبيع الأسهم كالصناديق المشتركة لتستخدم مواردها المجمعة في شراء أدوات سوق النقد(قصيرة الأجل) ذات السيولة المرتفعة والمخاطر المنخفضة، والفائدة المحققة هي الأساس في دفع عائد حاملي أسهمها، ويمكن استخدام الصكوك للتسديد مقابل قيمة الأسهم.

3-3-4- شركات الرهن وتجميع الاستثمار العقاري:

وهي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار، إذ أن الأولى (شركات الرهن) تعمل على تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجمعات الأعمال والسكن، بينما تعمل الثانية بالاستثمار في العقارات التجارية والإسكان.

3-4- مؤسسات سوق الأوراق المالية:

على الرغم من أن هذه المؤسسات لا تمارس دور الوساطة المالية في تعبئة الموارد أو إصدار التزامات مباشرة، إلا أنها تمارس دوراً في التواصل المالي بين وحدات العجز و وحدات الفائض وتشمل[3]:

---

[1] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ،2010، ص 134

[2] – الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005،ص 49

[3] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010، ص 134.

3-4-1- بنكير الاستثمار[1](صيرفي الاستثمار):

وهي مؤسسات لا تمارس قبول الودائع أو الإقراض وإنما ينشأ دورها المهم في سوق الأوراق المالية من خلال تقديم المساعدات للوحدات الاقتصادية لأجل تسويقها أو بيع أوراقها المالية مستعينة بخبراتها في البورصة وتأخذ المساعدة الاشكال التالية:

- تقديم النصح للوحدات بخصوص إصدار أسهم أو سندات للتمويل من حيث إدارة الإصدار وتقديم دراسة لحالة السوق، وتحليل المركز المالي للوحدة، وتوقيت الإصدار، وسعر الإصدار المناسب، فضلاً عن التوزيعات المناسبة للإصدار .
- وظيفة تنفيذ التعهد وذلك بتغطية الإصدار وتحمل المخاطر، وقد يتولى بنكير واحد تغطية الإصدار أو تشارك عدة بنكيرات عندما يكون الإصدار كبير.
- تسويق الأوراق المالية المصدرة والقيام بحملة الإعلانات والاتصال بالمشترين المحتملين مثل المصارف، شركات التأمين، شركات التقاعد، والجمهور.

3-4-2- السماسرة وتجار الأرواق المالية:

حيث يمارس السماسرة دور الوسيط بين البائع والمشتري، حيث يتولى الوسيط مهمة توفير المشتري لمن يريد بيع الأوراق المالية، و توفير البائع لمن يريد شراء الأوراق المالية مقابل عمولة معينة، وهذا يعني أن الوسيط (السمسار) ليس هو إلا منفذ لعمليات البيع والشراء و التي يرغب المتعاملين القيام بها[2].

أما التاجر فيقابل البائع والمشتري للورقة المالية من خلال كونه مستعداً لشراء أو بيع أوراق مالية عند سعر معين، لذلك فالتاجر يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية لأجل بيعها للمستثمرين، وقد يكون متخصصاً في أوراق معينة أو شاملاً وهو بذلك يتحمل المخاطر التي تصيب تقلب الورقة المالية على عكس السمسار .

وتمارس العديد من شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية الوظائف الثلاثة (بنكير، سمسار، تاجر) وتدعى منشآت سمسرة. وقد تمارس بعض المصارف التجارية هذه المهمة، وهو اتجاه نحو المصارف الشاملة[3].

4- البنك المركزي:

البنك المركزي هو المساهم الأخير في الأسواق المالية بصفته الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة وإدارة السياسة النقدية بهدف تحقيق استقرار الأسعار، الاستخدام الكامل للأيدي العاملة، و النمو الاقتصادي

---

[1] – تمت الترجمة على هذا النحو لتميزه عن بنوك الاستثمار سابقة الذكر.

[2] – خلف، فليح حسن، الأسواق المالية، جدارا للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006 ، ص 111

[3] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010 ص 135

المستدام، ولأجل القيام بهذه المسؤولية يشارك البنك في الأسواق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة ببيع وشراء الأدوات المالية، وبخاصة السندات الحكومية وأذونات الخزينة[1].

ويتصدر البنك المركزي قمة الأجهزة المصرفية المتعاملة في الأسواق المالية لما يملكه من مقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية وبالعكس، ويتمثل دور البنك المركزي في السوق المالي والنقدي من خلال:

أ- توجيه السياسة النقدية.

ب- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.

ت- مراقبة عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية .

ث- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزينة.

[1] – علي، عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 79 .

المبحث الثاني

الأسواق المالية (أنواعها، الأدوات المتداولة فيها)

أولاً: أنواع الأسواق المالية:

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم والسندات و هذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات. وهناك مفهوم أخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الاقراض طويل الأجل فقط. غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضاً جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

ويمكن تصنيف الأسواق المالية هنا طبقاً للأسس الأكثر شيوعاً وبالشكل الأسهل مع توضيح حدوث التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق، إذ أن لكل نوع من أنواعها آلياتها وأفرعها الداخلية التي تتميز بسماتها وخصائصها وأدواتها في السياسات الاستثمارية.

والواقع أن التقسيم الأكثر شيوعاً للأسواق المالية قائم على أساس المعاملات المالية، ولهذا فإن السوق المالي يقسم إلى سوقين سوق رأس المال(وهي سوق المعاملات طويلة الأجل) وسوق النقد (وهي سوق المعاملات قصيرة الأجل) وهذا التقسيم هو الذي سيعتمدهُ الباحث رغم وجود تقسيمات أخرى للأسواق المالية.

1- أسواق رأس المال:

يعَّرف سوق رأس المال بأنه: " سوق الأموال الطويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادّخار لعقد صفقات طويلة الأجل، بصورة مباشرة بالاكتتاب بالأسهم والسندات. سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق[1]".

إن طبيعة هذه الأسواق تتسم بالمخاطرة لطول آجالها، لذلك أولوية نظرة المستثمر نحو العائد المرتفع نسبياً، قياساً بذلك العائد في سوق النقد. هذا من جانب و من جانب أخر يتميز هذا السوق عن سوق النقد بكونه أكثر تنظيماً، وكبر حجم الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين والمتعاملين في السوق، الذين يلعبون دوراً مهماً في تفعيل حركة التداول[2].

تلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في تطوير منشآت الأعمال ونموها، لكونها تمثل قناة لتدفق الأموال، التي تشكل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل سلعة هذه السوق.

تنقسم أسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة(الفورية) و إلى سوق العقود المستقبلية.

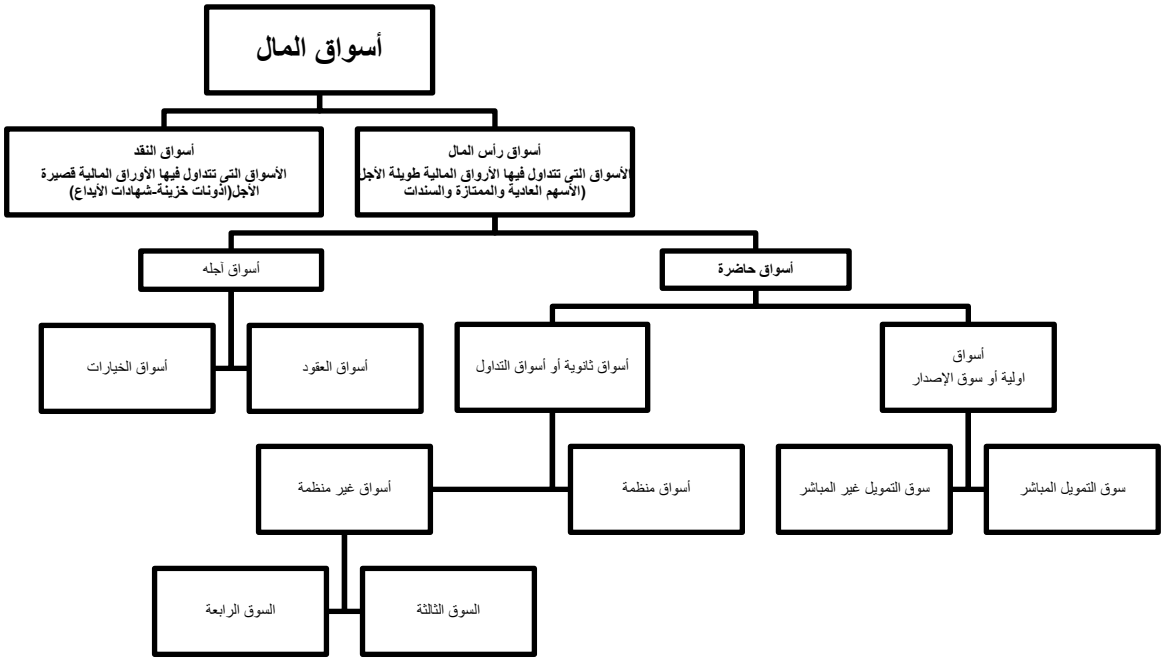
---

[1] – التميمي، ارشيد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات ، دار اليازوري، عمان ، الاردن، 2010 ، ص 92 .

[2] – سلام، أسامة عزمي، و أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004،ص 120

الشكل(3)

التقسيم الأكثر شيوعاً للسوق المالية



المصدر: الدعمي، عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص

1-1- الأسواق الحاضرة:

و تتميز هذه الأسواق بإمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من البائع للورقة المالية إلى المشتري لها بعد دفع قيمتها و استلامها من البائع، وبعد أن تم الاتفاق على شرائها(الأسهم، السندات، الأوراق التجارية طويلة الأجل) وتنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى :

1-1-1- الأسواق الأولية:

و يتم فيها بيع الأوراق المالية من أسهم وسندات، المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام من قبل الجمهور، أو عن طريق المؤسسات المالية التي غالباً ما تسيطر على هذه السوق[1]، حيث تنشأ علاقة مباشرة بين بائع الورقة المالية والمشتري لها، بمعنى أخر تنشأ هذه السوق عن علاقة بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة السائل(النقود) بالموجودات المالية.

[1] – ابو عمر، واثق حمد، محفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار رضا للنشر، دمشق، سورية، 2003،ط 1، ص 19.

وتعد السوق الأولية ركيزة مهمة من ركائز النشاط الاقتصادي للاعتبارات التالية:

1. أنها إحدى الآليات المهمة في تجميع المدخرات الوطنية، ونقل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.
2. تمارس السوق الأولية تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مراحل التجميع، وعلى تخصيصه في مراحل التوظيف.
3. تعد السوق الأولية مصدراً أصيلاً لضمان تدفق الأموال بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.
4. إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية ليس مسألة تجميع المدخرات فحسب، و إنما تواجهها أيضاً مشكلة سوء توجيه المدخرات حيث يستثمر جزء كبير منها فيما يُعرف بالاستثمارات السلبية، والتي تتمثل في شراء الأراضي وتشييد المباني وشراء الذهب، وما إلى ذلك، في حين أن السوق الأولية تضمن من جانبها توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات في مرحلة التكوين، أو تلك القائمة والراغبة في التوسع والتطور.

وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التعامل(التمويل) إلى نوعين[1]:

1. **التعامل المباشر:**

وهذا النوع من التعامل يتم من خلال الاتصال بالمشترين مباشرة، وفي الحياة العملية تلجأ بعض الجهات المصدرة للسندات إلى هذا الأسلوب إذا لم يكن حجم الإصدار بالضخامة التي تقتضي الاستعانة ببيوت الخبرة والوساطة المالية المتخصصة في عمليات تغطية الاكتتاب وتسويق الأسهم والسندات. وتقوم الجهات المصدرة في هذه الحالة بجهد تسويقي يعتمد على العلاقات الشخصية في ظاهره وإن كان يصطبغ بالصبغة الرسمية من ناحية أخرى للتأثير على الجهات التي يتم الاتصال بها، كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الادّخار والمعاشات.

2. **التعامل غير المباشر:**

يعتمد هذه الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يقومون بدورهم بتولي مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار. و يطلق على الوسطاء الذين يقومون بأداء هذه الوظيفة (underwriters) (وغالباً ما يكونوا من البنوك التجارية).

حيث يقوم الوسطاء بشراء الأوراق المالية المصدرة من الشركة على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى للجمهور، ويتحمل حينئذ الوسطاء مخاطر السوق، فإذا ما كان حجم الإصدار كبيراً، فإن الوسيط قد يدعو بعض بيوت الاستثمار لتكوين رابطة لتغطية الإصدار بهدف اقتسام المخاطرة.

[1] – رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات، دار النشر للجمعات، القاهرة، مصر، 2009 ، ص 45.

ويقوم البنك بتغطية الإصدار بمفرده إذا بدا له أن ظروف السوق مواتية وملائمة أملاً في تحقيق أرباح مجزية تتناسب مع حجم المخاطرة التي يتحملها، وقد يقوم بدعوة بعض بيوت السمسرة للمعاونة فقط في عملية البيع. وقد يقوم بدور المستشار المالي ويتلقى الأتعاب مقابل إسداء النصح والمشورة.

1-1-2- الأسواق الثانوية(أسواق التداول):

ويتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية بعد إصدارها وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (السوق الأولي) وفيها يلتقي العرض مع الطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة المالية الأصلية (أسهم، سندات، أوراق مالية أخرى)[1].

وتقسم الأسواق الثانوية إلى نوعين هما:

1-1-2-1- الأسواق المنظمة:

ويقصد بها البورصات: ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية طويلة الأجل و التي تكون فيها الأوراق المالية مسجلة في السوق حيث تسجل الأوراق في السوق الأولي وبعد فترة محددة وتحقيق بعض الشروط و تسجل الأوراق في السوق الثانية ويتم التداول بها في البورصة.

وبناءً على ذلك تعرف البورصة كما يلي[2]:

هي مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل(بيعاً وشراءً) ويتوفر في هذه السوق العلانية والشفافية وتحدد الأسعار استناداً للعرض والطلب وتوقعات المضاربين وترصد السوق التغيرات والمستجدات في السوق والاتجاه العام.

تلعب الأسواق المنظمة(البورصات) دوراً في تجميع المدخرات الوطنية وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة لحملة الأسهم، كما أن الأسواق المالية تعمل على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة المشاريع التي تحتاج للرساميل الضخمة التي لا تتوافر لدى الدولة، لذلك تقترض الحكومة من هذه السوق لتمويل مشاريعها.

كما ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية. ويقصد بالسوق المركزي ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الورقة، ومن الأمثلة على تلك الأسواق بورصة طوكيو وبورصة نيويورك للأسهم.

---

[1] – السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، ط1، 1998 ، ص 15.

[2] – كنعان ،علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص 32.

1-1-2-2- الأسواق غير المنظمة:

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على التعاملات التي تجري خارج البورصات، و التي يطلق عليها المعاملات على المنضدة Over The- Counter (OTC) التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة. ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر.

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المالية المنظمة وعلى الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق، كما أنه يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد عائلاتهم. غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في الأسواق المنظمة، وفي مقدمتها السندات الحكومية و سندات بعض منشآت الأعمال[1].

وتتضمن السوق غير المنظمة(أحد مكونات السوق الثانوي) سوقين أخرين فرعيين هما السوقان الثالثة والرابعة، وفيما يلي توضيح مبسط لهذين السوقين:

السوق الثالثة:

تمثل هذه السوق جزء من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السماسرة، ومن غير الأعضاء المسجلين في السوق المنظمة، لهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنظمة، مهما كبر حجم الصفقة أو صغر. والمستثمرين في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، صناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية.

تُصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات المالية الاستثمارية الكبيرة لتمتعها بخصم العمولة، التي لا يمكن الحصول عليها في الأسواق المنظمة، التي يلتزم عندها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة. إن السبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق لكون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، كما هو الحال في السوق المنتظمة، هذا يعني انخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين[2].

[1] - هندي، منير ابراهيم، الأوراق المالية، وأسواق رأس المال، دار المعارف للنشر، الاسكندرية، 1993، ص 106-107

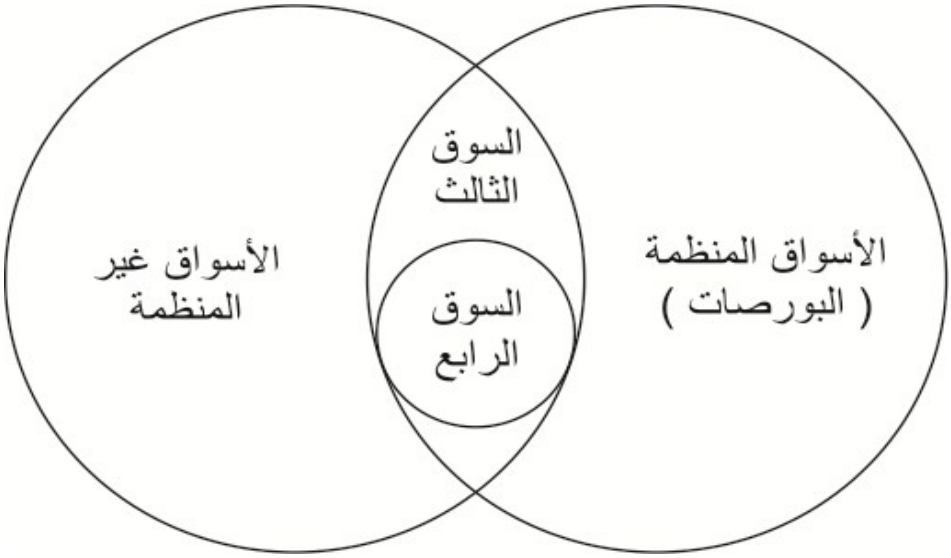
[2] - سلام، أسامة عزمي، و أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004، ص 125

السوق الرابعة:

يرجع السبب في قيام هذه السوق إلى حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ بعض الصفقات بأحجام كبيرة وبأقل كلفة ممكنة وتقوم بعض الشركات المتخصصة بربط عملائها بشبكة من الوحدات الطرفية. وعملاء هذه الشركات المتخصصة هم المؤسسات الاستثمارية الكبرى والتي تشمل صناديق الادخار والمعاشات والتأمين التبادلي و البنوك التجارية[1].

الشكل(4)

مكونات السوق الثانوية والعلاقة التي تربط بينها



1-2- الأسواق الآجلة:

مع التطور الذي شهدته أسواق المال، برز تقدم لمجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق، ولقد تحولت الأسواق المالية بفضل هذه التغيرات إلى محطة تسودها حركة لا تعرف التوقف والركود، وتعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التقلبات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية وخصوصاً فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك فقد استخدمت هذه الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار، ويتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات ما بين مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية، ومنشأة أعمال على اتمام بيع أصل مالي أو شرائه في وقت لاحق مقابل سعر معين[2]. وتنقسم الأسواق المالية الآجلة إلى :

[1] – رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات، دار النشر للجمعات، القاهرة، مصر، 2009 ص 70

[2] – الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 133

1-2-1- سوق العقود المستقبلية:

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل(ورقة مالية) في تاريخ لاحق، على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم. أما سبب التعامل في أسواق العقود المستقبلية من قبل طرفي التعامل فيتمثل في رغبتهما تخفيف مخاطر التغيرات السعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحصل في المستقبل، وبالذات عندما يتوقع المشتري ارتفاع سعر السلعة أو الأصل المتعاقد عليه في الفترة اللاحقة، لذلك فهو يقوم بشرائها بالسعر الحالي، أو بسعر يتم الاتفاق عليه، ويتم تسليم السلعة للمشتري لاحقاً[1].

وتعرف العقود المستقبلية بأنها: اتفاق ما بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية معينة واستلامها بسعر معين وفي وقت لاحق، وبهذا التعريف يتضح أن هناك طرفاً بائعاً وأخر مشترياً للعقد، أما بالنسبة للأصول المتداولة أو التي يسري عليها التعامل فهي تتأرجح ما بين الأصول الحقيقة كالسلع الزراعية والمعادن و العملات بأنواعها أو الأصول المالية كأسهم والسندات وغيرها، إلا أن أغلب العقود المستقبلية التي تتداول الآن هي المستقبلية المالية أو الأصول المالية، وتتميز العقود المستقبلية بالآتي[2]:

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة.
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لآخر.
- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك إجراء تسوية يومية للسعر، لضمان حماية الطرفين من مخاطر عدم السداد.

وهكذا فإنه يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها سلسلة من العقود الآجلة اليومية، إذ تجري تسوية عقود الأمس وتحرير عقود اليوم مرة أخرى وهكذا يومياً، لذلك فإن غرفة المقاصة تمارس دور المركز قصير الأجل مقابل المستثمر ذي المركز طويل الأجل وعلى العكس من ذلك تأخذ مركزاً طويل الأجل مقابل أصحاب المراكز القصيرة الأجل، لذا فإن المستثمر لا تساوره المخاوف إزاء الطرف الأخر المقابل له في العقد.

[1] – خلف، فليح حسن، الأسواق المالية، جدار للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006، ص51

[2] – الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005، ص 365.

1-2-2- سوق عقود الخيارات:

بدأ التعامل بالخيارات يتخذ أهمية خاصة منذ أن بدأت بورصة خاصة بهذا النوع من التجارة عام 1973 في مدينة شيكاغو، وقد اقتصر التعامل في بداية الأمر على أسهم(17) شركة فقط تتداول أسهمها في بورصة نيويورك، أما اليوم فقد انتشر التعامل بالخيارات بالعديد من البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية[1].

وعقود الخيارات هي اتفاق ما بين طرفين من السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني الذي تحمل تكلفة قيام العقد، بمعنى أخرى إن عقود الخيارات هي حق وليس التزام في بيع وشراء ورقة مالية أو أصل معين، لذلك فإن الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو بائع الخيار بمنح مشتري العقد الحق في أن يشتري منه أو يبيع له، أو بالأثنين معاً من أصل معين وبكمية معينة خلال مدة زمنية أو بتاريخ محدد وعلى هذا الأساس فإن العقد يتضمن منح حق الشراء الذي يدعى خيار الشراء أو خيار الطلب بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع خيار البيع أو خيار العرض ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد بسعر التنفيذ.

وتشبه سوق عقود الخيارات إلى حد كبير سوق العقود المستقبلية من حيث التعامل بين البائعين والمشترين وبموجب عقود نظامية، ولكن الفرق بينهما يكمن في إن عقود الخيارات غير ملزمه أي اختياريه خلال مدة العقد بالنسبة إلى البائع والمشتري، ولكن المشتري ملزم بدفع الفرق ما بين السعر المتفق عليه والسعر الفعلي في حالة انخفاض السعر ويدفع البائع كذلك الفرق في حالة الارتفاع.

1-2-3- سوق عقود المبادلة:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة، لذلك فهي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، إذ تتم تسوية عقود المبادلة على فترات دورية، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، ثم إن المتحصلات أو المدفوعات لا تتم تسويتها يومياً مثلما هو معروف في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك إن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة مثلما هو الحال في العقود الآجلة، وعلى هذا الأساس عرفت عقود المبادلة بأنها سلسلة عقود أجلة التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الغالب لتغطية المخاطر، خاصة مخاطر تغيرات أسعار الفائدة والصرف وعلى الرغم من توسع عقود الفائدة لتشمل أنواع عديدة من الأصول ألا أنها غالباً ما تركز على أوراق الدين.

[1] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010، ص 152.

2- سوق النقد:

2-1- مفهوم سوق النقد:

تعدُ سوق النقد الأبعد وجوداً وتطوراً من سوق رأس المال، فهو سوق الأموال القصيرة الأجل، التي لا تتعدى استحقاقها من حيث مصادرها و استخدامها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع فيه وتشترى منه أوراق الدين قصيرة الأجل[1].

وبالتالي تعرف سوق النقد بأنها:" هي السوق التي تتخصص في الأدوات قصيرة الأجل و التي تتمتع بقدر عال من السيولة، ويمكن تسييلها فور عرضها للبيع وبأدنى قدر من الخسائر".

وتحرص الشركات الكبرى ذات الفوائض الكبيرة على توظيف جزء من أموالها في تلك الأصول المالية عالية السيولة، للحفاظ على نسب السيولة لديها من جهة، ولضمان الحصول على عائد مجز في نفس الوقت على الأموال التي يجري توظيفها في هذه الأصول من جهة أخرى.

والأمر لا يختلف بالنسبة للبنوك عن تلك الشركات، فإذا كانت كافة المؤسسات المصرفية تحرص على دعم نسب السيولة لديها وهو الأمر الذي يتلاءم مع طبيعة أنشطتها، فإن توظيف جزء من أموالها في أصول مالية قصيرة الأجل يسهل تحويلها إلى نقدية في غضون فترة قصيرة للغاية تزيد من قدرة البنك على مواجهة طلبات الدفع أو أية مسحوبات من قبل أصحاب الودائع. وتعد الاستثمارات في الأصول المالية قصيرة الأجل بالنسبة للبنوك من قبيل الاحتياطي الوقائي للسيولة وفقاً لما اصطلح وتعارف عليه المحللون الماليون.

وتتميز هذه السوق عن غيرها من الأسواق أن التعامل فيها غير شخصي حيث لا يلتقي البائعون والمشترون ببعضهم البعض، بل ولا يعرف بعضهم البعض، بل ويحظر عليهم دخول قاعدة التداول و إنما يتم التعامل من خلال شركات الوساطة المالية بوصفهم وكلاء بالعمولة عن البائعين والمشترين.

2-2- خصائص سوق النقد:

يكتسب سوق النقد خصائص من أداوته تميزه عن أي سوق من أسواق الأدوات المالية. ويمكن تحديد هذه الخصائص بالاتي[2]:

1. ليس للسوق هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافياً تشكل هيكل السوق، وتعد البنوك التجارية اللاعب الرئيس في السوق.

[1] – سلام، أسامة عزمي، وأرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004، ص 114

[2] - التميمي، ارشيد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2010، ص 61 .

2. الأموال التي توفرها هذه السوق قصيرة الأجل في الغالب الأعم، أي ذات استحقاق سنة فأقل ودورياً، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، تسعة أشهر.
3. يوفر السوق أدوات بمخاطر منخفضة جداً وقد تكون خالية المخاطر في بعض منها لا سيما أذونات الخزينة والأوراق الحكومية الأخرى.
4. أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية، أي بالإمكان تسييلها بسرعة ومرونة عالية.
5. تخلق هذه السوق علاقات ترابطية بين المصارف والشركات من جهة وبين المصارف والمستثمرين من جهة أخرى كما أنها تزيد من حجم العلاقة والتعاون بين المصارف المحلية والأجنبية[1].

2-3- أنواع وتخصصات سوق النقد:

يوجد في سوق النقد كما هو الحال في سوق المال نوعان من الأسواق:

1. **سوق الإصدار**: ويتم في هذه السوق إصدار الورقة المالية بين المصارف والمستفيد إذا كان تاجراً أو مصرف أخر أو أحياناً إذا كانت الورقة حكومية بين المصرف المسوق للورقة المالية و المستفيد أو المستثمر، و تتخصص السوق الأولية بإصدار الورقة المالية وبيعها للمرة الأولى.
2. **السوق الثانوي**: ويتم في هذه السوق تداول الورقة التجارية قصيرة الأجل فيما بين المضاربين والمستثمرين في سوق النقد، عادة ما يحصل مالك الورقة التجارية في زمن الاستحقاق على قيمتها من المصدر أو صاحب الورقة فإذا كان إذن خزينة يستطيع المالك تحصيل القيمة مع سعر الفائدة من الخزينة العامة أو المصرف الوكيل للحكومة.

ثانياً: الأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية:

تمثل الورقة المالية السلعة(الأصل) الذي يجري تداوله بيعاً و شراءً في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، من هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية كجزء مهم من دراسة الأسواق المالية، لا سيما و أن مفهوم السوق المالية الذي قدمنا له يتضمن الإشارة إلى طبيعة الأصول التي يجري التعامل بها، وعلى الرغم من أن السوق المالية تتضمن تداولاً لأصول أوسع من حدود الأوراق المالية، إلا أن التمويل المعاصر بأشكاله كأنه يرتكز على الأوراق المالية بسبب خصائصها ومرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز و وحدات الفائض.

يمكن تصنيف الأوراق المالية من خلال معايير مختلفة تتيح للمهتم التعرف على خصائصها المميزة كأداة تمويل، إلا أنه يصعب القبول بوجود حدود فاصلة ما بين كل صنف وأخر بل أن التداخل هو السمة الغالبة للأوراق المالية في السوق المالية المعاصرة.

[1] - كنعان ،علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009، ص 38.

ومن أهم معايير تصنيف الأوراق المالية[1]:

1. معيار طبيعة الحق، فإذا كان حق صاحب الورقة المالية في مبلغ مالي، كانت ورقة دين، أما إذا كان حق صاحب الورقة في أصل (شركة مثلاً) فإنها ورقة ملكية، وعلى هذا الأساس فإن الأوراق المالية من نوع الأسهم هي صكوك ملكية تتيح لصاحبها حق في ملكية الشركة أو المؤسسة التي أصدرت الورقة فضلاً عن الحق في الدخل المتولد عن النشاط. أما الأوراق المالية من نوع السندات فهي صك دين لصاحبها الحق في استرداد ماله مع الدخل المتفق عليه.
2. معيار جهة الإصدار، إذ تصنف الأوراق المالية على أساس كونها صدرت من قبل منشآت أعمال كالأسهم العادية، أو من قبل الحكومة مثل أذونات الخزينة والسندات، ويساعد هذا التصنيف في التعرف على درجة الضمان والمخاطر والعائد حسب جهة الإصدار.
3. معيار الزمن، إذ تصنف إلى أوراق مالية طويلة الأجل إذا زاد أجل استحقاقها عن خمس سنوات ومتوسطة الأجل ما بين سنة وخمس سنوات، وقصيرة الأجل عندما لا يتجاوز أجل الاستحقاق سنة واحدة.
4. معيار التداول، فهناك أوراق مالية قابلة للتداول وتشكل معظم الأوراق المالية في الاقتصادات المعاصرة، و أوراق غير قابلة للتداول إما بسبب احتكارها من قبل جهة عامة (مثل السندات الادخارية في الولايات المتحدة الأمريكية)، أو بسبب عدم وجود أسواق لتداول تلك الأرواق المالية.
5. معيار السوق، فأوراق السوق النقدية تتميز بالسيولة العالية والأجل القصير وانخفاض المخاطر و انخفاض العائد(أذونات خزينة، سندات قرض قصيرة الأجل)، وأوراق سوق رأس المال ذات آجال استحقاق متوسطة وطويلة الأجل، فضلاً عن درجة مخاطرها المرتفعة نسبياً وارتفاع العائد(الأسهم العادية، السندات، قروض طويلة الأجل) وهذا المعيار سوف يعتمده الباحث في هذه الدراسة.

حيث سيتم تقسيم الأدوات الاستثمارية إلى الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق النقد والأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق رأس المال.

1- أدوات الاستثمار في سوق النقد:

توجد في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين (صكوك مديونية) وتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية و مخاطر منخفضة وبأجل قصيرة لا تتعدى السنة وأهم أنواع هذه الأوراق:

1-1- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، و التي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على

[1] – الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 86

الشهادة، وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثليهما للشهادات الشخصية غير القابلة للتداول في السوق مع ملا حظة أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرداً مع تاريخ الاستحقاق ونظراً لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فالسبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بعرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يشتمل على بيوت السمسرة، والبنوك التجارية، وما شابههما من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأرواق المالية قصيرة الأجل[1].

1-2- أذونات الخزينة(حوالات الخزينة):

وتعد من أدوات الدين الحكومي التي تصدر من قبل وزارة المالية أو من ينوب عنها في البلد المعني وتباع بطريقة المزايدة العلنية وبخصم عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة، وتعد أذونات الخزينة وفقاً لسعرين الأول سعر الشراء والأخر سعر البيع، وتتحدد هذه الأسعار بناءً على سعر خصم البيع وأخر على الشراء المعلنة في الصحف المحلية، وقد تصدر هذه الأذونات إما بالأشهر مثلاً(3-6-9-12) شهراً، أو بالأيام(90-181-365) يوماً ويعد الأمريكي (Bagehot) أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة وذلك عام 1887 بواسطة أذونات الخزينة[2].

1-3- القبولات المصرفية:

القبولات المصرفية عبارة عن أداة دين صادرة من البنوك تتضمن تعهد البنك بدفع قيمة الدين عند الاستحقاق في حالة عدم تسديدها. ويظهر القبول المصرفي بمثابة ضمانة للدين لصالح المستفيد، بخصوص دفع قيمة الأصل الذي أنشئ من أجله القبول المصرفي، لا سيما في مجال التجارة الخارجية اذ تقدم البنوك خدمات القبول المصرفي مقابل عمولة، لتشجيع التجارة ولتغطية عمليات الاستيراد والتصدير[3].

لذلك يتم ترتيب إصدار هذه القبولات لتغطي الوقت المطلوب لتهيئة البضاعة وشحنها. وعليه تصدر هذه القبولات بفئات مختلفة. تباع القبولات المصرفية على أساس الخصم، إذا ما رغب المستفيد بعدم الاحتفاظ بها لغاية الاستحقاق، ويقوم بتقديم القبول لأحد البنوك المعتمدة وبموجب معدل خصم البنك المعتمد مع أضافة عمولة الخصم. ولكون أن أغلب القبولات تخصم لدى البنك، لذلك نجد أن أسواقها الثانوية ضعيفة وأقل تطوراً.

1-4- الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن كمبيالات ذات آجال قصيرة لا تزيد عن سنة، ويجري تداول الأوراق التجارية للمنشآت الكبيرة، وتمثل صفة القرض على جهة الإصدار، وتحصل المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض المصارف التجارية

[1] - هندي، منير، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 1993ص 52

[2] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010 ، ص 156 .

[3] – التميمي، ارشيد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2010، ص 78

مقابل الأوراق التجارية، وأهم سمة لهذه الكمبيالات المتداولة هو اختلافها عن القرض من ناحية الحاجة إلى الضمان، بينما سمعة الشركة تعد وراء الحصول على التمويل غالباً[1].

هذا وتتسم الأوراق التجارية بالمخاطر المرتفعة نسبياً قياساً بأذونات الخزينة، لذلك يكون معدل الخصم مرتفعاً نوعاً ما، و يتم تسويقها إما من قبل الجهة المصدرة(الشركة ذات العلاقة) أو عن طريق الوسطاء، حيث تسوّق الإصدارية إلى الجمهور.

1-5- اتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء و بيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لبضع أيام قليلة.

وبمقتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقاً مع أحد المستثمرين الذي يبحث عن فرصة لإقراض أمولاً فائضة لديه.

ووفقاً للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقته أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه. كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء لتلك الأوراق من ذات المستثمر، بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع به هذه الأوراق. على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد المحدد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق أن حصل عليه من المستثمر. وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، وعودة الأموال إلى المستثمر، ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وبين عقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة. وإن كان هذا لا يمنع من إمكانية إبرام عقد البيع والشراء بذات القيمة على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً[2].

وعلى الرغم من أن فترة الاتفاق عادة ما تكون ليلة واحدة أو بضع أيام قليلة، فإن هناك اتفاقيات تمتد لفترة أطول قد تصل إلى شهر أو أكثر، هذا وتعتبر البنوك التجارية هي السوق الثانوي النشط لبيع و شراء صكوك تلك الاتفاقيات.

1-6- سوق اليورو- دولار (ودائع العملات الأجنبية):

لا يقتصر استخدام العملات على البلد المصدر لها وهذه هي سمة من السمات التي تتميز بها عملات البلدان الأكثر انفتاحاً على الاقتصادات الأخرى، وخصوصاً تلك التي تصدر وتستورد منها، مما يتيح نمو أسواق هذه العملات خارج مواطنها الأصلية، وهذه الودائع تودع في بنوك ومؤسسات مالية أجنبية خارج البلد المصدر لها، وفي فروع لبنوك محلية تعمل في دول أخرى مثل ودائع الدولار والجنيه الإسترليني في البنوك والمؤسسات التجارية والمالية العاملة في بلدان الخليج العربي مثلاً، لذلك يسهم وجود مثل هذه الودائع في قيام أسواق لهذه

[1] – الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 115

[2] - هندي، منير، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 1993، ص 55

العملات الأجنبية في البلدان المصدرة لها وتسمى (Euro Market)، ويعلل سبب تنامي هذه الأسواق للمهام التي تؤديها و التي أبرزها[1]:

1. توفير الأموال من العملات العالمية الرئيسية للشركات الكبرى والحكومية وبكلفة أقل مقارنة بالقروض الممنوحة لها داخلياً.
2. تضاؤل أو غياب الضرائب المفروضة على مثل هكذا عملات خارج مواطنها.
3. المساعدة في توفير العملات الأجنبية التي تطلبها عمليات تمويل التجارة الدولية ما بين الدول.
4. يفضل فريق الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بالودائع بعملات أجنبية من منطلق الحيطة والحذر، طالما إنها(الودائع الأجنبية) تتسم بدرجة عالية من السيولة إذ إنها توفر فرصة للمستثمرين المحليين من خلال إقراضها وتحويلها.

1-7- قروض فائض الاحتياطي الإلزامي:

وهي قروض يتم عقدها ما بين المصارف التجارية لمدة يوم واحد لذلك تسمى أيضاً القروض لليلة واحدة أو يوم واحد، ويمكن تجديد مدتها يوماً بعد يوم، وذلك باستخدام ودائع هذه المصارف لدى البنك المركزي، والتي تزيد على احتياطياتها القانونية التي تكون ملزمة بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي مقابل الودائع لديها، والتي تحددها التشريعات ذات الصلة بذلك. ومن ثم فإن البنك المركزي لا يقوم بمنح هذه القروض للمصارف، وإنما يؤدي البنك المركزي في هذه القروض دور الوسيط بين المصارف من خلال ارصدتها لديه، حيث أن أحد المصارف قد يجد أن ودائعه لدى البنك المركزي يمكن أن تقل عن الاحتياطيات القانونية في بعض الحالات، وهذا يدفعه إلى اللجوء إلى المصارف الأخرى التي لديها احتياطيات فائضة لدى البنك المركزي تزيد عن احتياطياتها القانونية المطلوبة لغرض الاقتراض منها، ومن ثم يقوم البنك المركزي بتحويل الجزء من الأرصدة الفائضة لمصرف معين(المصرف المقرض)، والمودعة لدى البنك المركزي إلى احتياطيات المصرف الأخر (المصرف المقترض)[2].

2- أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال:

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال خاصة الأسهم والسندات هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال[3].

وفيما يلي سنتناول بالشرح أهم هذه الأوراق المتداولة في الأسواق المالية التي تتمثل أساساً في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وغيرها من الأوراق المالية. مع عرض للاتجاهات الحديثة

[1] - الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010، ص 158.
[2] - خلف، فليح حسن، الأسواق المالية، جدارا للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006،ص 292 .
[3] - قرياقص، رسمية، منير هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع ،الإسكندرية، 1997،ص 19

2-1- الأسهم العادية:

تعرف الأسهم العادية بأنها وثيقة اسمية واحدة تطرح إلى الاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة وتعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد غير ثابته بجانب الحصة من رأس المال والمثبتة بشهادة السهم، ولعل أبرز الحقوق التي تعطيها الأسهم العادية لحاملها تتمثل في[1]:

1. الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة ما يملكه من أسهم.
2. حق تحويل ملكيته للأسهم إلى شخص أخر.
3. حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها.
4. حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يملكه من أسهم.

ومن المصطلحات الشائعة الاستخدام عند تداول الأسهم العادية مصطلح القيمة، حيث أن التميز بين انواع القيم الخاصة بالأسهم العادية من الأمور الأساسية التي تهم المستثمر.

2-1-1- مفاهيم القيمة للسهم العادي:

إن مصطلح القيمة من المصطلحات التي ترد بشأن الأسهم العادية، كونه يمثل مشاركة في رأس المال. وبهذا الصدد يمكن التميز بين العديد من القيم و فق الآتي:

أ- القيمة الاسمية:

وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم. و التي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعنى، لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية، وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة و التي من خلالها تتحدد نسبة مشاركة المساهم في رأس مال الشركة[2]، وقد حددها المشرع السوري ب 500 ليرة سورية، ثم تم تخفيضها مؤخراً في قانون التجارة الجديد إلى 100 ليرة سورية فقط.

ب- القيمة الدفترية:

حيث تمثل قيمة حقوق الملكية بضمنها الاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة وتحسب وفق المعادلة التالية[3]:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{رأس المال+الاحتياطيات+الأرباح المحتجزة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ج- القيمة السوقية للسهم:

تمثل سعر السهم في السوق المالية الذي يتم تداوله، وتتحدد القيمة السوقية وفقاً لعدة معطيات منها(القيمة الدفترية وظروف العرض والطلب في السوق المالي والظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والانكماش

[1] - الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005، ص 34 .

[2] – التميمي، ارشيد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2010 ص 160

[3] – الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 89

وتوقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة و المركز المالي للشركة وغيرها)، لذلك فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعوداً وهبوطاً، حيث تتأثر بالعوامل المذكورة آنفاً[1].

ويمكن تحديد القيمة السوقية وفقاً لمتغيرين وحسب المعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية} = \frac{\text{العائد المتوقع}}{\text{درجة المخاطرة}}$$

د- القيمة التصفوية:

وهي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي تترتب عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وتسمى القيمة الحقيقة للسهم وتحسب هذه القيمة وفقاً للمعادلة الآتية:

$$\text{القيمة الحقيقة للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزمات و حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

2-1-2- الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها ظهرت أنواع جديدة للأسهم في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة و الأسهم العادية المضمونة القيمة.

أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة[2].

ولعل أهم الصعاب التي تواجه هذا النوع من الأسهم، هو أنه قد يخلق تضارب بين مصالح المستثمرين في أسهم كل قسم، وذلك بسبب اختلاف وجهات النظر بشأن أسعار التحويل، إذ قد تكون هناك اعتمادية متبادلة بين الأقسام، أي قد يعتمد كل قسم على مدخلات قسم أخر، أو قد تكون الاعتمادية قاصرة على قسم واحد منها[3].

ب- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة:

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الاعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة. و لكن صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من

[1] – الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010 ص 161

[2] – الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005ص 35

[3] – هندي، منير، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ص 339

أسهمها العادية إلى العاملين فيها– في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة– بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة[1].

كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين – المخصص لتمويل وشراء الأسهم– من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها

ج– الأسهم العادية التي يمكن ردها للشركة المصدرة:

الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله حق الرجوع على المنشأة التي أصدرته تحت أي ظرف. ولكن ظهر ابتكار جديد، هو إصدار أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محدودة عقب الإصدار. أما إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. وعادة ما يحصل المستثمر عند شراء السهم على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق التعويض. وهذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

2–1–3– مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية:

يتعرض المستثمر في الأسهم العادية لمعامل مخاطر مرتفع، ينبع ذلك من حقيقة أن المساهم يجمع بواقي فائض النشاط، حيث تأتي مشاركة المساهم في فائض نشاط الشركة بعد حصول حملة السندات على عوائدهم والتي تأخذ شكل فوائد تعاقدية، وحصول المستثمرين في الأسهم الممتازة على أرباحهم في شكل توزيعات محددة، بالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين في الأسهم العادية يحصلون على بواقي أصول وموجودات الشركة عند تصفيتها بعد تغطية حقوق المقرضين والدائنين وحملة الأسهم الممتازة، لذلك تتضمن الأسهم العادية أعلى معامل مخاطرة مقارنة بالأسهم الممتازة والسندات ومن أمثلة المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية[2]:

- مخاطر تقلب أرباح الشركة.
- مخاطر عجز الشركة عن سداد التزاماتها.
- مخاطر التضخم.
- مخاطر تغير القوة الشرائية للنقود.

[1] – قرياقص، رسمية، منير هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997،ص 21

[2] – الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005ص 40

2-2- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، و أن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية. نظراً لتمتع الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي مثل[1]:

أ- يتمتع حامل السهم الممتاز بحق الحصول على توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية، وبذلك تقترب الأسهم الممتازة من السندات، ولكن حق التوزيعات يبقى مشروطاً بقرار الإدارة في التوزيع.

ب- أولوية حملة الأسهم الممتازة في أموال التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية.

ج- إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى.

2-2-1- أنواع الأسهم الممتازة:

أ- أسهم ممتازة من ناحية الدخل:

وهي أكثر أنواع الأسهم الممتازة شيوعاً، حيث يكون لحملة هذه الأسهم أسبقية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، وذلك قبل حملة الأسهم العادية. وقد تكون الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح ومعنى ذلك أنه يمكن لحملة الأسهم الحصول على أرباح في السنة الثانية في حالة عدم توزيع الأرباح في السنة الاولى.

ب- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

وهي إلزامية لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وخلال مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار وذلك بهدف تقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة. مما يؤدي إلى تخفيف الأعباء المالية على الشركة المصدرة للأسهم.

ج_ أسهم ممتازة من ناحية حق التحويل:

حيث يكون لحملة هذه الأسهم، الحق في تحويل أسهمهم إلى أوراق مالية من نوع آخر في المستقبل، كأن يكون لهم الحق في تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية.

حيث تعتبر الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ميزة لكل من المساهم والشركة، فبالنسبة للمساهم الذي يتردد في أول الأمر في شراء أسهم الشركة لعدم اطمئنانه على المركز المالي، يتيح له هذا النوع من الأسهم الممتازة درجة من الاطمئنان بما يقدمه من حق الأسبقية في الحصول على أرباح الشركة. وبعد فترة عندما تتحسن أحوال الشركة ويطمئن المساهم إلى قوة مركزها المالي، فقد يقوم بتحويل أسهمه إلى أسهم عادية والاستفادة

[1] - الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 101

بمزايا كونه مالكاً للشركة. أما بالنسبة للشركة فإن تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية يخفف على الشركة عبء الأسبقية في الحصول على الأرباح[1].

2-2-2- التحديث في الأسهم الممتازة:

ظهرت بعض الاتجاهات الحديثة بشأن إصدار الأسهم الممتازة، حيث ظهرت بعض أنواع الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، أو التي تعطي لحاملها حق التصويت في مجلس أدارة المنشأة.

أ- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة، وتتحدد بنسبة محددة من القيمة الأسمية ولكن ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناءً على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات. وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما يُنص على أن تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الأسمية للسهم[2].

ب- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

وهو حق يستفيد منه المستثمر يتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحة المستثمر ألا وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة[3].

وكذلك يُعطي هذا النوع من الأسهم لحملة الأسهم العادية عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي وذلك عندما تكون الأسهم العادية مضمونة.

[1] – الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005ص 42-43.

[2] - قرياقص، رسمية، منير هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997،ص 28

[3] - الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005، ص 103

جدول (3)

أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

معيار المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
طبيعة الأداة	أداة ملكية صرفة	أداة هجينة تجمع بين الملكية والدين
مستوى الدخل	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الأسمية المثبتة بشهادة السهم
الاستحقاق	يكون السهم قائماً طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء او التحويل إلى سهم عادي
تراكم الأرباح	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم	يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة بالإدارة	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة الا اذا نص على خلاف ذلك
طبيعة الأسواق	أسواق تتصف بالعمق والاتساع ونشطة	أسواق محدودة وغير نشطة
القيمة الأسمية	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات	يصدر بقيم أسمية مختلفة الفئات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسة.

2-3- السندات:

تمثل السندات مصدراً من مصادر التمويل المقترض الذي تلجأ إليه مختلف الشركات المساهمة والحكومات المركزية والمحلية لسد الاحتياجات المالية الكبيرة. اذ يتم تجزئة المبلغ المطلوب إلى فئات ويتم تسنيده بقيم اسمية مختلفة وتسويقها إلى الجمهور. و يترتب على إصدار السندات التزامات ثابتة على الجهة المصدرة واجبة عند الاستحقاق.

2-3-1- ماهية السندات:

السندات أداة مديونية ذات دخل ثابت، احتلّت مركزاً رئيساً في الأسواق المالية منذ عام 1973، ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات، حيث إن حيازتها ضمن المحافظ الاستثمارية يوفر ميزتين أساسيتين:[1]

أ- ميزة ثبات واستمرار الدخل، بصورة كوبون واجب الدفع عند الاستحقاق. بغض النظر عن الوضع المالي للجهة المصدرة.

ب- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر والفوائد المترتبة عليه عند الاستحقاق.

وبالتالي يمكن تعريف السند بأنه" أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق.

[1] – سلام، أسامة عزمي، وأرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004،ص86

وعملية إصدار السند إما أن تكون بشكل عام حيث تتولى مصارف الاستثمار إدارة الإصدار وضمان الجزء غير المكتتب به، أو بإصدار خاص حيث تؤدي هذه المصارف دور المسوّق وضمن شروط تعاقدية خاصة.

2-3-2- خصائص السندات:

تصنف هذه الخصائص إلى مشتركة بين كل أنواع السندات بغض النظر عن الجهة المصدرة وأجل السند، وأخرى منفردة يميز المستثمر من خلالها بين سند وأخر... والخصائص والسمات المنفردة للسندات هي ذاتها للأسهم الممتازة لذا ما ينطبق على السندات بهذا الخصوص ينطبق على الأسهم الممتازة.

أ- السمات المشتركة[1]:

1. الاستحقاق: حيث تستحق السندات بحلول أجل محدد مسبقاً ويذكر في شهادة السند. يلعب الاستحقاق دور كبير في تحديد سعر الفائدة(الكوبون). وفي الغالب الأعم استحقاق السند يكون بين (2-30) سنة ، ولكن لا يمنع أن تكون هناك سندات قصيرة الأجل.
2. فئة السند: معظم السندات بالأسواق المالية، تصدر بفئات ذات قيمة 100 ، 1000 ومضاعفاتها.
3. الوصاية: حيث تتولى جهة معينة بشؤون حملة السندات (مؤسسة مالية) تضمن حقوق حملة السندات وتقيّم المركز الائتماني للجهة المصدرة لضمان تنفيذ الاتفاقية.
4. السندات المسجلة و سندات الكوبون: فقد يكون السند اسمي يحمل اسم مالكه، إو لحامله، وعادة تكون الكوبونات ملصقة بالسند، ويسهل فصلها عند الاستحقاق.

ب- السمات المنفردة:

1. سمة الاستدعاء : تمنح السندات القابلة للاستدعاء حق للجهة المصدرة، يتمثل باستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء وخلال مدة محددة ضمن اتفاقية العقد. والدوافع الرئيسة من إصدار هذه السندات هو الاستفادة من انخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقعة في المستقبل وبشكل يمنح الشركة خيار استبدال السندات القائمة ذات الكوبون المرتفع بسندات ذات كوبون منخفض. تسمى هذه العملية بإعادة تمويل السندات[2].
2. سمة الرد(إعادة البيع) : يقصد بها أن يعطي السند للمستثمر اختيار رد السند للجهة المصدرة قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بسعر محدد مسبقاً يطلق عليه سعر التنفيذ الذي قد يكون مساوياً للقيمة الاسمية أو قيمة أقل منها ومن المتوقع أن يلجأ المستثمر إلى تنفيذ خاصية الرد، عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق، و تنخفض القيمة السوقية للسند (تأثير مخاطر السعر)[3].

---

[1] – سلام، أسامة عزمي، وأرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004،ص 85

[2] – التميمي، ارشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2010 ص 254

[3] – هندي، منير، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، ص 56.

3. سمة القابلية للتحويل: قد يملك المستثمر اختيار تحويل الورقة المالية إلى ورقة مالية لها سمات مختلفة. ومن أبرز الأمثلة على الأوراق المالية القابلة للتحويل السندات التي تحمل بسعر فائدة متغير يمكن تحويله إلى كوبون بسعر فائدة ثابت، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، مع ملاحظة أن قرار التحويل ميزة للمستثمر لابد أن يدفع ثمنها. ويكون بحصوله على عائد أقل مقارنة بعائد سند غير قابل للتحويل.

2-3-3- أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات طبقاً للجهة المصدرة لها، فهناك سندات الشركات و السندات الحكومية المتاحة في جميع الأسواق المالية[1]:

أ- السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية صكوك مديونية متوسطة و طويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد غير تضخمية لتغطية العجز في الموازنة أو بهدف مكافحة التضخم.

وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد يعطي حق إصدار تلك السندات للحكومات المحلية إلى جانب الحكومة المركزية. وتتمتع سندات الحكومة المركزية بجاذبية أكبر من السندات التي تصدرها الحكومات المحلية، ذلك أن الاولى تتصف بتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد، إذ يمكن للحكومة المركزية زيادة مواردها لخدمة الدين العام من خلال فرض ضرائب جديدة أو من خلال الإصدار النقدي، في حين أن الحكومات المحلية لا تتمتع بحق الإصدار النقدي وتنخفض قدرتها على فرض الضرائب.

ب- سندات الشركات:

تصدرها الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية المختلفة طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدارية ومنها السندات المضمونة والسندات المسجلة والسندات الاسمية والسندات غير المضمونة، والسندات التي تسدد على أقساط.

2-4- الأوراق المالية القابلة للتحويل:

وتشمل هذه الأوراق السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركات وتعطي الحق لحاملها اختيار تحويلها إلى أسهم عادية. إذ يشجع هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق المستثمرين على الاكتتاب فيها، وخاصة المستثمر الذي يتجنب المخاطر فهذه الأوراق تحقق له ميزتين أساسيتين هما[2]:

- الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراءه لهذه الأوراق.

[1] - أندراوس، عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2006، ص 72 .

[2] - عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، ص 22-23

- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

مقابل هذه المزايا فإن الشركة عادة ما تبيع هذه الأوراق بقيمة أعلى من مثيلاتها التي لا تتمتع بهذا الحق.

2-5- صكوك الشراء اللاحقة:

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه وهذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي و وقت تنفيذ هذه العملية وهذه الصكوك توفر فرصة الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار[1].

[1] - الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ،عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010،ص 166.

المبحث الثالث

المؤشرات الرئيسية لأداء الأسواق المالية وطرق بنائها

اولاً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم استخداماتها:

1- مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية:

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية. وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها وليس الورقة المالية، و الذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل[1].

ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم أي قياس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة، وبالتالي فإن هذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، كما يمثل أيضاً مقياساً لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين أي ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال، مؤشر الداوجونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاند اندبوز لصناعة الخدمات العامة، ونستخدم المؤشرات معاييراً لأداء السوق سواء في البلدان النامية أو البلدان المتقدمة على حد سواء.

وهكذا فإن مؤشر سوق الأوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الأسواق المالية ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها و مقارنتها بأداء غيرها من الأسوق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار.

2- الاستخدامات الأساسية لمؤشرات أسواق الأوراق المالية:

تستخدم مؤشرات الأسواق المالية لتحقيق أهداف متعددة، نذكر منها[2]:

أ- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ومتابعة انجازات الشركات المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية. وتحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.

[1] - الحناوي، محمد صالح، و جلال العبد، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر،2005 ، ص 251

[2] - كافي، مصطفي يوسف، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان ، دمشق، ط1 ، 2009،ص 245

ب- تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المالية المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر، وفي هذا الشأن يمكن استخدام المؤشرات المعنية، ليس فقط لتشخيص الوقائع الجارية لمختلف الشركات والأسواق المالية بل للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية أيضاً.

ج- استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.

ء- يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصادات القومية المختلفة وهذا ما يمكن بيانه من خلال اشتقاق معاملات الارتباط والتحديد للمؤشرات المذكورة.

هـ-كشف عيوب الاقتصاد القومي من حيث الركود أو التضخم أو التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش.

و- تقدير درجة حساسية الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.

ي- الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأرواق المالية والتبادل الأمريكية وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في العام (2002) من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية.

ثانياً: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية:

هناك معايير عدة (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق المالية ونضجها، فإن هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة تقدم السوق ونضجها هي:

1- مؤشر حجم السوق:

يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1-1- مؤشر القيمة السوقية(معدل رسملة السوق):

يقصد بمعدل رسملة السوق المالي، مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية الفترة الزمنية، ويشير أيضاً هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي،

ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر[1]. وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد شركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً، وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب ومن أبرزها:

أ- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولا سيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات المالية، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التحويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة و التي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

ب- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي و تمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

ج- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية ولاسيما بعد ادخال الكمبيوتر.

1-2- مؤشر عدد الشركات:

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية، التي يتم التداول في أوراقها المالية وذلك في السوق المنظمة، ويستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار.

وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.

2- المؤشر العام لأسعار الأسهم:

تحرك الأسهم يحرك عادة ما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يُفترض انها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية.

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولا سيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق، مما يساعدهم في تحديد

[1]- Ross Levine & Sara Zervos, Capital liberalization and stock market development, the W.B. Policy search, working paper, Washington, 1996, p10

قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، و إلى أبعد من ذلك إذ اصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يومياً قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة.

3- مؤشر سيولة السوق:

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي وهناك عدة مؤشرات لقياس السيولة وهي:

3-1- مؤشر حجم التداول:

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، وعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معاً وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية[1].

3-2- مؤشر معدل الدوران(%):

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق(القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية وكآلاتي:

$$\textbf{معدل دوران الأسهم} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة} - \text{حجم التداول}}{\text{رسملة السوق} - \text{القيمة السوقية}}$$

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن يكون هناك سوق كبيرة لكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

[1]- Ross Levine & Sara Zervos, Capital liberalization and stock market development, the W.B. Policy search, working paper, Washington, 1996, p 4

4- درجة التركيز:

يقصد بدرجة تركيز التداول، إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، و يمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول.

ثالثاً: أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من الطرق والأساليب لاحتساب مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل من الضروري فهم كيفية تكوين أسلوب احتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء أو لتكوين تصور عن السوق أو بناء استراتيجية استثمارية معينة، وسنورد في هذا المجال الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات:

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي:

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم(مثلاً) على سعر السهم أمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر، بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.

ويتم بناء المؤشر من خلال اتباع الخطوات التالية:

أ- حساب السعر النسبي لكل مؤشر= $\frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة الأقدم}}$

ب-حساب الوسط الهندسي للأسعار:

الوسط الهندسي للأسعار= (السعر النسبي للسهم الأول X السعر النسبي للسهم الثانيX السعر النسبي للسهم الثالثX .....الخ)$^{1/N}$

حيث 1/N تعني عدد الأسهم.

ج- حساب قيمة المؤشر= الوسط الهندسي x أساس المؤشر

وفي يلي نورد مثالاً توضيحياً افتراضياً لكيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي[1] :

ظهرت أسعار أربعة أسهم تستخدم في حسابها مؤشر موزون على أساس التناسبية(A,B,C,D) والسعر في اليوم الأول(20,35,40,18) على التوالي، والسعر في اليوم الثاني(22,45,33,22) على التوالي، إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ (105) وبالتالي فإنه يمكن حساب قيمة المؤشر في اليوم الثاني وباستخدام الوسط الهندسي للأسعار :

- حساب السعر النسبي للسهم A = $\frac{22}{20}$ = 1.1

[1] - الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005 ، ص 260

- حساب السعر النسبي للسهم B = $\frac{33}{35}$ = 0.94
- حساب السعر النسبي للسهم C = $\frac{45}{40}$ = 1.12
- حساب السعر النسبي للسهم D = $\frac{22}{18}$ = 1.22
- الوسط الهندسي = $(1.1X0.94X1.12X1.22)^{1/4}$ = 1.59
- قيمة المؤشر = 1.59X105 = 114.45
- عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة في اليوم بمقارنته في يوم الأساس= $\frac{105-114.45}{105}$ = 0.09 نقطة

وهكذا .

2- المؤشرات المبنية على أساس السعر(المتوسط الموزون للسعر)[1]:

من أهم المؤشرات المبنية على أساس السعر هو مؤشر الداوجونز (DJIA) والذي يتم احتسابه على أساس متوسط أسعار أسهم(30) شركة من أسهم الشركات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية ويعود تاريخ احتساب هذا المؤشر إلى القرن الماضي، بالإضافة إلى أن هناك العديد من مؤشرات الأسهم نفسه ولكن لقطاعات متخصصة مثل النقل الذي يمثل(20) شركة أو قطاع الخدمات ويمثل(15) شركة، ويمكن احتساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية:

أ- جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه.

ب- قسمة مجموعة أسعار الأسهم على عددها(ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه)

وعلى هذا الأساس يمكن إعطاء مثالاً رقمي توضيحي للمؤشر المبني على أساس السعر:

بفرض أن مؤشر موزون السعر يتضمن ثلاثة أسهم ظهرت أسعارها في اليوم الأول كآتي:

الشركة	سعر يوم1/1
A	160
B	80
C	20

إذاً قيمة المؤشر في اليوم الأول(يوم الأساس)=$\frac{160+80+20}{3}$ = 86.67

ولنفرض أن سعر السهم (A) ارتفع بنسبة 10% (بافتراض ثبات أسعار الأسهم الأخرى) في اليوم التالي، فإن سعره يصبح (176) بدلاً من (160) (160X1.10)ن قيمة المؤشر ستصبح

قيمة المؤشر في اليوم الثاني = $\frac{176+80+20}{3}$=92

[1] - الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010 ، ص 180

عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول= $\frac{\text{قيمة المؤشر في اليوم الثاني}-\text{قيمة مؤشر في اليوم الأول(الأساس)}}{\text{قيمة المؤشر في اليوم الأول}}$

$$0.061 = \frac{86.67-92}{86.67}=$$

وهذا يعني أن معدل العائد قد ارتفع بمعدل(0.061) نقطة عندئذٍ يقال أن اتجاه السوق صعودي

ولنفرض أن سعر السهم (C) في اليوم الثالث قد ارتفع بنسبة (10%) وبالتالي فإن سعر السهم سيصبح (1.10X20) X(22) وبالتالي فإن قيمة المؤشر في اليوم الثالث = $\frac{176+80+22}{3}$ = 92.6

وإن عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة باليوم الأول = $\frac{86.67-92.6}{86.67}$ = 0.068

بمعنى أن ارتفاع سعر السهم(C) بنسبة (10%) أدى إلى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.068 نقطة وهذا يعني ان اتجاه السوق صعودي أيضاً ولذلك فإن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات متميزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

3- المؤشرات المبنية على أساس القيمة(المتوسط المرجح للقيمة السوقية):

يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات الداخلة في المؤشر، ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة (مؤشر كولس) ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال اتباع الخطوات التالية:

أ- إيجاد القيمة السوقية : القيمة السوقية= عدد الأسهم المتداولة X سعر السهم

ب- إيجاد الوزن لكل سهم: وزن السهم= $\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية الكلية للأسهم}}$

ج-احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة = $\frac{\text{أسعار الأسهم } X \text{ أوزانها في اليوم المعلن}}{\text{أسعار الأسهم } X \text{ في اليوم الأساس}}$

ولفهم حساب قيمة هذا المؤشر نورد مثالاً توضيحياً للمؤشرات المبنية على أساس القيمة، ولنفترض إن لدينا المعطيات في أحد الأسواق المالية الافتراضية:

الأسهم	عدد الأسهم	السعر	القيمة السوقية للأسهم	الوزن لكل سهم
A	150	10	1500	100X(1500/12500)=%12
B	200	20	4000	100X(4000/12500)=%32
C	500	14	7000	100X(7000/12500)=%56
المجموع			12500	

قيمة المؤشر في اليوم الأول(الأساس)

(وزن السهمA X سعره)+ (وزن السهمB X سعره)+ (وزن السهمC X سعره).... الخ

(وزن السهمA X سعره)+ (وزن السهمB X سعره)+ (وزن السهمC X سعره).... الخ

إذ يبقى المقام ثابت والذي يمثل يوم الأساس لاحتساب هذا المؤشر

قيمة المؤشر = $\frac{10X\%12+20X\%32+14X\%56}{10X\%12+20X\%32+14X\%56}$ X 100 = 100

وعلى افترض أن أسعار الأسهم في اليوم الثاني قد تغيرت من (10,20,14) إلى (11,20.5,13) على التوالي، تبعاً لذلك فإن القيمة السوقية للأسهم سوف تتغير لتصبح(1650,4100,6500) على التوالي، بالإضافة إلى تغير الوزن لكل سهم ليصبح (13%,33.5%,53%) على التوالي لتصبح قيمة المؤشر في اليوم الثاني:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني = $\frac{\%53X13+\%33.5X20.5+\%13.5X11}{\%56X14+\%32X20+\%12X10}$ X100 = 98.7

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول = $\frac{98.7-100}{100}$ = 0.013 −

نلاحظ أن سعر السهمين(A,B) قد ارتفعا، في حين أن سعر السهم(C) قد انخفض، ولذلك فإن قيمة المؤشر انخفضت من 100 إلى 98.7 ، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وهذا قد أدى إلى انخفاض عائد السوق تبعاً لذلك بمقدار(0.013−) نقطة. ويعود حساب هذا المؤشر إلى بداية الأربعينات.

رابعاً: المؤشرات الرئيسية لأهم الأسواق المالية الدولية:

1− أهم المؤشرات في الأسواق المالية الأمريكية والأوربية:

إن أبرز المؤشرات العالمية هي:

1−1− مؤشر داو جونز الصناعي(DJIA):

يمثل الداوجونز الصناعي المرتبة الأولى في العالم، إذ يمثل هذا المؤشر أبسط أداة يستخدمها المتعاملون كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية، و التي تمثل أكبر سوق مالية في العالم، إضافة إلى كونه البارومتر الذي يقاس بواسطته أداء الأسواق المالية الأخرى، إذ يسهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات.

1−2− مؤشر داكس الألماني(DAX):

وهو مؤشر ألماني يضم أسهم (30) شركة الأكثر تميزاً في بورصة فرانكفورت، بقيمة أساس (1000 نقطة) ووضع عام 1987.

1−3− مؤشر آف تي البريطاني(FT):

مؤشر جريدة فايننشال تايمز وأسهم أكبر (100) شركة مدرجة في سوق لندن المالي بدأ هذا المؤشر عام 1989 وبقيمة أساس 1000 نقطة.

1-4- مؤشر ميب الإيطالي(MIB):

ويضم (30) شركة في إيطاليا وهذا المؤشر يتداول في سوق ميلانو بأساس (10000) نقطة وضع عام 1992.

2- أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية:

إن هناك عدداً كبيراً من المؤشرات الخاصة بالأسواق العربية، وجاء ذلك نتيجة طبيعية لحداثة الأسواق في هذه البلدان من جهة، ومحاولة كل سوق أو شركة أو بنك استثماري بناء مؤشر خاص به من جهة أخرى، ولذا سوف تتم الإشارة إلى أهم مؤشر لكل بلد عربي أو يكون هذا المؤشر المعتمد الأكثر شيوعاً فيها:

2-1- مؤشر البحرين المالي:

وهو مؤشر مرجح يتألف من (24)شركة وينقسم على (6) مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات الآتية (البنوك، الفنادق السياحية، التأمين والاستثمار والخدمات). وقد بدأ هذا المؤشر عام 1989 بقيمة 6 بليون دولار.

2-2- مؤشر كاس مصر:

تم احتساب هذا المؤشر لبورصة القاهرة والإسكندرية عام 1998 وكانت قيمة المؤشر (1000) نقطة ويضم (30) شركة تعد من أكبر الشركات من حيث السيولة والنشاط.

2-3- مؤشر سوق عمان المالي(الأردن):

بدأ سوق عمان باحتساب الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية عام 1991 كسنة أساس، وبقيمة(100) نقطة إذ يقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة من (50) شركة ممثلة للسوق ثم بعد ذلك تم زيادتها إلى (60) ثم إلى (70) شركة مساهمة حالياً.

2-4- مؤشر بنك أبو ظبي الوطني(الإمارات العربية المتحدة):

مؤشر مرجح يضم (52) شركة مدرجة في كل من سوق أبو ظبي و دبي للأوراق المالية، وهذه الشركات تمثل(75%) من السوق الإماراتي الكلي والرأسمال السوقي قيمته(22) بليون دولار موزعة على القطاعات المختلفة .

الفصل الثالث

سعر الصرف ومؤشر التداول

المبحث الأول

السوق المالية في سوريا(تأسيسها، مؤسساتها)

أولاً: لمحة عن تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية:

في إطار سياسة التطوير والتحديث وتماشياً مع التطورات الاقتصادية العالمية، والحاجة إلى سوق مالي تعكس تطور الاقتصاد المحلي، وترعى الشركات المساهمة ذات الأثر الأهم في الاقتصاد المحلي، و التي لعبت سلسلة التشريعات والقوانين الصادرة منذ عام 2000 وحتى الآن دوراً، حاسماً في دخولها السوق السورية، والريادة في مجال الاستثمار، وبخاصة المصارف وشركات التأمين الخاصة.

واستكمالاً لهذه التشريعات، ولإتمام البنية التحتية القانونية اللازمة لإنشاء بيئة استثمارية متكاملة الملامح، صدر القانون رقم 22 لعام 2005 والمتضمن إحداث هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

كما صدر المرسوم التشريعي لسوق دمشق للأوراق المالية رقم 55 لعام 2006 الذي نص على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتم تشكيل مجلس إدارة السوق بقرار السيد رئيس مجلس الوزراء رقم 4563 تاريخ 5/10/2006.

وإيماناً من مجلس الإدارة بضرورة الاستفادة من التجارب العربية والدولية، وتجاوز الأخطاء التي وقعت فيها هذه التجارب العربية والدولية، في مراحل تأسيس الأسواق المالية، قام مجلس الإدارة بإبرام مذكرات تفاهم مع عدد من الأسواق المالية العربية والدولية، والهيئات المختصة، واضعاً نصب عينيه أن تكون السوق في مركز ريادي بين الأسواق المالية، وبما يعبّر عن مدى غنى بيئة الاقتصاد السوري، وقابليته لاستيعاب أكبر الاستثمارات أياً كان نوعها.

ثانياً: الأهمية الاقتصادية لأحداث سوق دمشق للأوراق المالية:

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الذي تمارسه في الموائمة بين وحدات الفائض و وحدات العجز أي بين القطاعات المدخرة والراغبة في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال.

كما تعد الأسواق المالية مجالاً واسعاً لأجراء السياسة الاقتصادية ولا سيما المالية والنقدية وبشكل أكثر كفاءة. كما تقوم الأسواق المالية بحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بين مختلف فئات المستثمرين.

ومن المتوقع أن تلعب سوق دمشق للأوراق المالية دوراً في استقطاب المدخرات السورية وتوسيع الشركات المساهمة القائمة ودفع عجلة النمو الاقتصادي من خلال زيادة عدد الشركات المساهمة وبالتالي زيادة فرص التوظيف، والمساهمة في تحقيق أهداف السياسة النقدية والمالية.

وتجدر الإشارة إلى أن سوق دمشق للأرواق المالية عامل مهم من العوامل التي توجه رأس المال للصناعات التي يمكن أن تكون خيراً للبلد فهو من الركائز المهمة لجذب الأموال وتطوير الاستثمار والمساهمة في النمو والتنمية الاقتصادية من خلال الخدمات التي تقدمها السوق. علماً أن منشأ الارتباط بين معدلات النمو الاقتصادي وسوق دمشق للأوراق المالية يقوم على أنه مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي يزيد من الادخار والاستثمار وبالتالي هناك حاجة إلى التحصيل الكفؤ لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات بين المستثمرين والمدخرين، وبهذا الشكل فإن هذه السوق أداة لتنشيط الاستثمار وزيادة معدلات النمو الاقتصادي في سوريا، حيث من المتوقع إن تؤدي السوق إلى تخفيض تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر انتاجية، كما أنه من المتوقع أن تلعب سوق دمشق دوراً مهماً في زيادة كفاءة الشركات من خلال عدة نقاط أهمها أن القطاع المالي هو المسؤول عن نقل رؤوس الأموال من قطاعات الفائض إلى قطاعات العجز وبالتالي فهو يعمل على زيادة إنتاجية رأس المال عن طريق توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد في الاستثمارات التي تحقق معدلات عائد أعلى.

ثالثاً: مؤسسات السوق المالية في سورية:

تتكون السوق المالية في سوريا من:

1- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية[1]:

1-1 النشأة والصلاحيات:

أحدثت هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، وفق القانون رقم 22 لعام 2005. وهي هيئة رقابية منظمة لعمل سوق دمشق للأرواق المالية وتتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وترتبط برئيس مجلس الوزراء.

حيث تعتبر الهيئة حجر الأساس في بناء قطاع الأوراق المالية الذي ظل غائباً عن الساحة الاقتصادية وكذلك من اعتبارات التنمية لفترة طويلة، تمارس الهيئة دورها بالإشراف والرقابة على قطاع الأوراق المالية والفعاليات المتعلقة به، فتقوم بتنظيم وتطوير نشاطات السوق الأولي ومكوناته، فيتضمن عملها الشركات المساهمة وشركات الخدمات والوساطة المالية و مفتشي الحسابات من خلال مديرياتها باختصاصاتها المختلفة.

ويكون لهذه الهيئة جميع الصلاحيات اللازمة للقيام بالمهام والوظائف المنوطة بها، وبما يحقق أهدافها. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من سبعة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس من ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية، ويتم تعينهم بقرار من رئيس مجلس الوزراء، ويمارس المجلس مهام عدة أهمها:

أ- وضع معايير وشروط إصدار الأوراق المالية.

ب- الموافقة على طرح الأوراق المالية واعتماد نشرات الإصدار المرتبطة بهذه الأوراق.

ت- تعليق نشاط الأسواق المالية لمدة لا تزيد على يوم واحد، ويتعين في حالات الضرورة تعليق نشاط السوق لمدة تزيد على يوم واحد بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على اقتراح مجلس المفوضين.

ث- الموافقة على إدراج، أو إلغاء، أو تعليق إدراج أية ورقة مالية لشركة أو جهة سورية متداولة في أي سوق للأوراق المالية خارج الجمهورية العربية السورية.

ج- اقتراح الغرامات المالية التي تفرض على مرتكبي المخالفات وفق أحكام هذا القانون، وتصدر بمرسوم.

ح- اقتراح النظام الداخلي والأنظمة الأخرى للهيئة.

[1] - القانون رقم 22، قانون هيئة الأوراق المالية السورية.

خ- إعداد مشروع الموازنة السنوية للهيئة وتقديمها لرئيس مجلس الوزراء للمصادقة عليها.

1-2- الأهداف:

تعزيزاً لاستقلال الهيئة والعمل بكفاءة وفاعلية فإنها تهدف إلى تحقيق الآتي:

أ- تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها بما يضمن تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية ويساهم في الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.

ب- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال أو غش، أو تدليس أو تلاعب.

ت- تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

1-3- المهام:

لغرض تحقيق الأهداف آنفة الذكر فإن الهيئة تقوم بممارسة المهام الآتية:

أ- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية .

ب- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.

ت- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

ث- مراقبة الأسواق المالية.

1-4- الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة:

يخضع لأشراف ورقابة الهيئة الجهات التالية:

أ- الشركات المصدرة للأرواق المالية.

ب- شركات الخدمات والاستشارات والوساطة المالية المرخص لها.

ت- مصارف وشركات الاستثمار وصناديق الاستثمار المشترك المرخص لها.

ث- الأسواق المالية.

ج- شركات ومكاتب المحاسبة والتدقيق.

1-5- الهيكل الإداري لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية:

يتشكل الهيكل الإداري للهيئة من عدد من المديريات والمكاتب التي ترتبط برئيس الهيئة وفق التالي:

1-5-1- أمانة سر المجلس:

يتولى أمين سر المجلس:

- تنظيم وتنسيق أعمال واجتماعات مجلس المفوضين وتنظيم محضر جلساته وإعداد قراراته ومتابعة تنفيذها.
- متابعة تنفيذ التعليمات والتوجيهات الصادرة عن مجلس المفوضين إلى مديريات ودوائر الهيئة.

- القيام بأي عمل أو تولى أي مهمة تعهد إليه من قبل رئيس مجلس المفوضين أو مجلس المفوضين.

1-5-2- مكتب رئيس المجلس:

يكون لرئيس المجلس مكتب يديره موظف ويعمل على:

- استلام الرسائل والمعاملات الواردة الخاصة برئيس المجلس.
- تنظيم مقابلات رئيس المجلس وإعداد محاضر الاجتماعات باستثناء اجتماعات مجلس المفوضين.
- تنسيق جدول مواعيد واجتماعات رئيس المجلس.

1-5-3- مكتب التدقيق الداخلي:

من أهم مهام هذه المديرية:

- وضع برامج التدقيق السنوية لتقييم كفاية أنظمة الهيئة الخاصة بعمل جميع مديريات ودوائر الهيئة، و رفع التقارير حول عمليات التدقيق.
- التأكد من قيام العاملين بالهيئة من تطبيق القوانين والأنظمة والتعليمات والقرارات المتعلقة بها ومن مطابقة الأعمال الإدارية والعمليات المالية للقوانين والتعليمات النافذة.
- تسهيل مهمة مفتشي الحسابات الخارجيين والرد على جميع استفساراتهم .
- فحص وتدقيق نفقات الهيئة قبل الصرف.

1-5-4- مديرية الدراسات والأبحاث والتوعية:

تتألف هذه المديرية من دائرتين هما دائرة الدراسات والأبحاث ودائرة التوعية والعلاقات الخارجية ومن أبرز مهام هذه المديرية:

- دراسة الخطط والبرامج والسياسات و القوانين و اللوائح الحكومية وتأثيرها المتوقع في سوق الأوراق المالية واقتراح تطويرها.
- إعداد الدراسات حول سبل تطوير القطاع المالي وأسواق الأوراق المالية في سورية.
- إصدار الدوريات والنشرات الخاصة بالهيئة، وإعداد البرامج الإعلامية التي تعكس نشاط الهيئة وتأمين نشرها بمختلف وسائل الإعلام.
- تطوير الاتفاقيات مع الجهات الداخلية والخارجية

1-5-5- مديرية الرقابة والتفتيش:

تتبع هذه المديرية ثلاث دوائر: دائرة الرقابة على سوق دمشق للأوراق المالية، ودائرة الرقابة على شركات الخدمات والوساطة المالية العاملة في سوق دمشق للأوراق المالية، ودائرة الرقابة على شركات المساهمة، وتكون مهام المديرية مايلي:

- ممارسة الرقابة على جميع الجهات الخاضعة لإشراف الهيئة والاطلاع على سجلاتها وقيودها والحصول على نسخ منها بهدف التأكد من التزامها بالقوانين والأنظمة والتعليمات النافذة.
- إجراء إي تحقيق أو تفتيش بإشعار مسبق أو بدونه لتحديد ما إذا كان أي من الجهات المذكورة أعلاه قد ارتكب مخالفة او اتخذ إجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكاب مخالفة واقترح التدابير أو العقوبات المناسبة بشأنها.
- التأكد من قيام جميع الشركات المساهمة، صناديق الاستثمار، شركات الخدمات المالية، رابطة شركات الخدمات المالية و الوساطة المالية، صندوق حماية المستثمرين وصندوق ضمان التسوية باللوائح والتعليمات والقوانين.

1-5-6- مديرية الإصدار والترخيص والإفصاح:

تتبع هذه المديرية دائرتان: دائرية الإصدار والإفصاح للشركات المساهمة، و دائرة الترخيص والإفصاح لشركات الخدمات والوساطة المالية، وتكون مهام المديرية ما يلي:

- تلقي طلبات إصدار الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى ودراستها ودراسة نشرات إصدارها، والتأكد من مطابقتها للأنظمة النافذة ورفع المقترحات بشأنها.
- تلقي طلبات تأسيس وترخيص شركات الخدمات الوساطة المالية وفتح فروع لها ودراستها والتأكد من استيفاء تلك الشركات لكافة المتطلبات البشرية المؤهلة أو المادية.
- فتح التراخيص لصناديق الاستثمار ومتابعة أوضاعها.

1-5-7- مديرية الشؤون الإدارية والمالية:

تتألف هذه المديرية من دائرتين: دائرة الشؤون الإدارية ودائرة الشؤون المالية. و من أهم مهام هذه المديرية:

- المتابعة والإشراف على النواحي الإدارية اليومية وسير العمل في مديريات ودوائر الهيئة.
- رفع التقارير المالية للمجلس بشكل دوري و عند الحاجة.
- رفع مشروع الموازنة السنوية إلى المجلس بعد التأكد من إعدادها وفق الأصول في ضوء السياسة المالية للهيئة، وكذلك دراسة وتقديم المقترحات المناسبة لاستثمار أموال الهيئة الفائضة.

1-5-8- مديرية الشؤون القانونية والتنفيذية والمتابعة:

تتبع هذه المديرية دائرتان هما دائرة الشؤون القانونية ودائرة التنفيذ والمتابعة وتكون مهام هذه المديرية كما يلي:

- اقتراح السبل الكفيلة بمعالجة المشاكل والصعوبات القانونية.
- رفع ملفات المخالفات إلى رئيس المجلس مشفوعة بالتوصيات المناسبة.
- اختيار أحد موظفي المديرية ليمثلها ويتابع أمور الهيئة لدى الجهات المعنية.
- رفع المقترحات والدراسات المتعلقة بتطوير أعمال المديرية إلى رئيس المجلس.

1-5-9- مديرية النظم والمعلومات:

تعمل المديرية على إدارة نظم شبكة المعلومات لدى الهيئة وتحديثها بما يتواكب مع التطورات التقنية وتقدم عمل الهيئة، بالإضافة إلى توفير الدعم المستمر إلى جميع مديريات ودوائر الهيئة.

2- سوق دمشق للأوراق المالية:

2-1- النشأة والأهداف:

تأسست سوق دمشق للأوراق المالية بموجب القانون رقم 55 لعام 2006. وتم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 10/3/2009. تدار السوق من قبل مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس يتم تعينهم بقرار من رئيس مجلس الوزراء. يتولى المجلس متابعة الأعمال اليومية للسوق. وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتكون عضوية السوق إلزامية لكل من شركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها (باستثناء شركات الاستشارات المالية ذات المسؤولية المحدودة)، ولكل الشركات المصدرة للأوراق المالية التي يتم قبول إدراج أسهمها في السوق. وتتألف الهيئة العامة للسوق من الأعضاء المسددين لبدلات الانتساب إلى السوق وبدلات الاشتراك السنوية فيها.

الهدف الرئيسي للسوق هو توفير المناخ المناسب لتسهيل استثمار الأموال وتوظيفها وتأمين رؤوس الأموال اللازمة لتوسيع النشاط الاقتصادي من خلال ترسيخ أسس التداول السليم والواضح والعادل للأوراق المالية، وتشمل مهام السوق في إطار ذلك مايلي:

أ- وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفؤ وشفاف وتوفير آليات عمل وأنظمة متطورة.

ب- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها، وتطبيق قواعد التداول السليم، و توفير المعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية المدرجة في السوق.

ت- توفير قواعد و إجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للمقاصة والتسوية من خلال مركز المقاصة والحفظ المركزي.

ث- وضع معايير مهنية لشركات الخدمات والوساطة المالية المرخص لها ومعتمديهم، وتطبيقها في السوق، وكذلك معايير التدريب والخبرة لأعضائها.

ج- التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية لشركات الخدمات والوساطة المالية من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامها بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى هذه الشركات.

ح- إعداد التقارير ونشر المعلومات والمؤشرات عن اداء ونشاط السوق.

خ- إقامة علاقات تعاون مع الأسواق والبورصات والمنظمات الإقليمية والدولية ذات العلاقة.

د- إبداء الرأي في تطوير التشريعات والأنظمة ذات العلاقة بعمل السوق.

2-2- الأوراق المالية المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية:

يتم التداول في سوق دمشق للأرواق المالية بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية وكذلك سندات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة وبموجب قانون الأسواق المالية رقم 55 لعام 2006 فإن تعريف الأوراق المالية يشمل:

أ- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.

ب- أدوات الدين العام القابلة للتداول التي تصدرها الشركات المساهمة السورية.

ت- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.

ث- الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.

ج- أي ورقة مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها من قبل المجلس.

2-3- مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية:

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية ويقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق بالاستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق المال وغالباً يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشرات عكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

ومن أكثر الطرق استخداماً في إعداد المؤشرات هي طريقة رسملة السوق لحساب مؤشرات الأسعار حيث يتم من خلال هذه الطريقة استخدام القيمة السوقية للأوراق المالية

(عدد الأسهم X سعر السهم في السوق) كأساس لاحتساب المؤشر، ويمكن تعديل هذه الطريقة لتكون مرجحة بنسبة الأسهم الحرة(نسبة الأسهم المتاحة للتداول). نظراً لأن عدم الأخذ بنسبة الأسهم الحرة في احتساب المؤشر لا يعطي المؤشر صورة حقيقية للسوق بالنسبة لسوق دمشق، ونظراً لضآلة عدد

الشركات المدرجة سوف يكتفي حالياً بمؤشر عام يعتمد على طريقة رسملة السوق دون ترجيحه بنسبة الأسهم الحرة، وعند تزايد عدد الشركات وتوافر التنوع القطاعي في السوق مستقبلاً ستقوم السوق بإعداد مؤشرات قطاعية باستخدام طريقة رسملة السوق المرجحة بنسبة الأسهم الحرة، وهي الطريقة المستخدمة حالياً في معظم الأسواق المالية العالمية.

وفيما يلي شرح لخطوات بناء مؤشر سوق دمشق للأرواق المالية وكيفية احتسابه:

1- تم اعتماد كافة الشركات المدرجة في السوق النظامي والسوق الموازي، حيث تم اعتماد قيم الأساس للشركات بتاريخ 15/6/2010 كما يلي:

رمز الشركة	عدد الأسهم	السعر الأساس كما هو في 15/6/2010	القيمة السوقية للشركة بناءً على السعر الأساس
ARBS	6000000	1116	6,696,000,000
AROP	2000000	736	1,472,000,000
BASY	5350000	2696.26	14,424,991,000
BBSF	6500000	1607	10,445,500,000
BSO	7200000	1677.33	12,076,776,000
IBTF	10000000	1220.59	12,205,900,000
UG	3000000	527	1,581,000,000
UIC	1700000	883	1,501,100,000
AHT	400000	1173.15	469,260,000
AVOC	3000000	692.20	2,076,600,000
NAMA	560000	704	394,240,000
SIIB	10000000	1101.08	11,010,800,000
BBS	8000000	672.75	5,382,000,000
QNBS	10000000	541.50	5,415,000,000
القيمة السوقية للشركات ككل			**85,151,167,000**

المصدر: موقع سوق دمشق للأوراق المالية.WWW.dse.SY

2- اعتمدت جلسة تداول 31/12/2009 يوم بداية احتساب المؤشر (يوم الأساس)، كما تم تحديد عدد نقاط البداية في هذا التاريخ بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة (المعامل).

3- تم احتساب المؤشر باستخدام المعادلة التالية بافتراض عدد نقاط البداية هو 1000 نقطة:

$$\text{المؤشر المثقل بالقيمة السوقية} = \frac{\text{القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على آخر سعر وسطي}}{\text{القيمة السوقية لجميع الشركات بناءً على الأسعار الوسطية الأساس}} \times \text{المعامل}$$

أي قيمة المؤشر في 31/12/2009 = $\frac{58,841,220,000}{58,841,220,000}$ X 1000 = 1000 نقطة

حيث أن 58,841,220,000 القيمة السوقية الأساس للشركات الداخلة في المؤشر بتاريخ 31/12/2009.

3- مركز المقاصة والحفظ المركزي:

3-1- النشأة والأهداف:

جاء في الفصل الرابع من مرسوم سوق دمشق للأرواق المالية:

ينشأ في السوق مركز يسمى مركز المقاصة و الحفظ المركزي للأوراق المالية، يتبع سوق دمشق للأوراق المالية، ويقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصتها وتسويتها.

يدار المركز من قبل مدير متفرغ، يعين بقرار من مجلس المفوضين، بناءً على اقتراح مجلس إدارة السوق، ويحظر عليه أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر أو أن يكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة خدمات وساطة مالية في السوق.

يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية و تمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق.

3-2- الهيكل الإداري للمركز ومهامه:

تركزت أعمال المركز على تسجيل الأوراق المالية في السجل المركزي للمساهمين الموثقين وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء التقاص والتسوية. ويتكون الهيكل الإداري للمركز من :

1- مدير المركز: الذي يتولى المهام التالية:

أ- إدارة عمليات المركز والموظفين.

ب- وضع الاستراتيجيات الخاصة بعمل الدوائر التابعة للمركز والموظفين فيه.

ت- الأشراف على العمليات المتعلقة بأعضاء المركز.

ث- رفع مقترحات حول الأنظمة والتعليمات الخاصة بإدارة عمل المركز.

2- دائرة التحويل والحفظ المركزي: وتقوم بالمهام التالية:

أ- تسجيل وإيداع الأوراق المالية المدرجة.

ب- نقل ملكية الأوراق المالية.

ت- تنفيذ إجراءات الشركات للأوراق المالية المودعة.

ث- تثبيت قيود الملكية على الأوراق المالية المودعة ورفعها.

3- دائرة التقاص والتسوية: وتقوم بالمهام التالية:

أ- تنفيذ عملية التقاص للأوراق المالية.

ب- تسوية أثمان الأوراق المالية.

ت- إبلاغ الهيئة والسوق عن أي مخالفة للقوانين والأنظمة النافذة، يرتكبها أي من أعضاء المركز.

رابعاً: الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

افتتحت سوق دمشق للأرواق المالية بتاريخ10/3/2009. وبدأ التداول في السوق بست شركات مدرجة فقط (خمسة مصارف تجارية، والشركة الأهلية للنقل) وبنهاية عام 2009 ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى 12 شركة. وفي نهاية عام 2010 ارتفع عدد الشركات المدرجة إلى 19 شركة. وبلغ عدد الشركات المدرجة حتى نهاية عام 2012 (22) شركة وتم خلال ذلك العام إدراج شركة واحدة فقط في قطاع التأمين. وتتوزع الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لما يلي :

شركات في السوق النظامي	9
شركة في السوق الموازي أ	12
شركة في السوق الموازي ب	1

وتتوزع الشركات على القطاعات الاقتصادية في سورية على الشكل التالي:

مصارف تجارية	12
شركات تأمين	6
شركة خدمات	2
شركة صناعية	1
شركة زراعية	1

يعرض الجدول(6) الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتاريخ الإدراج .

ومن خلال الجدول نلاحظ أن سوق دمشق للأوراق المالية بشكلها الحاضر لا تمثل الوجه الحقيقي للاقتصاد السوري. فالاقتصاد السوري يتألف من عدد كبير ومتنوع من القطاعات مثل السياحة، النقل، النفط والغاز، البناء والتشييد، والاتصالات، وغيرها من القطاعات الاقتصادية.

الجدول(4) :الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وتاريخ الأدراج

اسم الشركة	رمز الشركة	تاريخ الإدراج	تاريخ بدء التداول
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	02/02/2009	10/03/2009
الأهلية للنقل	AHT	02/03/2009	10/03/2009
البنك العربي –سورية	ARBS	02/03/2009	10/03/2009
الشركة الأهلية للزيوت	AVOC	10/06/2009	18/06/2009
الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات – نماء	NAMA	13/04/2009	23/04/2009
المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق	UG	02/03/2009	16/03/2009
الشركة الكويتية للتأمين	SKIC	13/05/2012	28/05/2012
الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	27/07/2011	10/08/2011
فرنسبنك – سورية	FSBS	05/01/2011	23/01/2011
بنك الشرق	SHRO	02/12/2010	21/02/2011
العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	22/08/2010	15/09/2010
بنك سورية والخليج	SGB	28/07/2010	15/08/2010
الوطنية للتأمين	NIC	07/06/2010	14/07/2010
الشركة السورية الدولية للتأمين -آروب	AROP	07/04/2010	22/04/2010
بنك الأردن – سورية	BOJS	23/06/2010	04/07/2010
بنك قطر الوطني – سورية	QNBS	08/04/2010	26/04/2010
بنك بيبلوس – سورية	BBS	17/11/2009	22/12/2009
المتحدة للتأمين	UIC	24/06/2009	02/07/2009
بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	02/06/2009	04/06/2009
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	30/03/2009	10/03/2009
بنك عوده – سورية	BASY	05/03/2009	10/03/2009
بنك سورية والمهجر	BSO	05/03/2009	10/03/2009

المصدر: التقرير السنوي لسوق دمشق للأوراق المالية لعام 2012 ص 31.

نلاحظ أنه لا توجد أي شركة مدرجة من قطاعات التجارة، والسياحة، والنفط والغاز، والاتصالات، في حين إن الزراعة والصناعة والنقل والخدمات، لا تمثل سوى بشركة واحدة فقط لكل قطاع.

ويرى الباحث أن السبب في ذلك قد يعود إلى ندرة الشركات المساهمة المغفلة في هذه القطاعات.

ويبدو أن المرسوم 61 لعام 2007 الذي انتهى مفعوله في عام 2010 وجرى تمديده سنة أخرى لم يساعد على تحول إلا عدد ضئيل من الشركات العائلية، حيث تحولت 39 شركة إلى مساهمة محدودة المسؤولية، وليس إلى شركات مساهمة مغفلة[1].

إن التمثل الأهم في سوق دمشق للأوراق المالية حالياً هو للمصارف حيث يبلغ عدد المصارف 12 مصرف أي أكثر من 50% من عدد الشركات المدرجة في السوق ويتبدى ذلك بوضوح من حجم وقيمة التداول في السوق فقد حصل قطاع المصارف على 8.4 مليار ليرة سورية أي 93% من قيمة التداول في السوق عام 2010. في حين حصل على نسبة 94.32% من قيمة التداول عام 2011.

[1] - الشركات العائلية ورحلة البحث عن مزايا التحول، تشرين الاقتصادية،2 تشرين الثاني ،2010، ص 3-2

المبحث الثاني

أقسام سوق دمشق للأوراق المالية وخصائصها

اولاً: أقسام سوق دمشق للأوراق المالية:

إن السوق الأولي هو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية وعرضها للاكتتاب العام، أما السوق الثانوي فيمثل مكان تداول الأوراق المالية.

يقسم سوق دمشق للأوراق المالية (السوق الثانوي) إلى :

1- السوق النظامي: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة يحددها مجلس مفوضي الهيئة.

2- السوق الموازي: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق وتعمل على توفير السيولة المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توافر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية وتقسم إلى :

- السوق الموازي (أ)
- السوق الموازي (ب).

3- سوق السندات: وهي السوق التي يتم من خلالها تداول أدوات الدين التي تصدرها الشركات المساهمة السورية وأدوات الدين العام التي تصدر من قبل الحكومة السورية. ومن الجدير بالذكر هنا أنه لم يتم إصدار وتداول السندات في سوق دمشق للأرواق المالية حتى تاريخه.

الجدول (5) : شروط الإدراج في كل من السوق النظامي والسوق الموازي

من حيث	السوق النظامي	السوق الموازي أ	السوق الموازي ب
رأس المال	300 مليون ليرة سورية	100 مليون ليرة سورية	50 مليون ليرة سورية
عدد المساهمين	300 مساهم	100 مساهم	50 مساهم
مدة الشركة	3 سنوات على الأقل	1 سنة على الأقل	أقل من عام
الأرباح	5% من رأس المال خلال عامين	–	–
نسبة الأسهم الحرة	%20	%10	%10
صافي حقوق المساهمين	لا تقل عن 100%من رأس المال المدفوع	لا تقل عن 90%من رأس المال المدفوع	لا تقل عن 75%من رأس المال المدفوع
عدد أيام التداول	25 يوم من أحمالي عدد ايام التداول	–	–
معدل دوران السهم	5% خلال عام	–	–

المصدر: من أعداد الباحث .

ثانياً: آلية التداول في سوق دمشق للأوراق المالية:

1- نظام التداول في سوق دمشق:

تتم عمليات التداول في السوق عن طرق نظام التداول حيث تنفذ الصفقات على نظام التداول فور تلاقي أمر شراء مع أمر مبيع وفقاً لقواعد هذا النظام. ويحدد زمن الصفقة وفقاً للوقت المدون على نظام التداول.

تقوم السوق بتعريف رموز للأوراق المالية المتداولة ضمن السوق، ويكون للسوق وحدها الحق بتعديل أو تغيير هذه الرموز في أي وقت كان، ولا يكون للشركات المدرجة ذات العلاقة أية حقوق ملكية لرموز التداول.

2- تسعير الأوراق المالية في سوق دمشق:

يتم تسعير الأوراق المالية في سوق دمشق للأوراق المالية وفقاً لما يلي:

أ- يتم تسعير الأوراق المالية بقيم أكبر من الصفر.

ب- تعتبر الليرة السورية هي وحدة التسعير المعتمدة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

ت- يجوز لمجلس الإدارة، بعد موافقة مجلس المفوضين، الموافقة على تسعير الأوراق المالية بأية عملة أخرى غير الليرة السورية، إذا رأى ذلك مناسباً، شريطة أن تكون هذه الأوراق المالية مصدرة بعملة غير الليرة السورية.

3- فترات التداول:

يحدد مجلس الإدارة في السوق ساعات التداول ويحق له تعديل هذه الساعات بإشعار يصدر عنه وتقسم جلسة التداول إلى المراحل التالية:

أ- فترة ما قبل الافتتاح: يعمل نظام التداول على ترتيب الأوامر المدخلة في هذه المرحلة وبحسب الأولوية المحددة وفقاً لأحكام هذا النظام، ولا يجري أي تداول في هذه المرحلة، ويقوم النظام بحساب سعر الافتتاح للأوراق المالية الخاصة بكل شركة مدرجة.

ب- فترة الافتتاح: يتم تنفيذ الصفقات على سعر الافتتاح وفق الأوامر المدخلة في المرحلة السابقة.

ت- فترة التداول المستمر: يتم من خلالها تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في السوق بشكل مستمر، ويستطيع ممثل الوسيط إدخال الأوامر وتنفيذ الصفقات وفقاً للإجراءات المحددة في السوق، كما يحق له إلغاء أو تعديل الأوامر المدخلة.

ث- فترة الأقفال: يتم من خلالها استعراض البيانات و المعلومات وإجراء الاستفسارات وطباعة التقارير اللازمة، في هذه الفترة لا يستطيع الوسيط تعديل أو إلغاء أية أوامر لم تنفذ أو نفذت بشكل جزئي أو كلي، ويتم من خلال هذه الفترة أيضا حساب سعر الإقفال.

ثالثاً: خصائص سوق دمشق للأوراق المالية:

تتميز سوق دمشق للأرواق المالية بمجموعة من الخصائص يمكن أن نذكر منها:

1- ضآلة الحجم النسبي لسوق دمشق للأوراق المالية:

يقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة في السوق، ونسبة الإصدارات الجديدة للناتج المحلي الإجمالي وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي، وتتميز سوق دمشق بضيق السوق من حيث النقص الشديد في العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة والطلب الذي يتمثل في عدد وحجم أوامر الشراء حيث بلغ عدد الشركات المدرجة حتى الربع الثالث من عام 2013 (22) شركة فقط. وبلغ حجم التداول (856.51 مليون ليرة) أي ما يعادل (8 مليون دولار امريكي) في حين لم يكن هناك أي إصدار في السوق الأولي خلال العام 2013 .

والجدول(6) يظهر مدى ضآلة سوق دمشق للأرواق المالية وذلك بمقارنتها مع بعض الأسواق المالية العربية.

الجدول(6): ضآلة سوق دمشق للأرواق المالية وذلك بمقارنتها مع بعض الأسواق المالية العربية.

السوق	عدد الشركات المدرجة حتى الربع الثالث 2013	حجم التداول(مليون دولار أمريكي)	متوسط التداول اليومي
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	66	5,915	92.43
بورصة عمان	241	535.2	9.1
البورصة المصرية	210	5805	92.1
سوق الكويت للأوراق المالية	210	7831.4	116.9
سوق دمشق للأوراق المالية	22	8	0.2

المصدر: تقرير صندوق النقد العربي، إداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث،2013.

من خلال الجدول السابق نلاحظ مدى ضيق سوق دمشق وانخفاض الحجم النسبي للسوق، ويؤدي انخفاض الحجم النسبي إلى زيادة فرص التقلبات غير المبررة في الأسعار، لا سيما مع ضعف الرقابة والنقص في الإفصاح المالي.

2- تدني مقدرة سوق دمشق على تحقيق السيولة:

يعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون هذه السوق كفؤة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي، ويمكن رصد ما تتمتع به سوق دمشق من ضعف في سيولتها من خلال مقارنة معدل دوران الأسهم فيها مع بعض الأسواق العربية الأخرى.

الجدول(7): مقارنة معدل دوران الأسهم بين سوق دمشق وبعض الأسواق المالية العربية

السوق	معدل دوران الأسهم %	
	الربع الثالث2012	الربع الثالث2013
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	1.56	5.94
بورصة عمان	2.0	2.2
البورصة المصرية	12.2	10.6
سوق الكويت للأوراق المالية	4.5	6.9
سوق دمشق للأوراق المالية	1.29	0.72

المصدر : : تقرير صندوق النقد العربي، إداء الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الثالث،2013.

نلاحظ من خلال الجدول السابق مدى انخفاض معدل دوران الأسهم في سوق دمشق مقارنة مع بعض الأسواق العربية وما يتركه ذلك من أثر على تدني قدرة السوق على تحقيق السيولة.

3- ضعف الفرصة المتاحة للتنويع:

ولعلها من أهم خصائص سوق دمشق للأرواق المالية حيث يسيطر قطاع المصارف على الحجم الأكبر من السوق في ظل غياب قطاعات مهمة في الاقتصاد مثل الاتصالات والمقاولات والنقل وغيرها، مما يؤدي إلى تقليل الفرصة المتاحة لتنويع محفظة الأوراق المالية، وهذه السمة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سوء للمستثمر الفرد أو المؤسسي.

4- قصور الأطر التنظيمية والتشريعية:

على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها سوق دمشق للأوراق المالية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بالسوق المالي، إلا أنها ما تزال تواجه العديد من أوجه الضعف ولعل من أهمها غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره مثل الشركات صانعة السوق التي تعمل على تقليل حدة تقلبات الأسعار، وتخفيض مخاطر الاستثمار في هذه السوق.

5- قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولي:

تعاني سوق دمشق للأوراق المالية من تدني الطلب على الأوراق المالية ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى انخفاض معدلات الدخول النقدية والادخار الفردي، بالإضافة إلى تدني الوعي الاستثماري لدى الكثير

من المستثمرين، وكذلك تفضيل البعض حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع في البنوك، كما أن الازمة الحالية التي تمر بها سورية تركت أثراً كبير على سوق الأوراق المالية حيث عمل كثير من المستثمرين إلى تجنب المخاطرة و عدم القيام بأي نشاط استثماري كما أن محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالباً ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم خضوعها لمراقبة السلطات وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإفصاح ومعايير المحاسبة الدولية، من أهم مصادر ضعف السوق الأولي، بالإضافة إلى غياب مؤسسات التصنيف وترويج وضمان الاكتتاب، و التي من شأنها أن تزيد من أقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة نظراً لما توفره من مساعدة وتمكن من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

رابعاً: كفاءة التسعير في سوق دمشق للأوراق المالية:

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، والتي يقصد بها إن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة مما يجعل أسعار الأسهم مرآه تعكس المعلومات المتاحة كافة.

أن سوق دمشق للأرواق المالية تعاني من ضعف في كفاءة التسعير وتوجد عدة عوامل مؤثرة تسبب ضعف كفاءة التسعير في سوق دمشق لعل أهمها:

1- آلية التسعير والحدود السعرية والكمية المفروضة:

تفرض هيئة الأوراق والأسواق المالية حدود سعرية بحدود $\pm$ 2% على تحرك سعر السهم في السوق في جلسة تداول واحدة لا يمكن تجاوزها بهدف المحافظة على استقرار السوق ومنع المضاربات، ثم أضافت الهيئة قيود كمية تشترط أن يتم تداول 200 سهم على الأقل حتى يصبح بالإمكان تغير السعر المرجعي للسهم. كما سمحت للسهم عند الإدراج بفترة استكشافية يمكن أن يتحرك فيها السعر بحدود $\pm$ 5% ، ويتحدد على أثرها السعر المرجعي الأول للسهم. ويخضع من بعدها لقيود $\pm$ 2% .

ثم قامت الهيئة في شهر 2 لعام 2011 برفع الحدود السعرية إلى $\pm$ 3%، وتحرير حركة السعر بالكامل في الفترة الاستكشافية بإلغاء نسبة $\pm$ 5% كلياً.

ويرى الباحث أن الحدود السعرية والكمية وضعت قيوداً على كفاءة التسعير في سوق دمشق للأرواق المالية وحدت بشكل عام من كفاءة السوق ومن حدوث تعديلات سريعة على أسعار الأسهم للوصول بها إلى قيم السوق العادلة. لكن محدودية العرض وزيادة الطلب يؤدي إلى رفع الأسعار إلى حدود عالية دون موضوعية لذلك فرضت إدارة السوق تلك القيود، وتكون إدارة السوق محقة في ذلك.

2- تمييع شروط الأدراج بخلق سوقين موازيين(أ – ب):

عمدت هيئة الأوراق المالية إلى تمييع شروط الأدراج، وذلك تحت ضغط العدد الكبير من شركات الوساطة المالية بهدف زيادة حجم التداول في السوق عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة. فقامت بأحداث سوقين موازيين (أ – ب) بشروط إدراج ميسرة لتمكين شركات لا تستوفي شروط الإدراج في السوق النظامي من دخول سوق دمشق للأوراق المالية ولكن ذلك أدى إلى نتائج غير مرغوب فيها، مثل إدراج شركات مازالت خاسرة ولا يعرف متى ستنتقل إلى مرحلة الربحية وتصبح منافسة، هذه الشركات تتضمن مخاطر أكبر عند الاستثمار في أسهمها، من مثيلاتها المدرجة في السوق النظامي بشروط الأشد، لذلك تعتبر هذه الأسهم أكثر مضاربيه.

ولأن هذه الشركات أكثر مضاربيه ومخاطر الاستثمار في أسهمها أكبر من مثيلاتها الرابحة، كان من المفروض أن تكون أسعار أسهمها على الجانب الأدنى والسبب في ذلك هو أن المستثمرين المتجنبين للخطر عادة، سوف يطلبوا عوائد أعلى عليها مما يخفض أسعارها، ولكن وجود مثل هذه الشركات في السوق يفتح الباب واسعاً أمام المضاربين بالاستفادة من الحدود السعرية والكمية للتلاعب بأسعارها ورفعها إلى مستويات غير معقولة أو مقبولة بالنسبة لشركات ما زالت في مرحلة الخسارة.

3- عدم وجود مستثمرين مؤسساتيين وصناديق استثمار:

إن عدم وجود مستثمرين مؤسساتيين مثل صناديق استثمار تتعامل بالأسهم في السوق الثانوي يكون لديهم الخبرة في التوظيف واتجاه ومستوى وسرعة التغير في الأسعار في السوق المالي، ذلك أن قرارات الاستثمار والمتاجرة بالأوراق المالية في مثل هذه المؤسسات يقوم بها متخصصون مطلعون على دقائق الأمور في أداء الشركات المدرجة. يحصلون على المعلومات وإفصاح الشركات آنياً، ويحللون وقعها على الأسعار بسرعة، ولهم توقعاتهم المبنية على خبرة سابقة وتنبؤات علمية حول الأداء المستقبلي للشركات، ويتخذون قرارات التداول بالأسهم بعد القيام بجهد مكثف في البحث والتحليل.

ولا يوجد حتى الآن مستثمرين مؤسساتيين من هذه النوع في سوق دمشق للأرواق المالية.

4- عدم إجراء زيادات الرأسمال بطريقة توزيع حقوق اكتتاب:

أدى عدم وجود أنظمة وتشريعات وقواعد تلزم الشركات المساهمة بتوزيع حقوق اكتتاب، عند زيادة رأسمالها بإصدارات أسهم جديدة إلى إلحاق خسائر بالمساهمين غير القادرين وغير الراغبين، في الاكتتاب في أسهم إضافية. فحقوق الاكتتاب هي ذات قيمة، وتعوض للمساهم الصغير عند بيعها الخسارة التي تحل به من انخفاض سعر السهم في السوق بسبب ازدياد عدد الأسهم وانحلال الأرباح بالسهم.

المبحث الثالث

الممارسات التي تعيق عمل الأسواق المالية

اولاً: التلاعب في الأسواق المالية:

1- تعريف التلاعب في الأسواق المالية:

ينصرف مفهوم التلاعب في الأسواق المالية إجمالاً إلى التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح وذلك على حساب بقية المتداولين في السوق.

تعددت تعريفات التلاعب كمصطلح في الأسواق المالية ومن أبرز هذه التعريفات تعريف هيئة الأوراق المالية والبورصة(الأمريكية) حيث عرفت التلاعب بأنه " سلوك متعمد يهدف لخداع المستثمرين من خلال التحكم أو التأثير في السوق على ورقة مالية، والتلاعب يمكن أن ينطوي على عدد من التقنيات للتأثير على العرض والطلب على الأسهم، وهو يشمل أثر نشر معلومات كاذبة أو مضللة عن شركة للحد بشكل غير صحيح من عدد الأسهم المتاحة للجمهور، أو تزوير العرض أو الأسعار أو المتاجرات لخلق صورة زائفة أو مضللة عن الطلب والعرض على ورقة مالية.

2- أنواع التلاعب:

طبقاً ل (Allen and Gale 1992) يمكن تصنيف التلاعب إلى ثلاثة أنواع هي[1]:

الأول: التلاعب المؤثر في القيمة: ويحدث عندما يقوم المتلاعب بتصرف يؤثر على قيمة السهم، وفي الغالب يكون هذا التلاعب من متخذي القرار في الشركة المساهمة. ومن حالات التلاعب التي تذكر عادة تحت هذا النوع من التلاعب المرتبط بقرارات الاندماج والاستحواذ، مثل: الإعلان عن تقديم عرض لشراء أو دمج أو الاستحواذ على شركة، بما يؤدي إلى رفع سعر سهم الشركة المستهدفة، فيقوم المعلن ببيع ما يملكه من أسهمها، ويعلن بعد ذلك أن المفاوضات تعثرت، وتم العدول عن العرض.

[1] - د. عبد القادر، متولي السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، عمان، ط1، 2010، ص 113.

الثاني: التلاعب المؤثر في السعر من خلال بث معلومات مضللة: ويحدث عندما يقوم المتلاعب بنشر معلومات غير صحيحة، أو معلومات صحيحة ولكن معروضة بطريقة يمكن أن يفسرها بقية المتداولين بشكل خاطئ، بما يؤدي إلى التأثير على توقعاتهم حول سعر السهم .

الثالث: التلاعب المؤثر في السعر من خلال تداولات مغررة: ويحدث عندما يقوم المتداول بتنفيذ تداولات تحدث آثاراً مباشرة على الأسعار والكميات المتداولة في السوق، مما يؤدي إلى التأثير على توقعات بقية المتداولين في السوق حول قيمة الورقة المالية محل التداول. وهي أكثر أنواع التلاعب شيوعاً، وقد يكون التداول الذي يتم في هذه الوسيلة حقيقياً، استناداً للقوة المالية للمتلاعب، أو صورياً من خلال التواطؤ مع مجموعة من المتداولين لإحداث نشاط مصطنع في السوق.

3- صور التلاعب:

يوجد عدد كبير من صور التلاعب التي يمكن أن تدخل تحت الأنواع الثلاثة المشار إليها سابقاً ومن أشهر صور التلاعب:

أ- السيطرة على سوق السهم من خلال شراء كمية كبيرة من الأسهم المتداولة، مما يجعل المتلاعب، سواء كان متداولاً عادياً، أو صانع سوق، يتمتع بقوة احتكارية نسبية تجعل من السهل عليه التحكم بسعر السهم صعوداً أو هبوطاً حسب الهدف. ويقع هذا في الشركات الصغيرة التي يمكن بسهولة كبيرة تجميع نسبة كبيرة من أسهمها.

ب- التوصيات من خلال مواقع الإنترنت وغيرها من الوسائل الحديثة تحت مسميات مختلفة مثل: سهم الشهر، أو الأسبوع وقد يصاحب هذه الصورة تعاملات مصطنعة.

ت- استخدام الطلبات والعروض مصحوبة ببعض الصفقات لإيهام الآخرين بارتفاع أو انخفاض السعر. وهذه الصورة لا تعتمد على الأوامر السوقية. بل الأوامر المقيدة ولهذا تختلط بالتداول المشروع للتاجر الذي يهدف إلى القيام بدور صانع سوق من خلال توفير العروض والطلبات لبقية المتداولين.

ث- قيام المستشار المالي ببث معلومات غير صحيحة، أو التضخيم من أثر معلومات صحيحة أو إصدار توصيات لعدد هائل من المستثمرين لرفع السعر ثم البيع أو تخفيض السعر ثم الشراء

ج- التحكم بسعر الإغلاق من خلال إرسال أوامر سوقية بكميات كبيرة تؤدي إلى زيادة كبيرة في السعر قبل الإغلاق، لإعطاء انطباع خاطئ بأن هناك اهتماماً بهذا السهم، أو لتحقيق استراتيجية التلاعب بوقت أقصر، أو لأغراض خاصة بتسجيل قيمة الشركة في التقارير المالية

للشركة نفسها، أو قيمة الصناديق الاستثمارية التي تملك نسبة كبيرة منها أو قيم المحافظ الممولة بالهامش لمنع الممول بتسييلها، وقد يكون هدف التلاعب مجرد تثبيت سعر السهم في مدى محدد للغرض نفسه.

ح- التواطؤ لزيادة حجم الكميات المتداولة الوهمية بين عدد من المتداولين، لاستدراج متداولين آخرين.

4- المتلاعبين في الأسواق المالية:

هناك عدة فئات من المتعاملين الذين يمكن لهم التلاعب في السوق بحسب الإمكانيات التي يملكونها ومن هؤلاء:

أ- المدراء التنفيذيون: والذين يكون لديهم إطلاع من الداخل على الوضع الحقيقي، للشركات، وهؤلاء ربما يكون لهم دور في نشر بعض المعلومات المضللة، أو إخفاء بعض الحقائق أو التحكم في وقت نشر المعلومات لتحقيق نوع من المكاسب.

ب- المحاسبون والمدققون الماليون سواءً الداخليون أو الخارجيون الذين يمكنهم التلاعب ببعض البيانات المحاسبية لإعطاء انطباع جيد عن وضع الشركة.

ت- المحترفون في الأسواق المالية كالمحللين الماليين وخبراء الاقتصاد والبنوك، وحتى مدراء الصناديق الاستثمارية الذين تتوافر لديهم سيولة كبيرة جداً.

ث- كبار ملاك الأسهم الذين يمكنهم التأثير على أسعار السهم نتيجة الكميات الكبيرة التي يملكونها من أسهم منشأة ما.

5- آثار التلاعب في الأسواق المالية:

يؤدي التلاعب إلى آثار سلبية و إلى حدوث أزمات في سوق الأوراق المالية ولعل من أهم آثار التلاعب:

أ- يؤدي التلاعب إلى تشويه الأسعار وسوء تخصيص الموارد الاقتصادية.

ب- يقوض التلاعب كفاءة السوق المالية لأنه يستدرج المتداولين لتنفيذ الصفقات عند أسعار مصطنعة ومفتعلة وتبتعد عن القيمة العادلة للأوراق المالية.

ت- يؤدي التلاعب إلى سوء توزيع الثروة من خلال إعادة توزيع الثروة من المستثمرين إلى قلة من اللاعبين.

ث- يكون للتلاعب دوراً كبيراً في أحداث الأزمات المالية و الاقتصادية وما ينجم عنها من آثار غير مرغوبة في الاقتصاد الوطني.

ج- يزيد التلاعب من حدة تقلبات الأسعار والكميات، ويضعف من ثقة المستثمرين في السوق وبالتالي جاذبيته لجمهور المدخرين مما يقلل من فرص توظيفهم واستثماراتهم في السوق المالي.

ثانياً: المضاربة في الأسواق المالية:

تعتبر المضاربة في البورصة أحد أهم العمليات التي يقوم بها المتعاملون في السوق، وتنبع أهميتها من قدرتها على تحقيق التوازن في الأسعار من جهة وفي السوق من جهة ثانية. هذا إذا ما قامت هذه العملية على مبادئ السوق الصحيحة والدقيقة، حيث أن استخدامها القائم على أساس التلاعب سينحو بالسوق إلى حالة الاضطراب والفوضى كما نحا به استخدامها الصحيح إلى التوزان الاستقرار.

لقد كانت وما زالت المضاربات في أسواق المال، أساساً لخلق الثروات والرساميل للمضاربين منذ ظهور هذه الأسواق حتى اللحظة.

1- تعريف المضاربة:

المضاربة في أساسها عملية تتوقف على التنبؤ، والتنبؤ هو العامل الأساسي لأي متعامل في البورصات بشكل عام، وفي بورصات العقود المستقبلية بشكل خاص، والمضارب هو الذي يتنبأ بارتفاع أو انخفاض الأسعار، وبناءً على ذلك يتعامل في السوق بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي للأسعار، ويجب أن يستند في تنبؤاته إلى معلومات صحيحة وحسابات وتحاليل دقيقة، لكي يستفيد شخصياً، وفي نفس الوقت يؤدي خدمة نافعة للسوق، وعلى هذا فالمضاربة هي:

" **محاولة التنبؤ بسعر المستقبل القريب للاستفادة من السعر الحالي**"

بالإضافة إلى التنبؤ تلعب شخصية المضارب و قدرتها على اغتنام الفرص المناسبة دوراً هاماً في إتمام المضاربة وتحقيق المكاسب سواءً في الربح أو تجنب الخسائر، فمن المعلوم أن عملية المضاربة تنطوي على مخاطر كبيرة، خاصة إذا ما كانت السوق شديدة التشبع، أو عندما تصبح أسعار المنتجات عرضة للتأثر بعوامل غير موضوعية، تنطوي على أحكام شخصية وغير حقيقية، كأن يصدر تصريح سياسي، أو نقد ما أو تحليل معين من ذوي الاختصاص فيؤثر على الأسعار في السوق.

2- الوظائف الاقتصادية للمضاربة المشروعة في الأسواق المالية:

تؤدي المضاربة في أسوق المال العديد من الوظائف الحيوية، وتعكس تأثيرها الفاعل في حركة النشاط الاقتصادي. ومن أهم وظائفها:

2-1- تحقيق التوازن في الأسعار:

وذلك من خلال التقريب بين العرض والطلب، حيث تتجلى الوظيفة التوازنية للمضاربة، و التي تنبع من قدرتها على إعادة التوازن في الأسعار والسوق. فعندما تنخفض الأسعار في البورصة يتدخل المضاربون بالشراء وينتج عن ذلك، الحد من استمرار الانخفاض نظراً لازدياد الطلب، أما عند الارتفاع، فيتدخل المضاربون ليبيعوا ما يملكونه من أوراق، وينتج عن ذلك، الحد من استمرار الارتفاع بسبب ازدياد العرض.

2-2- تنشيط السوق وزيادة أعداد المتعاملين فيه:

حيث تعمل المضاربة على تفعيل حركة الطلب على كميات كبيرة من الأوراق المالية، دون أن تؤثر هذه الحالة على زيادة في السعر، لأن هذه الحركة نشيطة طبيعياً بوجود أطراف عديدة طمعاً في الحصول على الفائدة، فهي بهذا تقوم بدور المنظم في السوق ومن خلالها تتم العمليات الكبيرة دون إصابة السوق بآثار مفاجئة بالزيادة أو الانخفاض في السعر.

كما أن المضاربة تعمل على تفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية الأساسية من كونه أداة جاذبة للادخار، وذلك عبر قدرة المضاربة على تسهيل وتسريع عملية تحويل الصكوك إلى نقد، حيث أن المضاربين يهدفون إلى الحصول على الربح الناتج عن فروق الأسعار، وهذا ما يدفعهم إلى البيع والشراء عند أقل تغير في السوق، لكي يستغلوا كل عامل جديد من شأنه أن يؤدي إلى أعادة التوزان للأسعار.

2-3- تغطية الاكتتاب العام:

عادة ما يقبل المتعاملون في السوق على شراء الأسهم الجديدة للشركات، مدفوعين بعوامل عدة. أهمها الثقة في هذه الشركات النابعة أصلاً من سمعتها في السوق، و قوة مركزها المالي، كما تلعب أيضاً حملات الدعاية والإعلان، والتي غالياً ما تصاحب الإصدارات الجديدة لأسهم هذه الشركات، دوراً مهماً في تغطية عملية الاكتتاب، فلا يكاد يفتح باب الاكتتاب حتى يغطى عدة مرات.

3- نظريات المضاربة[1]:

3-1- نظرية معلومات الأسعار:

تعتبر هذه النظرية الأساس في تفسير المعلومات التي تظهرها الأسعار. وحسب هذه النظرية، فإن وظيفة الأسعار ليست لتحقيق توازن السوق فقط، حيث تتساوى الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة، بل هي أيضاً مؤشراً للتحركات المستقبلية. وحيث إن الأسعار توفر معلومات عن المضاربة على التحركات المستقبلية للأسعار، فإن ارتفاع الأسعار اليوم يتأكد بارتفاعات متتالية بعد ذلك، حيث يعلم الناس عن المعلومات (الخاصة) التي سببت الارتفاع. ولكن إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات السوقية، فأنه لن يكون هناك حافز لشراء المعلومات، فإن السوق لن تعكس تلك المعلومات، لذلك يجب أن توجد جهة تشتري تلك المعلومات، ولحل هذه المعضلة، قام كل من غروسمان وستجلتر (Grossman& Stiglits) بتطوير نموذج افتراضاً على أن الأسعار إنما تعكس المعلومات جزئياً فقط، ولذلك يقوم بعض المتعاملين في السوق بشراء المعلومات حتى يكونوا مطلعين على الاتجاه المستقبلي للسوق، بينما يختار الآخرون استنتاج المعلومات من التحركات السعرية الحالية. ويعوض المتعامل المطلع عن تكلفة المعلومات بحصوله على ميزة نسبية مقارنة بالمتعامل غير المطلع.

وفي حالة التوازن يتلقى المتعاملون المطلعون معلومات جيدة عن بعض الأصول للشركات التي يتعاملون في أسهمها، فيبادرون بالشراء بكميات كبيرة، فترتفع الأسعار، بينما يلاحظ المتعاملون غير المطلعين ارتفاع الأسعار، فيستنتجون أن هناك معلومات جيدة عن تلك الأصول، فيبادرون بالشراء ولكن بأسعار أعلى من المتعاملين المطلعين، أي بتكلفة أكبر، وكذلك في حالة الأخبار السيئة يبيع غير المطلعين بأسعار أقل من المطلعين وبذلك تكون خسارتهم أكبر.

لا أن هذا النظرية تواجه العديد من المشكلات أهمها:

- يواجه المتعامل غير المطلع عدم تأكد في تفسير المعلومات المستنتجة من ارتفاع أسعار الأصول، فهل هو نتيجة تحسن تلك الأصول، أم أنه محاولة من البائعين لجذب المتعاملين غير المطلعين وتضليلهم؟ فقط في حالة افتراض سيادة المنافسة الكاملة لا يستطيعون ذلك، وهذه الحالة لا توجد.
- سرعة نقل المعلومات تحد من مدى استغلال المتعامل المطلع على المعلومات الخاصة التي اشتراها، حيث لا تشترط النظرية التصرف السريع من المتعامل المطلع فور تلقيه المعلومة.

[1] - د. عبد الرحيم الساعاتي، المضاربة والقمار في الأسواق المالية، "تحليل اقتصادي شرعي" مجلة جامعة الملك عبد العزيز.2007،ص 8-9

- إن تأثير المعلومات المرتجعة تزعزع أسس نظرية معلومات الأسعار، وذلك لأن سعر السلعة يتأثر بسعرها السابق وليس بمعلومات جديدة.

3-2- نظرية الفقاعة السعرية:

تتكون الفقاعة السعرية حينما تكون العلاقة بين السعر السوقي للأصل المالي والتغير المتوقع فيه علاقة موجبة، وهذا يعني أن سعر الأصل سوف يرتفع إذا توقع المتعامل ارتفاع سعره. وهذا يؤدي إلى أن تكون العلاقة بين سعر الأصل المالي والتغير الحقيقي فيه موجبة. وينتج عن هذه الحالة أن التوقعات الذاتية الاعتباطية للتغير في الأسعار تقود التغيرات الفعلية فيها بمعزل عن المتغيرات الاقتصادية الحقيقية كالإيرادات والدخل، وبذلك تتكون الفقاعة السعرية.

4- العوامل التي تؤثر في قرار المضارب:

ينشأ قرار المضارب بإتمام عملية المضاربة بناءً على تفاعل عاملين اثنين، هما: العامل الموضوعي والعامل الشخصي، حيث يندرج تحت هذين العاملين كل المفردات الأخرى التي يأخذ بها المضارب لجهة القيام بالمضاربة أو عدم القيام بها.

1. العامل الموضوعي[1]: وعلى مكوناته يعتمد المضارب في اتخاذ قراره المستند بذلك إلى الحسابات والتحليل المبني على المعطيات الواقعية والحقيقية، فقرار المضاربة على إحدى الأوراق المالية مثلاً، يجب أن ينبع – استناداً على العامل الموضوعي- من إجراء تقاطعات عديدة وحسابات دقيقة، لجميع ما يلحظ من الثوابت والمتغيرات التي قد تطرأ في المستقبل كدراسة كافة العوامل والعناصر المؤثرة على قوة مصدر الورقة المالية المضارب عليها، سواء أكان المصدر شركة أو مؤسسة ما، وعلى متانة مركزه المالي، وقدرته على الوفاء بالتزاماته، وتمويل استثماراته وتحقيق ربحية مناسبة في المستقبل، بعد ذلك يقوم المضارب بمتابعة المتغيرات التي تطرأ، ويحدد الثوابت التي لا تتغير مقاطعاً بينهما متحسباً لدرجة تأثير كل منهما على قراره.
2. العامل الشخصي (النفسي):

وهو العامل المتعلق بشخصية المضارب، ومدى قدرته و خبرته ودرايته بالسوق والمؤثرات الحقيقية وغير الحقيقية فيه، كما يتعلق هذا العامل بالسوق وحساسيته للمعلومات والمؤثرات على الأسعار في السوق الكفء، أي معلومات جديدة ستنعكس بسرعة وبصورة كاملة على الأسعار.

ويندرج تحت العامل الشخصي:

- الشائعات التي تطلق بين الحين والأخر.
- قدرة المضارب على الارتباط مع كبار المتعاملين في البورصة

[1] - صقر، باسل عزيز، محددات إقامة سوق الأوراق المالية وإمكانية تطبيقها في سورية، ص 74.75

المبحث الرابع

آثار ومنعكسات تراجع سعر صرف الليرة السورية

اولاً: بداية تراجع سعر الصرف:

اتصفت أسعار صرف القطع الأجنبي في سورية بالاستقرار النسبي خلال فترة ما قبل الأزمة وهذا ما انعكس إيجاباً على مجمل المؤشرات الاقتصادية الكلية والقطاعات الاقتصادية المختلفة، حيث تراوح سعر صرف الدولار بين 47.10 ليرة سورية عام 2009/8/1 و 46.52 في عام 2010/10/2

وهذه السعر كان انعكاساً حقيقياً لنشاط الاقتصاد السوري خلال هذه المرحلة من جهة، ولحصيلة قوى العرض والطلب على القطع الأجنبي من جهة أخرى.

بدأ سعر صرف الدولار الأمريكي أمام الليرة السورية بالارتفاع حيث سجل 57 ليرة سورية مع نهاية عام 2011 ، وهذا الارتفاع البسيط نسبياً كان نتيجة وجود عوامل قوة للاقتصاد السوري من ناحية(التصدير، السياحة، الصناعة، التحويلات الخارجية). إضافة لتدخلات المصرف المركزي في جانب عرض الدولار لإبقاء نوع من التوازن في سوق الصرف إلا أن بداية تراجع سعر الصرف تعمق في عامي 2012 و 2013، حيث سجل في عام 2012 ارتفاعات وصلت إلى 108 ليرة سورية في شباط، على حين تراوح وسطي أسعاره في ذلك العام ما بين 70 و 99 ليرة سورية، أما في عام 2013 فقد سجل هذا السعر أرقاماً غير مسبوقة حيث وصل سعر الصرف في السوق غير النظامي إلى نحو *150* ليرة سورية في شهر أيار أي بارتفاع 200% عما كان عليه في بداية عام 2011.

أما السعر الرسمي للصرف فقد سجل أيضاً ارتفاعات بدأت عام 2011 بسعر 47.1*3* في 1/3/2011 ليصل إلى *55.89* ليرة سورية في 28/12/2011 ثم ليسجل في عام 2013 ما قيمته 79.78 ليرة سورية، في كانون الثاني ثم إلى 93.11 ليرة في شهر نيسان. وهذا ما يدل على إن الأسعار الرسمية كانت أيضاً عاملاً ضاغطاً لارتفاع الأسعار في السوق غير النظامية وتحاول اللحاق بها دون أن تستطيع تخفيض تلك الأسعار.

ثانياً: أسباب ونتائج تراجع سعر صرف الليرة السورية:

1- أسباب تراجع سعر صرف الليرة السورية:

كنت الأسباب الرئيسية لتراجع سعر صرف الليرة السورية قرارات المقاطعة والعقوبات الاقتصادية والعقوبات المصرفية التي ساهمت جميعها في تراجع حصيلة القطع الأجنبي من تصدير السلع الرئيسية سواء النفط أو المواد الخام الأخرى، أو صادرات القطاع الخاص الصناعية، وفي ارتفاع كلفة عمليات الاستيراد وتراجع التحويلات الخارجية، ومن الأسباب أيضاً صدور قرارات اتخذت في بداية الأزمة وتم التراجع عنها بعد ذلك، ولكنها ألقت بثقلها على الوضع التجاري والنقدي. وتراجع حالة التعامل بالعملة الوطنية التي كانت موجودة قبل الأزمة إما بفعل زيادة معدلات التضخم إلى ما فوق أسعار الفائدة، وإما بفعل تحويل العملة الوطنية إلى دولار بدافع التحوط من المستقبل والاكتناز.

وكان لتزايد عوامل الطلب على النقد الأجنبي مقابل التراجع عن العرض الأثر المهم أيضاً فمن:

ناحية الطلب:

- تمويل المستوردات التي سجلت ارتفاعاً في عام 2011 بنسبة 18.8% عن عام 2010 قبل أن تعود لتنخفض في *عام*2012 بشكل حاد بما نسبته 78.4 % مقارنة مع عام 2011 .
- شراء الدولار من قبل الأفراد من غير التجاريين والصناعيين، بدافع المضاربة والاكتناز والتحوط للمستقبل، و للحفاظ على قيمة مدخراتهم من التدهور، أو فقدان قيمتها الشرائية ولتمويل عمليات السفر خارج سورية، او لتحويل الجزء الأكبر من حسابات المستثمرين ورجال الأعمال إلى الخارج نتيجة الوضع الاقتصادي والأمني غير المستقر.

ناحية العرض:

- تراجع عائدات السياحة التي كانت تشكل قبل الأزمة حوالي 11 % من الناتج المحلي الإجمالي.
- تراجع الصادرات السورية الإجمالية بنسبة11.2% بين عامي *2010* و *2011*، والى تراجع حاد بنسبة 97% بين عامي *2011* و *2012* وذلك وفق هيئة ترويج الصادرات.
- تراجع تحويلات السوريين من الخارج لأسباب عديدة في مقدمتها سفر الكثير من العائلات السورية، التي كانت تحول لهم هذه الأموال إلى الخارج و إلى الوضع الأمني والاقتصادي غير المستقر.

- تراجع المبيعات الحكومية من النفط الخام والمواد الخام الصناعية والزراعية، حيث كانت تشكل رافداً كبيراً من القطع الأجنبي.
- ضعف عوائد الاستثمارات السورية في الخارج، وتجميد أرصدة وحسابات شركات حكومية عديدة.

2- نتائج تراجع سعر صرف الليرة السورية:

هناك الكثير من النتائج السلبية التي لحقت في الاقتصاد السوري نتيجة تراجع سعر صرف الليرة السورية لعل أهمها:

أ- ارتفاع تكاليف الإنتاج والاستثمار نتيجة ارتفاع أسعار السلع والخدمات.

ب- حدوث انكماش في العمل الاقتصادي، نتيجة تراجع أو توقف العديد من الصناعات الأساسية والمكملة مما أدى لحدوث تراجع كبير في الناتج المحلي الإجمالي، وفي معدلات النمو الاقتصادي.

ت- ازدياد ظاهرة المضاربة في القطع الأجنبي، نتيجة الارتفاعات المستمرة لسعر الصرف و التي تحقق أرباحاً غير مبررة، في ظل عدم وجود قنوات أخرى لاستثمار الأموال الفائضة نتيجة الأزمة الحالية.

ث- تراجع في حجم الودائع المصرفية، نتيجة تدهور القيمة الشرائية للعملة الوطنية بنسبة 10% بين عامي 2011-2010 والى نسبة 19% خلال عامي الأزمة وبصورة أكبر في مطلع عام 2013.

ج- تراجع احتياطيات مصرف سورية المركزي من القطع الأجنبي خلال عامي الأزمة، نتيجة محاولة التدخل في سوق القطع الأجنبي عبر عرض الدولار أو نتيجة الحاجة لتمويل مستوردات السلع الأساسية والمحروقات، حيث تشير الأرقام إلى تسجيل معدل نمو سلبي بنسبة 28% بين عامي 2012-2011 .

ح- حدوث عجز في ميزان المدفوعات سجل ما نسبته 27.6% بين عامي 2011-2012 .

أخيراً أن منعكسات تراجع سعر صرف الليرة السورية لا يقتصر على النتائج المباشرة آنفة الذكر، بل أثر بشكل سلبي على مجمل مؤشرات الاقتصاد الكلي من (استثمار، ادخار، استهلاك) و التي سجلت تراجعاً كبيراً، بالإضافة إلى أثر ذلك على تراجع متوسط دخل الفرد في سورية نتيجة تراجع الناتج المحلي الإجمالي و إلى حدوث عجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات، وعلى مستوى أداء القطاعات الاقتصادية الرئيسية مثل(صناعة، تجارة، سياحة، خدمات) التي سجلت انكماشاً حاداً.

المبحث الخامس

الدراسة العملية واختبار الفرضيات

اولًا: الدراسة العملية:

استندت الدراسة العملية وعملية اختبار الفرضيات على بيانات شهرية لجميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بواقع(32) شهراً فقط، وذلك نظراً لحداثة سوق دمشق للأوراق المالية وحداثة مؤشر سوق للأوراق المالية حيث ستمتد الفترة الزمنية من 1-1-2010 حتى 31-12-2012 .

وتم تحليل ومعالجة وتمثيل بيانات الدراسة باستخدام الأسلوب الإحصائي الوصفي، مدعماً بالجداول وتفسيراتها.

كما تم أجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة للبيانات والتوصل إلى كون العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع علاقة غير خطية وذلك من خلال رسم شكل الانتشار للبيانات قيد الدراسة، والتوصل إلى افضل نموذج من خلال استخدام نموذج الانحدار غير الخطي البسيط من الشكل (S) وفق الصيغة التالية:

$$Y= e^{(a+\frac{b}{x})}$$

وتم أعادة صياغة ثوابت المتغيرات غير الخطية وفقاً للثوابت المتعارف عليها في نماذج الانحدار الخطي البسيط حيث تصبح المعادلة من الشكل

$$Ln(y)= a+ b/x$$

حيث: y: المتغير التابع (مؤشر السوق)

x: المتغير المستقل

a : تقاطع المحور y (أي أنها قيمة عندما يكون $x=0$

b : تغير المتغير التابع y نتيجة لتغير المتغير المستقل (ميل خط الانحدار)

متغيرات الدراسة:

1- **المتغيرات المستقلة** : وتشمل أسعار صرف الليرة السورية مقابل العملات الرئيسية التالية:

	العملة	رمز المتغير	رمز العملة
1	الدولار الأمريكي	X1	USD
2	اليورو	X2	EUR
3	الجنيه الاسترليني	X3	GBP
4	الين الياباني 100	X4	JPY

2- **المتغير التابع:** مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية والذي يمثل جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية(DWX).

ثانيا: اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى:

H0 1 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار اللاخطي للتحقق من وجود علاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي ومؤشر التداول في سوق للأوراق المالية كما هو موضع في الجدول (8)

الجدول (8): تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين تقلب سعر الصرف الليرة مقابل الدولار ومؤشر التداول

البيان	(R) الارتباط	(R Square) معامل التحديد	(F) المحسوبة	(B) معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
تقلب سعر صرف الليرة أمام الدولار ومؤشر التداول	0.777	0.604	51.913	5.526	0.000

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

يوضح الجدول (8) العلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار الامريكي ومؤشر سوق دمشق للأورق المالية، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار الأمريكي ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط (0.777) عند مستوى $\alpha \leq 0.05$. وبمعامل تحديد R^2 بلغ (0.604)، أي أن ما قيمته (0.604) من التغيرات في مؤشر التداول ناتج عن التغيرات في تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار الأمريكي، كما بلغت قيمة درجة التأثير B (5.526)، وهذا يعني أن التغير بدرجة وحدة في سعر الصرف يؤدي إلى تغير قيمة المؤشر بقيمة (5.526)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيمة F المحسوبة و التي بلغت(51.913) . وهي دالة عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ وهذه يوكد عدم صحة الفرضية الأولى، وعليه ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار الأمريكي ومؤشر التداول عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

تبين وجود علاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار و مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، حيث إن التقلب في سعر الصرف يؤثر على المتعاملين في السوق المالية مما يؤدي إلى تغيرات في اتجاهات التداول وبالتالي التأثير على مؤشر السوق، الإ ان هذه العلاقة هي علاقة ضعيفة ويمكن ارجاع سبب ذلك إلى أن سعر الصرف الليرة السورية أمام الدولار الأمريكي هو أحد العوامل الكثيرة التي يمكن ان تؤثر على السوق المالية وليس هو المؤثر الرئيسي والوحيدة الذي يؤثر على السوق.

الفرضية الثانية:

H0 2 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر صرف الليرة السورية مقابل اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار اللاخطي للتحقق من وجود علاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل اليورو ومؤشر التداول في سوق للأوراق المالية كما هو موضح في الجدول (9)

الجدول(9): تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين تقلب سعر الصرف الليرة مقابل اليورو ومؤشر التداول

البيان	(R) الارتباط	(R Square) معامل التحديد	(F) المحسوبة	(B) معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
تقلب سعر صرف الليرة أمام اليورو ومؤشر التداول	0.828	0.686	74.213	5.244	0.000

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

يوضح الجدول (9) العلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر سوق دمشق للأورق المالية، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط (0.828) عند مستوى $\alpha \leq 0.05$. وبمعامل تحديد R^2 بلغ (0.686)، أي أن ما قيمته (0.686) من التغيرات في مؤشر التداول ناتج عن التغيرات في تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو، كما بلغت قيمة درجة التأثير B (5.244)، وهذا يعني أن التغير بدرجة وحدة في سعر الصرف يؤدي إلى تغير قيمة المؤشر بقيمة (5.244)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيمة F المحسوبة و التي

بلغت(73.213) . وهي دالة عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ وهذه يوكد عدم صحة الفرضية الأولى، وعليه ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر التداول عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$.

تبين من خلال نتائج التحليل السابق أن هناك علاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق وهي علاقة أقوى من سابقتها وربما يعود السبب في ذلك إلى كون أن القرار رقم 184 تاريخ 2006/1/23 الذي نص على اعتماد اليورو بدلاً من الدولار الأمريكي في جميع تعاملات القطاع العام والمشترك، وبالتالي زيادة من تأثير تقلب سعر صرف اليورو على مختلف جوانب الاقتصاد الوطني ومنها سوق دمشق للأوراق المالية.

الفرضية الثالثة:

H0 3 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر صرف الليرة السورية مقابل الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$.

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار اللاخطي للتحقق من وجود علاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول في سوق للأوراق المالية كما هو موضع في الجدول (10)

الجدول (10) :تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين سعر الصرف الليرة مقابل الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول

البيان	(R) الارتباط	(R Square) معامل التحديد	(F) المحسوبة	(B) معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
تقلب سعر صرف الليرة أمام الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول	0.784	0.615	54.209	5.576	0.000

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

يوضح الجدول (10) العلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني ومؤشر سوق دمشق للأورق المالية، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية

بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط (0.784) عند مستوى $\alpha \leq 0.05$. وبمعامل تحديد R^2 بلغ (0.615)، أي أن ما قيمته (0.615) من التغيرات في مؤشر التداول ناتج عن التغيرات في تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني، كما بلغت قيمة درجة التأثير B (5.576)، وهذا يعني أن التغير بدرجة وحدة في سعر الصرف يؤدي إلى تغير قيمة المؤشر بقيمة (5.576)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيمة F المحسوبة و التي بلغت(54.209) . وهي دالة عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ وهذه يوكد عدم صحة الفرضية الأولى، وعليه ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

أن تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني يؤثر على مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الأثر الذي يتركه هذا التقلب على قرارات المتعاملين في الأسواق المالية وبما يؤدي إلى تغير في قرارات الاستثمار التي يتخذونها، رغم كون هذا التأثير يبقى محدود ومنخفض الأثر بسبب كثرة العوامل التي يمكن أن يكون لها أثر على مؤشر التداول في السوق المالي.

الفرضية الرابعة:

H0 3 : لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر صرف الليرة السورية مقابل الين الياباني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

لاختبار هذه الفرضية تم استخدام تحليل الانحدار اللاخطي للتحقق من وجود علاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الين الياباني ومؤشر التداول في سوق للأوراق المالية كما هو موضع في الجدول (11)

الجدول (11): تحليل الانحدار اللاخطي للعلاقة بين سعر الصرف الليرة مقابل الين الياباني ومؤشر التداول

البيان	(R) الارتباط	(R Square) معامل التحديد	(F) المحسوبة	(B) معامل الانحدار	Sig مستوى الدلالة
تقلب سعر صرف الليرة أمام الين الياباني ومؤشر التداول	0.785	0.617	54.762	5.801	0.000

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

يوضح الجدول (11) العلاقة بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني ومؤشر سوق دمشق للأورق المالية، حيث أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني ومؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، إذ بلغ معامل الارتباط (0.785) عند مستوى $\alpha \leq 0.05$. وبمعامل تحديد R^2 بلغ (0.617)، أي أن ما قيمته (0.617) من التغيرات في مؤشر التداول ناتج عن التغيرات في تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني، كما بلغت قيمة درجة التأثير B (5.801)، وهذا يعني أن التغير بدرجة وحدة في سعر الصرف يؤدي إلى تغير قيمة المؤشر بقيمة (5.801)، وتؤكد معنوية هذه العلاقة قيمة F المحسوبة و التي بلغت(54.762) . وهي دالة عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ وهذه يوكد عدم صحة الفرضية الأولى، وعليه ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة التي تنص على:

وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني ومؤشر التداول عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

أن تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني يؤثر على مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الأثر الذي يتركه هذا التقلب على قرارات المتعاملين في الأسواق المالية وبما يؤدي إلى تغير في قرارات الاستثمار التي يتخذونها.

النتائج

من خلال الدراسة فإن الباحث توصل إلى النتائج التالية:

1. أن سوق دمشق للأوراق المالية بشكلها الحالي لا تمثل الإ جزء بسيط من الاقتصاد السوري حيث هناك غياب لأهم القطاعات الاقتصادية عن السوق مثل السياحة، النفط والغاز، البناء والتشيد، والاتصالات. وغيرها من القطاعات الاقتصادية .
2. يرى الباحث أن ارتفاع أو انخفاض مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية من فترة إلى أخرى، لا يعبر ولا يعكس حقيقة تطور النشاط الاقتصادي أو معدلات النمو الاقتصادية في سورية، كما أن تطور مؤشر سوق دمشق لا يمكن اعتباره مؤشراً قائداً للدلالة على اتجاهات النشاط الاقتصادي المتوقع في المستقبل.
3. ضعف الفرصة المتاحة للتنويع في سوق دمشق للأوراق المالية حيث يسيطر قطاع المصارف على الحجم الأكبر من السوق ، في ظل غياب قطاعات مهمة في الاقتصاد، مما يؤدي إلى تقليل الفرصة المتاحة لتنويع محفظة الأوراق المالية، وهذه السمة تضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار سوء للمستثمر الفرد أو المؤسسي.
4. اقتصار التداول في سوق دمشق للأوراق المالية على الأسهم في ظل غياب بقية الأوراق المالية الأخرى.
5. ضعف حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك لأسباب عدة منها الحدود السعرية الضيقة، وقلة عدد الأسهم المتداولة في السوق بالنسبة إلى ملكية الأسهم بالشركات المساهمة، منع بيع السهم في يوم الشراء نفسه. بالإضافة إلى صعف الوعي الاستثماري لدي المستثمر السوري.
6. تراجع سعر صرف الليرة السورية بشكل كبير امام باقي العملات الأجنبية الرئيسية وخاصة خلال عام 2012 وما تلاها من أعوام وذلك بسبب الأزمة التي يمر بها الاقتصاد السوري وقرارات المقاطعة والعقوبات الاقتصادية والمصرفية التي ساهمت جميعها إلى تراجع حصيلة القطع الأجنبي من تصدير السلع الرئيسية وخاصة النفط.
7. توصل الباحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار الأمريكي ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$ ويعتبر ذلك منطقياً حيث أن تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الدولار يؤدي يؤثر على قرارات واتجاهات المستثمرين في السوق المالية الإ أن تلك العلاقة كانت ضعيفة وذلك بسبب كثرة العوامل التي تؤثر على قرار الاستثمار غير التقلب في سعر الصرف لعل أهمها الأزمة التي يمر بها

الاقتصاد السوري وما افرزته من نتائج أثرت على مختلف جوانب الحياة الاقتصادية بما فيها السوق المالية.

8. توصل الباحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) ويعود تفسير ذلك إلى كون أن القرار رقم 184 تاريخ 2006/1/23 الذي نص على اعتماد اليورو بدلاً من الدولار الأمريكي في جميع تعاملات القطاع العام المشترك، وبالتالي زيادة من تأثير تقلب سعر صرف الليرة مقابل اليورو على مختلف جوانب الاقتصاد الوطني و الشركات المدرجة في السوق ليست بعيدة عن ذلك .

9. توصل الباحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

10. توصل الباحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام الين الياباني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

التوصيات

من خلال الدراسة والنتائج التي تم التوصل اليها يوصي الباحث بما يلي:

1. اتخاذ الاجراءات التي من شأنها تخفيف التقلبات في سعر الصرف حيث أن تقلب سعر صرف الليرة السورية أثر على قيم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. دعم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وذلك من خلال منحها ميزات اضافية تتيح لها تجنب التقلبات في أسعار الصرف.
3. طرح السندات التجارية للتداول في السوق وخاصة سندات التجار والمصانع التي تستخدمها في البيع الأجل.
4. طرح السندات الحكومية للتداول في البورصة وكذلك من أجل إنهاء الاعتماد على الاصدار النقدي في تمويل عجز الموازنة.
5. الاستمرار في ضبط التعامل في سوق دمشق كي لا تتحول السوق إلى فرصة للمتلاعبين في السوق مما يؤدي إلى إضعاف ثقة المستثمر في السوق.
6. دعم سعر الصرف كي يتم تثبيت سعر الصرف لان انخفاضه قد خفض حجم التداول وكذلك أدى إلى انخفاض الأسعار.
7. الاستمرار بالعمل بنظام الصرف المتبع حالياً(الربط بوحدة حقوق السحب الخاصة) حيث أن هذا النظام جنب سعر الصرف التقلبات التي تحدث في سعر صرف الدولار.

الملحق (1): نتائج اختبار فرضيات الدراسة المعتمدة

اولاً: نتائج اختبار الفرضية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

Regression

Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.777	.604	.593	.177

The independent variable is USD.

ANOVA

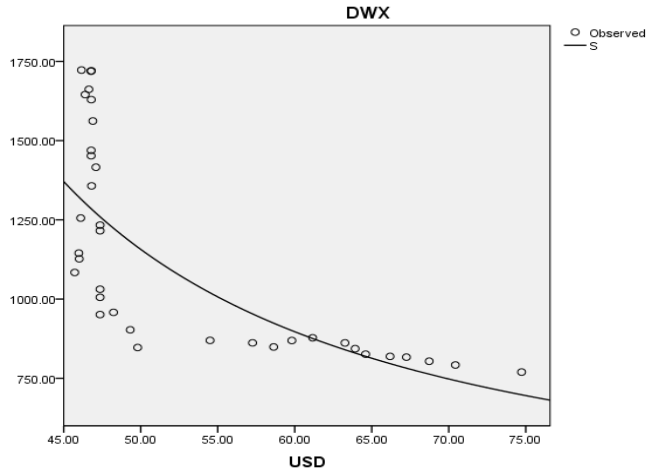
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.626	1	1.626	51.913	.000
Residual	1.065	34	.031		
Total	2.691	35			

The independent variable is USD.

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 / USD	76.355	10.597	.777	7.205	.000
(Constant)	5.526	.206		26.767	.000

The dependent variable is ln(DWX).



ثانياً: نتائج اختبار الفرضية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل اليورو ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

Regression

Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.828	.686	.677	.158

The independent variable is EUR.

ANOVA

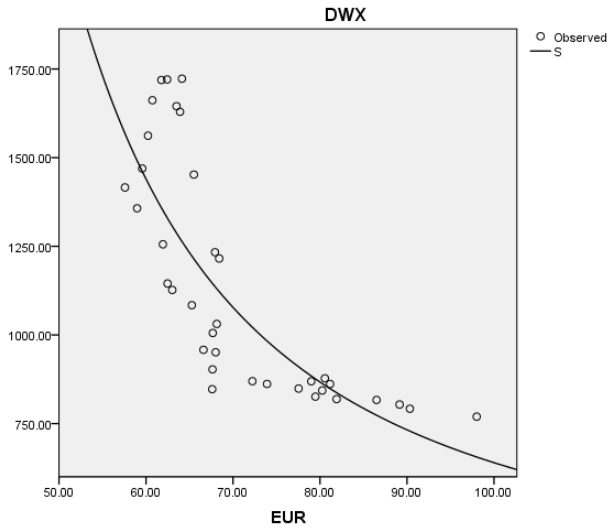
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.846	1	1.846	74.213	.000
Residual	.846	34	.025		
Total	2.691	35			

The independent variable is EUR.

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 / EUR	121.691	14.126	.828	8.615	.000
(Constant)	5.244	.205		25.538	.000

The dependent variable is ln(DWX).



ثالثا: نتائج اختبار الفرضية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الجنيه الإسترليني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$).

Regression

Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.784	.615	.603	.175

The independent variable is GBP.

ANOVA

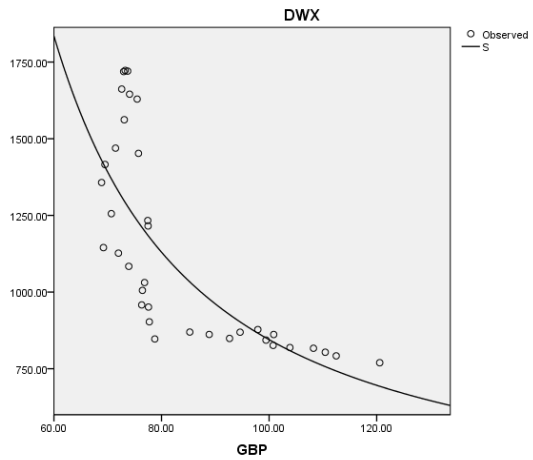
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.654	1	1.654	54.209	.000
Residual	1.037	34	.031		
Total	2.691	35			

The independent variable is GBP.

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 / GBP	116.339	15.801	.784	7.363	.000
(Constant)	5.576	.195		28.528	.000

The dependent variable is ln(DWX).



رابعاً: نتائج اختبار الفرضية: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين تقلب سعر صرف الليرة السورية مقابل الين الياباني ومؤشر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية عند مستوى معنوية $(\alpha \leq 0.05)$.

Regression

Model Summary

R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
.785	.617	.606	.174

The independent variable is JPY.

ANOVA

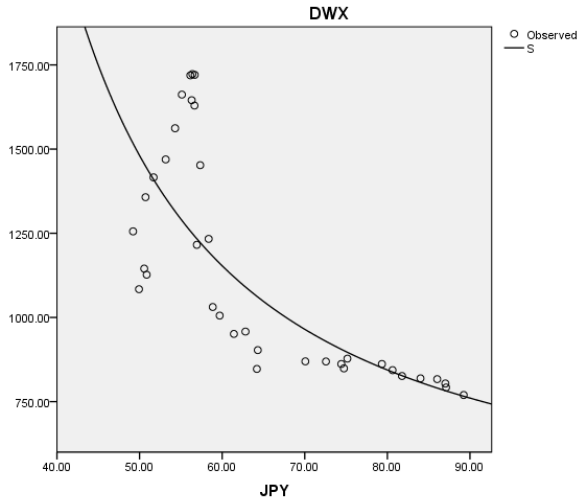
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.660	1	1.660	54.762	.000
Residual	1.031	34	.030		
Total	2.691	35			

The independent variable is JPY.

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
1 / JPY	74.962	10.130	.785	7.400	.000
(Constant)	5.801	.164		35.283	.000

The dependent variable is ln(DWX).



ملحق(2): تقلب سعر صرف الليرة السورية أمام العملات الدولار، اليورو، الجنيه، الين الياباني :

JPY	GBP	EUR	USD	
X4	X3	X2	X1	
49.93	73.91	65.27	45.71	MON1/Y2010
50.86	71.99	63.02	46.01	MON2/Y2010
50.56	69.20	62.47	45.98	MON3/Y2010
49.21	70.67	61.94	46.10	MON4/Y2010
50.72	68.86	58.98	46.81	MON5/Y2010
51.69	69.49	57.58	47.09	MON6/Y2010
53.16	71.45	59.57	46.78	MON7/Y2010
54.30	73.07	60.23	46.89	MON8/Y2010
55.12	72.60	60.74	46.63	MON9/Y2010
56.39	73.24	64.13	46.15	MON10/Y2010
56.31	74.06	63.51	46.39	MON11/Y2010
56.15	72.96	61.77	46.77	MON12/Y2010
56.68	73.70	62.43	46.79	MON1/Y2011
56.65	75.47	63.91	46.79	MON2/Y2011
57.34	75.71	65.50	46.78	MON3/Y2011
56.93	77.50	68.41	47.36	MON4/Y2011
58.36	77.44	67.93	47.36	MON5/Y2011
58.86	76.84	68.13	47.36	MON6/Y2011
59.70	76.45	67.67	47.36	MON7/Y2011
61.42	77.57	68.01	47.36	MON8/Y2011
62.82	76.32	66.61	48.23	MON9/Y2011
64.31	77.73	67.64	49.32	MON10/Y2011
64.20	78.75	67.61	49.80	MON11/Y2011
70.07	85.25	72.23	54.50	MON12/Y2011
74.42	88.86	73.91	57.26	MON1/Y2012
74.74	92.64	77.54	58.63	MON2/Y2012
72.56	94.60	78.99	59.81	MON3/Y2012
75.16	97.90	80.56	61.16	MON4/Y2012
79.34	100.85	81.16	63.26	MON5/Y2012
80.63	99.43	80.26	63.92	MON6/Y2012
81.77	100.75	79.47	64.60	MON7/Y2012
84.01	103.87	81.91	66.19	MON8/Y2012
86.03	108.24	86.50	67.25	MON9/Y2012
87.02	110.43	89.15	68.73	MON10/Y2012
87.11	112.47	90.33	70.43	MON11/Y2012
89.24	120.56	98.01	74.73	MON12/Y2012

www.banquecentrale.gov.sy

ملحق(3): تطور تداول أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية(DWX):

رقم	الشهر	رمز المؤشر	القيمة
1	MON1/Y2010	DWX	1083.95
2	MON2/Y2010	DWX	1126.84
3	MON3/Y2010	DWX	1145.05
4	MON4/Y2010	DWX	1255.58
5	MON5/Y2010	DWX	1357.21
6	MON6/Y2010	DWX	1415.93
7	MON7/Y2010	DWX	1469.27
8	MON8/Y2010	DWX	1561.91
9	MON9/Y2010	DWX	1661.77
10	MON10/Y2010	DWX	1722.64
11	MON11/Y2010	DWX	1645.28
12	MON12/Y2010	DWX	1719.04
13	MON1/Y2011	DWX	1,720.62
14	MON2/Y2011	DWX	1,629.21
15	MON3/Y2011	DWX	1,452.16
16	MON4/Y2011	DWX	1,215.66
17	MON5/Y2011	DWX	1,233.42
18	MON6/Y2011	DWX	1,031.04
19	MON7/Y2011	DWX	1,005.51
20	MON8/Y2011	DWX	951.05
21	MON9/Y2011	DWX	957.97
22	MON10/Y2011	DWX	902.89
23	MON11/Y2011	DWX	846.95
24	MON12/Y2011	DWX	869.51
25	MON1/Y2012	DWX	861.75
26	MON2/Y2012	DWX	848.82
27	MON3/Y2012	DWX	869.12
28	MON4/Y2012	DWX	877.77
29	MON5/Y2012	DWX	861.65
30	MON6/Y2012	DWX	843.38
31	MON7/Y2012	DWX	826.04
32	MON8/Y2012	DWX	819.03
33	MON9/Y2012	DWX	816.75
34	MON10/Y2012	DWX	803.85
35	MON11/Y2012	DWX	792
36	MON12/Y2012	DWX	769.6

www.dse.sy

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية:

1. الحمزاوي ، محمد كمال، سوق الصرف الأجنبي ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2004 .
2. أل شبيب ، دريد كامل، المالية الدولية ، دار اليازوي، عمان ، الطبعة الأولي ، 2011 .
3. العباس بلقاسم ، سياسات أسعار الصرف ، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت ، العدد 23 نوفمبر 2003 ، السنة الثانية .
4. سيى بول هالوود ،رونالد ماكدونالد ، ترجمة محمود حسن حسنى ،النقود والتمويل الدولي، دار المريخ ، السعودية ، 2007 .
5. قدري ، عبد المجيد ، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003 .
6. الحسني، عرفان تقي ، التمويل الدولي ، دار مجدلاوي، عمان ، 2003 .
7. الغالبي ، عبد الحسين ، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية ، دار صفاء للنشر ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ،2011.
8. مطوق ، ليلى ،تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة في دول عربية مختارة للمدة(1984-2006)،رسالة ماجستير .
9. العصار ، رشاد ، المالية الدولية، دار الميسرة للنشر ، عمان ، الأردن ، 2000.
10. المفلح ، هزاع ، التمويل الدولي ، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية ، حلب ، 2007 .
11. حشيش ، أحمد عادل ، أساسيات الاقتصاد الدولي ،منشورات الحلبي الحقوقية ، لبنان ، 2003 .
12. خلف ، فليح، التمويل الدولي ، الوراق للنشر ، عمان الأردن ، 2004 .
13. - خصاونة ، صالح ،مبادئ الاقتصاد الكلي ،المؤسسة الصحفية الأردنية ،عمان ،ط 2 ، 2000.
14. حجار، بسام ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، بيروت، 2003 .
15. حشيش ، أحمد عادل ، و شهاب، مجدي ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، دار الجامعية الجديدة ، بيروت ، 2005 .
16. - بيتر ، كريك ، الدفاع عن أسعار الصرف المعومة ، مجلة التمويل والتنمية ، تموز 1989.
17. - حشيش ، عادل ، أساسيات الاقتصاد الدولي ، دار الجامعة للنشر ، القاهرة ، 1998.
18. صندوق النقد العربي ، التقرير العربي الموحد ، أيلول 2008.

19.صادق ، علي توفيق ، السياسات النقدية في الدول العربية، معهد الدراسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي ، سلسلة بحوث ومناقشات ،حلقات العمل، أبو ظبي ، العدد 2 ، 1996.

20.بيتر، ج ، كويرك ، أنظمة سعر الصرف ودورها في مكافحة التضخم ، مجلة التمويل والتنمية ، مجلد 33 ، العدد 1 ،1996.

21.بكري، كامل، التمويل الدولي، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1994.

22.الخضري ، محسن أحمد ،الاقتصاد العالمي والدولار ، دار هلا للنشر ،مصر، الطبعة الأولى ، 2008

23. الدعمي ،عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، دار صفاء للنشر ، عمان ،الاردن، الطبعة الاولى ، 2010

24.ابو عمر، واثق حمد، محفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية، دار رضا للنشر، دمشق، سورية، 2003،ط1

25.الدسوقي، إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000

26.العربيد، عصام فهد، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، دار الرضا للنشر ،دمشق، سورية،ط2، 2008

27.الحناوي، محمد صالح، بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية ،الاسكندرية، مصر، 2005

28.التميمي، ارشيد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، الاردن، 2010

29.كافي، مصطفي يوسف، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان ، دمشق، ط1 ، 2009

30.سلام، أسامة عزمي، و أرشد فؤاد التميمي، الاستثمار في الأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر، عمان، 2004.

31.الداغر ، محمود، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر، رام الله، ط1، 2005.

32.مسعود، منيرة مسعود، الأطر التنظيمية والتشريعية لأسواق الأوراق المالية، رسالة ماجستير 2002.

33.اندراوس، عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندارية،2006.

34.خلف، فليح حسن، الأسواق المالية، جدارا للكتاب العلمي، عمان، الأردن، 2006.

35.هندي، منير، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 1993.

36.كنعان ،علي، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، 2009.

37.. عبد القادر، متولي السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر، عمان، ط1، 2010.

38.حنفي، عبد الغفار، رسمية قرياقص، الأسواق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2005.

39.قرياقص، رسمية، الأسواق المالية، كلية التجارة ،جامعة الإسكندرية، مصر، 1997 .

40.علي، عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1 ، 2004.

41.عبد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، ط1، 2010.

42.رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات، دار النشر للجمعات، القاهرة، مصر، 2009.

43.السيسي، صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، ط1، 1998.

44. قرياقص، رسمية، منير هندي، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997،

45. الزعبي، بشير، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 2، 2002.

المراجع باللغة الانكليزية:

1- Eiteman David k , Stone hill Arthur, Business Finance, Pearson Addison Wesley, USA, 2004.

2- Bishop Paul, Dixon Don, Foreign exchange Handbook, managing risk and opportunity in global currency market 1,Mc Graw- Hill,USA.1992

.

3- Frederic S.Mishkin, The Economics of Money, Banking and Financial markets, Seventh Edition , Addison –Wesley, U.S.A, 2004

4-Ross Levine & Sara Zervos, Capital liberalization and stock market development, the W.B. Policy search, working paper, Washington, 1996

5- Wang, Peijie , the Economics of foreign exchange and global finance, Springer ,Germany, 2005,p11

6- Shaun Ic.Roache& Mathew D.Merrih, Currency Risk Premiain Global Stock Market, MIF, working paper, 2006.

Abstract

This study aims to test the Syrian pound exchange rate fluctuations on the share holding companies listed on the Damascus securities exchange which come to 22 companies.

The four major currencies that compose the basket of currencies were chosen to determine the Syrian pound exchange rate against other currencies .

This study has covered the monthly data of the time period extending from 1-1-2010 up to 31/12/2016.

The results of this study had showed that there is a statistically significant relationship between the price of shares of listed companies in the Damascus securities exchange represented its index and the price of Syrian pound exchange rate against the currencies of the countries under study. However this relationship was weak , and the rate of the Syrian pound exchange against these currencies didn't have a big impact on the market index. And the reason of that can be traced the impact of a number of factors on the price of the shares of companies listed in Damascus securities exchange .

Keywords: exchange rate**,** Damascus securities exchange**,** Financial market

1437 I / 2016 B

Damascus university

Faculty of Economics

Department of Banking and insurance

The impact of exchange rate fluctuations in the financial markets

(Analytical study of the Damascus Securities Exchange)

This research was submitted in partial fulfillment of the requirements of the degree of master of banking and insurance

Submitted by

Motaz Bellah Mido

Supervised by

Dr: Ali Kanaan

Damascus – Syrian Arab Republic – 2016