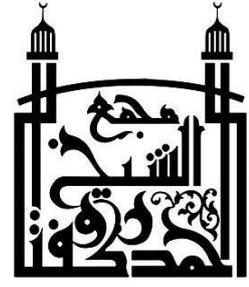




جامعة دمشق
لِلْعُلُومِ الشَّرْعِيَّةِ
مَجْمَعُ الشَّيْخِ أَحْمَدَ كُتَّارٍ
كَلِيَّةُ الشَّرِيعَةِ وَالْقَانُونِ



قسم الاقتصاد الإسلامي
شعبة المالية والمصارف

أثر التضخم على الأسعار السوقية للأسهم في المصارف

دراسة حالة أسهم بعض المصارف التجارية والإسلامية

المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

بحث علمي أعد لنيل درجة الإجازة في الاقتصاد

إعداد الطالبة: ميساء المسوتي

إشراف الدكتور: حسين قبلان

2018-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

((قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ))¹

سُبْحَانَ اللَّهِ الْعَظِيمِ

¹ الآية 32 من سورة البقرة.

الإهداء

إلى والدي الكريمين أمي وأبي اللذين قالَ ربُّ العزة في حقهما:

"و بِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا"¹

إلى من كان لي سنداً ومرشداً، إلى الرجل العظيم الذي رباني على حب العلم ومكارم الأخلاق، إلى من كرس جهده وسعى في هذه الدنيا وتحمل صعوبة الحياة من أجل راحتي وتعليمي، ومنحني الثقة وعزة النفس.

أبي الغالي حفظه الله وبارك لنا فيه.

إلى قرة عيني ونبع المحبة والحنان وسر نجاحي وتفوقي، من أعطتني الأمل في هذه الحياة وكانت صديقةً ومرشدةً لي، إلى الحزن الدافئ الذي غمرني عطفاً وحناناً.

أمي الغالية حفظها الله وبارك لنا فيها.

إلى أخي وسندي، من كان صديقاً لي.

أخي سمير.

إلى مدلتي سر ابتسامتي وسعادتي.

أختي غنى.

إلى أصدقاء دربي وأخوتي اللواتي لم تلدهم أمي، من لا تحلو حياتي إلا بهم وبرفقتهم.

ربا، بتول.

إلى أصدقائي في الجامعة من أمضيت معهم أحلى أيام عمري.

إيمان، داليا، راما، رتيبة، رغد، هبة، آلاء.

إلى هؤلاء جميعاً أهدي ثمرة هذا العمل.

¹ الآية 23 من سورة الإسراء

شكر وتقدير

بداية لا يسعني في هذا المقام إلا أن أحمدهم الله حمداً كثيراً طيباً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه على أن وفقني لإتمام هذا العمل المتواضع، فهو ولي التوفيق والسداد.

ومن باب الاعتراف بالجميل ومن باب قوله صلى الله عليه وسلم: "من لا يشكر الناس لا يشكر الله" أتقدم بالشكر الجزيل وعظيم الامتنان والعرفان إلى:

- الدكتور حسين قبلان، الذي أكرمني بقبوله الإشراف على هذا البحث، وعلى نصائحه وإرشاداته القيمة التي قدمها لي، وعلى متابعتها وتحفيزه لي.

- الدكتور أحمد فايز الطباع، الذي قدم لنا الفائدة والدعم من عطائه المتميز وخبرته الواسعة.

- الدكتور راتب البلخي، الذي علمنا العمل على برنامج الإكسل، وغيره من البرنامج الإحصائية.

- وإلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا البحث.

وأدعوا الله تعالى أن يبارك بهم ويزيدهم علماً وقدرًا.

ملخص البحث

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة وخلال الأزمة كأحد البنوك التجارية، ولأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل وخلال الأزمة كأحد البنوك الإسلامية، وذلك خلال الفترة (2008-2015م).

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم الاعتماد على الدراسات السابقة والإطار النظري، وعلى البيانات الشهرية للأسعار السوقية للبنوك والمنشورة في موقع سوق دمشق للأوراق المالية، وبيانات التضخم الشهرية والمنشورة في موقع المكتب المركزي للإحصاء.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها:

- عدم وجود علاقة ذو دلالة إحصائية للتضخم على الأسعار السوقية لكل من أسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي وبنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم على الأسعار السوقية لكل من أسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي وبنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة.

وعلى ضوء النتائج المستخلصة عرضت هذه الدراسة مجموعة من التوصيات، موجهة إلى الباحثين المستقبليين وإدارة الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وإلى إدارة السوق.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
ب	الإهداء
ت	الشكر والتقدير
ث	ملخص البحث
ج	قائمة المحتويات
د	قائمة الجداول
ذ	قائمة الأشكال
ر	قائمة الملاحق
1	الإطار التمهيدي:
2	المقدمة
2	مشكلة الدراسة
3	أهمية الدراسة
3	أهداف الدراسة
3	فرضيات الدراسة
4	منهجية الدراسة
4	مجتمع وعينة الدراسة
4	حدود الدراسة
4	الدراسات السابقة
8	الاختلاف عن الدراسات السابقة
9	الإطار النظري:
9	الفصل الأول: الأسواق المالية والمصارف
10	المبحث الأول:
10	تمهيد
10	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأنواعها.
10	مفهوم الأسواق المالية
11	أنواع الأسواق المالية
13	المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية وأهميتها.
13	وظائف الأسواق المالية
14	أهمية الأسواق المالية
15	المبحث الثاني:
15	تمهيد
15	المطلب الأول: مفهوم المصارف التجارية ونشأتها.

15	مفهوم المصارف التجارية
16	نشأة المصارف التجارية وتطورها
17	المطلب الثاني: مفهوم المصارف الإسلامية ونشأتها وخصائصها، وأهم صيغ التمويل فيها.
17	مفهوم المصارف الإسلامية
17	نشأة المصارف الإسلامية
20	خصائص المصارف الإسلامية
21	أهم صيغ التمويل في المصارف الإسلامية
23	المطلب الثالث:
23	أهم الفروقات الجوهرية بين المصارف التقليدية والإسلامية
25	الفصل الثاني: الأسهم وقيمتها السوقية، والتضخم
26	المبحث الأول:
26	تمهيد
26	المطلب الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها.
27	مفهوم الأسهم
27	خصائص الأسهم
28	المطلب الثاني:
28	أنواع الأسهم
31	قيم الأسهم
32	المطلب الثالث:
32	العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم
35	المبحث الثاني:
35	تمهيد
35	المطلب الأول: مفهوم التضخم وأنواعه
35	مفهوم التضخم
36	أنواع التضخم
39	المطلب الثاني: أسباب وأثار التضخم
39	أسباب التضخم
40	أثار التضخم
41	المطلب الثالث: معالجة ظاهرة التضخم
41	معالجة ظاهرة التضخم اعتماداً على السياسة النقدية
43	معالجة ظاهرة التضخم اعتماداً على السياسة المالية
43	الأسهم كوسيلة تحوط ضد مخاطر التضخم
45	الإطار العملي:
46	المطلب الأول: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية
46	تأسيس سوق دمشق للأوراق المالية
47	الأوراق المالية المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية
49	المطلب الثاني: لمحة عن التضخم في سوريا

52	المطلب الثالث: دراسة حالة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي
52	معلومات عن بنك بيمو السعودي الفرنسي
52	تطور سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي (2008- 2015)
54	اختبار الفرضيات (الفرضية الأولى والثانية)
57	المطلب الرابع: دراسة حالة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي
57	معلومات عن بنك سورية الدولي الإسلامي
58	تطور سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي (2008- 2015)
59	اختبار الفرضيات (الفرضية الثالثة والرابعة)
63	النتائج
64	التوصيات
65	الخاتمة
66	المراجع

قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
23-24	جدول مقارنة بين المصارف التجارية والإسلامية	1
30-29	جدول مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	2
48-49	جدول بالشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية	3
50	المتوسط السنوي للتضخم خلال الفترة (2008-2015م)	4
52	تطور سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الفترة (2008-2015م)	5
54	جدول معامل الارتباط للانحدار الخطي البسيط للفرضية (1)	6
54	جدول تحليل التباين واختبار النموذج للفرضية (1)	7
55	جدول اختبار معنوية معامل الانحدار البسيط للفرضية (1)	8
56	جدول معامل الارتباط للانحدار الخطي البسيط للفرضية (2)	9
56	جدول تحليل التباين واختبار النموذج للفرضية (2)	10
57	جدول اختبار معنوية معامل الانحدار البسيط للفرضية (2)	11
58	تطور سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الفترة (2008-2015م)	12
59	جدول معامل الارتباط للانحدار الخطي البسيط للفرضية (3)	13
60	جدول تحليل التباين واختبار النموذج للفرضية (3)	14
60	جدول اختبار معنوية معامل الانحدار البسيط للفرضية (3)	15
61	جدول معامل الارتباط للانحدار الخطي البسيط للفرضية (4)	16
62	جدول تحليل التباين واختبار النموذج للفرضية (4)	17
62	جدول اختبار معنوية معامل الانحدار البسيط للفرضية (4)	18

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
12	أنواع الأسواق المالية	1
47	هيكل السوق المالي السوري	2
51	التغير في معدل التضخم خلال الفترة 2008-2015م	3
53	تطور سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي من عام 2008 إلى عام 2015م	4
59	تطور سعر سهم سوريا الدولي الإسلامي من عام 2008 إلى عام 2015م	5

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	العنوان	رقم الملحق
68	بيانات التضخم الشهرية خلال الفترة 2008-2015م	1
69	بيانات أسعار سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة	2
70	بيانات أسعار سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة	3
71	بيانات أسعار سهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة	4
72	بيانات أسعار سهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة	5

الإطار المنهجي

المقدمة:

شهدت أسواق رأس المال تطوراً كبيراً في القرن الأخير، وازدادت أهميتها جداً في الحياة الاقتصادية في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء، لهذا كان لا بد من دراسة أسواق رأس المال، وخاصةً منها أسواق الأسهم لمعرفة طبيعة حركة الأسعار وتحديد العوامل المؤثرة عليها وصولاً إلى فهم أعمق لعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها بالفروع الأخرى للاقتصاد.

وعلى الرغم من العدد الكبير من الدراسات التي قام بها المفكرون، إلا أنه لا يمكن الحديث عن نظرية اقتصادية نهائية تعالج مشكلات سوق الأسهم وتفسر حركة الأسعار فيها، وفي هذا البحث تم اختيار دراسة ظاهرة التضخم كأحد العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، لأنها أحد أهم المشكلات التي تواجهها معظم اقتصاديات الدول، وتعد ظاهرة التضخم نقطة جدل وموضوع اهتمام كبير لدى الكثير من المنظمات والدول، وقد عانت سوريا من هذه الظاهرة التي أخذت تتفاقم بشكل ملحوظ خلال الأزمة التي مرت بها عام 2011م حيث تضاعفت أسعار جميع السلع والخدمات، وبذلك كان لهذه الظاهرة أن تفرض أوزارها أيضاً على الأسعار السوقية لأسهم جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ومنها أسعار أسهم المصارف الإسلامية والتجارية.

مشكلة الدراسة:

إن ارتفاع المستوى العام للأسعار يخلق حالة من اللايقين ويزيد من مخاطر الاستثمار في الأصول المالية، إذ إن ارتفاع معدلات التضخم تؤدي إلى ارتفاع المبيعات من الأسهم لإن الاستثمار في السهم هو أحد وسائل الحماية والتحوط من مخاطر انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد، مما يدفع بأسعار الأسهم في السوق المالية نحو الارتفاع، ولكن قد ينعكس هذا الارتفاع غير المتوقع سلباً على أسعار الأسهم.

ومن هنا يطرح البحث التساؤلات التالية:

-هل يوجد علاقة بين التضخم من جهة وأسعار أسهم المصارف التجارية والإسلامية من جهة أخرى.

-خلال الأزمة الراهنة التي تعيشها سورية هل ساهم التضخم في ارتفاع أسعار الأسهم في المصارف التجارية والإسلامية.

أهمية الدراسة:

إن سوق الأوراق المالية هو المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي المالي الحقيقي، ومن العوامل المؤثرة على استقرار السوق المالي ظاهرة التضخم لذا تتبع أهمية الدراسة من خلال ما يلي:
-دراسة وتحليل العلاقة النظرية بين التضخم وأسعار أسهم المصارف التجارية والإسلامية المدرجة بسوق دمشق للأوراق المالية.

أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط الآتية:
- التعريف بالأسواق المالية، والمصارف التجارية (التقليدية) والإسلامية.
 - التعريف بالأسهم وقيمها، والتركيز على القيمة السوقية للأسهم والعوامل التي تؤثر عليها.
 - التعرف على ظاهرة التضخم.
 - دراسة أثر التضخم على الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية والإسلامية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 2008-2011م أي قبل الأزمة التي حدثت في سورية.
 - دراسة أثر التضخم على الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية والإسلامية خلال الأزمة وذلك من عام 2012م إلى عام 2015م.
 - مقارنة أثر التضخم على الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية والإسلامية قبل وبعد الأزمة.

فرضيات الدراسة:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة.
- الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية خلال الأزمة.
- الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف الإسلامية قبل الأزمة.

- الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف الإسلامية خلال الأزمة.

منهجية الدراسة:

اعتمدت الباحثة في هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي الإحصائي وذلك باستخدام أساليب التحليل المختلفة.

مجتمع وعينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من بنكين مدرجين في بورصة دمشق، أحدهم بنك تجاري وهو بنك بيمو السعودي الفرنسي، والآخر بنك إسلامي وهو بنك سوريا الدولي الإسلامي.

حدود الدراسة:

-الحدود الزمانية: تم تنفيذ هذه الدراسة من سنة 2008م إلى سنة 2015م.

-الحدود المكانية: طبقت هذه الدراسة على بنكين مدرجين في سوق دمشق للأوراق المالية، هما بنك بيمو السعودي الفرنسي، وبنك سوريا الدولي الإسلامي.

الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى:

(حاتم أحمد عديلة) 2014م، عنوان الدراسة: تقدير العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية النقدية وأسعار الأسهم في سوق دبي للأوراق المالية.

وقد اشتملت هذه الدراسة على الفترة الممتدة بين 2010-2013 تهدف هذه الدراسة إلى بحث العلاقة الطويلة الأجل بين كل من أسعار النفط، وعرض النقود، والتضخم وبين أسعار الأسهم بسوق دبي المالي، وقد ذكر الكاتب أن أغلب الدراسات تهتم بالعلاقة بين كل من التضخم، وعرض النقود وبين سوق الأسهم حيث يختلف تأثير التضخم في سوق الأسهم وفقاً لفرضية فيشر أو فرضية فاما.

وقد وصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن التضخم غير معنوي من حيث التأثير في أسعار الأسهم في سوق دبي المالي، وأن إشارة معامل التضخم تشير بصورة مبدئية إلى أن سوق

دبي يتفق مع فرضية فاما حيث يؤدي ارتفاع التضخم إلى انخفاض معدل العائد الحقيقي على رأس المال، حيث تزيد أرباح الشركات بنسبة أقل من ارتفاع الأسعار، ويؤدي ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم ويشير ذلك إلى أن الشركات في سوق دبي المالي تعمل في أسواق غير احتكارية وأن الدولة تدعم التنافسية في الاقتصاد.

الدراسة الثانية:

(شهرزاد حوبي) 2016م، عنوان الدراسة: أثر التضخم على عوائد الأسهم حالة بورصة السعودية وذلك للفترة 2015-2012 وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير التضخم على عوائد الأسهم وطبيعة العلاقة التي تربط بينهما في القطاعات المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) وقد شملت هذه الدراسة على المتغيرات الشهرية لمعدلات التضخم وعوائد الأسهم من 480 قطاعا مدرجا في بورصة السعودية.

وعلى هذا فقد طرح الباحث مجموعة من التساؤلات هي:

- 1- ماهي طبيعة العلاقة التي تؤثر بين التضخم وعوائد الأسهم؟
- 2- هل توجد علاقة طويلة المدى بين معدل التضخم وعوائد الأسهم في بورصة السعودية؟
- 3- هل توجد علاقة سببية للتضخم وعوائد الأسهم في بورصة السعودية؟

وقد توصل الباحث إلى نتائج عدة منها:

- تختلف النظريات المفسرة لأثر التضخم على عوائد الأسهم باختلاف المدارس.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التضخم وعوائد الأسهم أي ليست لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05.
- أظهرت نتائج اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين معدل التضخم وعوائد الأسهم لدى عينة من القطاعات المدروسة.
- أشارت نتائج اختبارات السببية إلى عدم وجود علاقة سببية ذات اتجاهين، بين التضخم وعوائد الأسهم وهو يتوافق مع بعض النظريات.

أما توصيات الدراسة في كالاتي:

- يجب أن تأخذ كل قطاعات بورصة السعودية بعين الاعتبار لأنه يؤثر على عائد الأسهم تأثيراً سلبياً.
- قيام الشركات السعودية التي لا تقوم بتوزيع الأرباح بتبني سياسة توزيع الأرباح، والعمل على زيادة نسبة التوزيع.
- توصي بإجراء هذا الاختبار لعينة من الشركات لكل قطاع من القطاعات.

أيضاً كان لهذه الدراسة آفاق توصل إليها من النتائج والفرضيات: كإجراء دراسات حول العوامل المؤثرة على عائد السهم، القيام بدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم باستعمال تحليل المعطيات، ودراسة قياسية لأثر التضخم على عوائد الأسهم في البلدان العربية.

الدراسة الثالثة:

(محمود صالح عطية) 2012م، عنوان الدراسة: تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق.

يهدف البحث إلى إعطاء فكرة شاملة عن أهم الأسباب الموضوعية التي تؤثر على حركة الأسهم والسندات صعوداً ونزولاً في سوق الأوراق المالية، ومن ثم تكون منطلقاً لمعرفة تأثيرات هذه الأسباب على سوق العراق للأوراق المالية.

لقد أشار الباحث إلى أنه عوامل ذاتية وعوامل موضوعية تلعب دوراً محورياً في تقلبات أسعار الأسهم.

وتناول الباحث في بحثه تأثيرات العوامل الموضوعية (الخارجية) على الأسواق المالية، وهي عرض النقود وسعر الفائدة وسعر الصرف والتضخم والأزمات المالية والاقتصادية.

ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحث:

- تؤثر العوامل الموضوعية بشكل مباشر وغير مباشر في أداء السوق المالية ولكن هذا التأثير متباين بين كل من عرض النقود وسعر الصرف والنشاط الاقتصادي بشكل إيجابي في سوق الأوراق المالية ويكون كل من سعر الفائدة والأزمات المالية والاقتصادية تأثيراتها السلبية.

- وتوصل أن السياسة النقدية للبنك المركزي في خفض سعر الفائدة وخفض سعر صرف الدينار العراقي والذي أدى إلى خفض معدل التضخم الذي كان له المردود الإيجابي على مؤشر سوق العراق للأوراق المالية.

توصيات الدراسة:

- ضرورة إنشاء مراكز استشارية نشطة وفعالة داخل السوق المالية تتيح للمستثمرين الاطلاع على المعلومات الوافرة والكاملة عن الشركات المدرجة في السوق، وما الإجراءات التي تقوم بها السياسية النقدية والبنك المركزي بالتحديد.
- لا بد من القيام بإجراءات تقييمه تقوم بها السلطات النقدية لتبيان المنافع والتأثيرات السلبية لقرارات السياسة النقدية على أداء الأسواق المالية.
- التفكير الجدي من قبل السلطة التنفيذية للقيام بالإصلاح المالي وإعادة هيكلة المصارف بما يتلاءم ومتطلبات عصر العولمة.
- إصدار القواعد والضوابط والقوانين اللازمة لتنظيم ورقابة سوق العرق للأوراق المالية ومراقبة حالات الغش والتلاعب والخداع التي يمارسها عدد من السماسرة وكبار المستثمرين على حساب باقي المتعاملين في السوق.
- العمل على دعم كل الإجراءات الفنية المرتبطة بسوق العراق للأوراق المالية ورفع مستوى الإفصاح المحلي، وزيادة الشفافية فيما يتصل بالبيانات الخاصة بأداء الجهات المصدرة للأوراق المالية.

الدراسة الرابعة:

(أحمد بتال، سراب مطر) 2016م، عنوان الدراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم في قطاعات سوق العراق للأوراق المالية، تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة: 2005-2015م، وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التضخم على عوائد الأسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية باستخدام البيانات الشهرية للمدة 2005-2015م. أهم الاستنتاجات:

- ارتفاع مؤشرات التداول في سوق العراق للأوراق المالية بعد تطبيق نظام التداول الإلكتروني عام 2009م، من خلال زيادة عدد جلسات التداول وكذلك ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال مدة الدراسة.
- تذبذب معدلات التضخم للمدة 2005-2015م.
- أظهرت نتائج التحليل القياسي وجود علاقة أثر عكسية بين التضخم وعوائد أسهم كل من (القطاع المصرفي، قطاع التأمين، قطاع الاستثمار، القطاع السياحي) حسب اختبار ARDL، وهناك توازن طويل الأجل بين التضخم وعوائد أسهم القطاع المصرفي للمدة (2005-2015) ما يعني أن هنالك علاقة عكسية بين التضخم وعوائد أسهم قطاعات سوق العراق للأوراق المالية) وهذه النتيجة تؤكد أن الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية ليست أداة تحوط جيدة ضد التضخم.

أهم التوصيات:

- توسيع قاعدة سوق العراق للأوراق المالية بإدخال قطاعات جديدة إلى السوق المالي مثل القطاع الصحي الأهلي أو القطاع التعليمي وشركات الخطوط الجوية، وهذا سوف يساهم بزيادة رأس مال السوق المالي وزيادة الاستثمارات الوطنية.
- فرض غرامات مالية على الشركات التي لا تلتزم بمتطلبات شروط الإدراج وتعليمات هيئة الأوراق المالية إذ يؤدي عد الالتزام إلى شطب هذه الشركات، وذلك بهدف المساهمة في الحد من تلك الممارسات التي تؤثر على مؤشرات السوق المالي.

الاختلاف عن الدراسات السابقة:

ركزت الدراسة السابقة إما على دراسة أثر التضخم على عوائد الأسهم، أو على دراسة أثر الكثير من المتغيرات (كنسبة توزيع الأرباح أو السيولة أو الربحية أو عرض النقود أو أسعار النفط.....) على أسعار الأسهم، بينما ركزت الدراسة الحالية على دراسة أثر التضخم على الأسعار السوقية لأسهم المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وخلال الأزمة.

خطة البحث:

- ❖ الإطار التمهيدي للبحث
- ❖ الإطار النظري للبحث وفيه فصلين:
 - الفصل الأول: الأسواق المالية والمصارف.
 - المبحث الأول: الأسواق المالية والمصارف.
 - المبحث الثاني: المصارف التجارية ونشأتها، والمصارف الإسلامية ونشأتها وخصائصها وأهم صيغ التمويل فيها، وأهم الفروقات الجوهرية بين المصارف التجارية والإسلامية.
 - الفصل الثاني: الأسهم وقيمتها السوقية، والتضخم.
 - المبحث الأول: مفهوم السهم وخصائصه، وأنواع وقيم الأسهم، والعوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.
 - المبحث الثاني: مفهوم التضخم وأنواعه، وأسبابه وآثاره، ومعالجة ظاهرة التضخم.
- ❖ الإطار العملي للبحث.
- ❖ الخاتمة

الإطار النظري

الفصل الأول

الأسواق المالية والمصارف

المبحث الأول: مفهوم الأسواق المالية وأنواعها ووظائفها.

تمهيد:

يعد سوق المال أداة تمويلية هامة جداً، حيث يجمع بين المتعاملين أصحاب الفوائض "المدخرين" المالية وأولئك الذين يعانون من العجز "المستثمرين"، ولذلك وعلى الرغم من كون سوق المال يعد مفهوماً حديثاً نوعاً ما مقارنة بأسواق باقي المنتجات، إلا إنه عرف تطورات هائلة من حيث التنظيم، الأنواع أو وسائل وأليات العمل، أو من حيث القواعد والتشريعات التي يتم العمل بها داخل هذا السوق بهدف تشجيع وطلب المتعاملين لهذا النوع من الأسواق، فالأسواق المالية بشكل عام تمثل انعكاساً لتطور ونمو اقتصاد الدولة فالإقتصاد الجيد يحقق سوق مال جيد والعكس صحيح، ونشاهد هذه العلاقة على بورصات الدول المتقدمة والنامية ففي الدول النامية تسمى أسواق مالية ناشئة ويكون عدد الشركات المساهمة فيها قليلاً وحجم رؤوس الأموال قليل أيضاً، بينما في الدول المتقدمة يكون عدد الشركات فيها كبيراً ورؤوس الأموال كبيرة.

لمطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية وأنواعها:

أولاً: مفهوم الأسواق المالية:

يوجد العديد من التعاريف للأسواق المالية:

تعريف أول: السوق المالية: " هي السوق التي يتم فيها تداول (بيع وشراء) الأصول المالية كالأسهم والسندات وغيرها"¹

تعريف ثاني: " الأسواق المالية تعمل غيرها من الأسواق على تلبية حاجة المستثمرين فيها من خلال العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض (من يملكون المال) إلى وحدات العجز (من يريدون تمويل للأموال) مقابل أوراق مالية معينة، ويشترك في هذه السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات ضمن إجراءات خاصة تنظم عملهم"²

¹ موصللي، سليمان، وغيره، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م، ص13.
² سوق دمشق للأوراق المالية، المدخل إلى الأسواق المالية، ص2.

تعريف ثالث: " هو سوق، لكنه سوق من نوع خاص تحكمه قواعد خاصة وتداول فيه منتجات ذات طبيعة خاصة، في مكان معين وفي فترات محددة وفق نظام معين يحكمها وينظم عملها"¹.

ونلاحظ أن الاختلاف في تعريفها ليس في جوهر عمل الأسواق المالية فالأساس واحد، وإنما يكمن الاختلاف في الزاوية التي ينظر من خلالها لسوق المال.

وتعتبر الأسواق المالية العمود الفقري لأي استثمار بل هي دورة الدم المتجددة واللازمة لضمان استمرار الحياة في الاقتصاد فهي وسيط مهم بين المستثمرين والمدخرين.

ثانياً: أنواع الأسواق المالية.

إن التنوع في تصنيفات الأسواق المالية يسهم في تلبية الحاجات المختلفة للمستثمرين وبالتالي يمكن تصنيف الأسواق المالية من خلال عدد من المعايير أو الخصائص الرئيسية لها، سواء من حيث مكان التداول أو حسب الإصدار أو حسب تاريخ الاستحقاق.²

* حسب جهة الأجل (تاريخ الاستحقاق):

- سوق النقد (money market): هي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وعادة تكون تواريخ استحقاقها أقل من سنة ويكون الهدف منها توفير السيولة.

- سوق رأس المال (capital market): وهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، والتي يتجاوز تاريخ استحقاقها العام.

* حسب الإصدار:

ينبغي التمييز بين الصفقات التي تتم في السوق الأولية والتي تتم في السوق الثانوية، سواء في أسواق النقد أو أسواق رأس المال.

- فالسوق الأولية (primary market): هي السوق التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة من قبل المؤسسات من أجل تمويل مشروعاتها.

- والسوق الثانوية: يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة سلفاً مما يسهل انتقال الملكية بين المستثمرين.

¹ لطرش، سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة دكتوراة، قسنطينة، جامعة منتوري، 2009م، ص21.

² انظر * موصللي، سليمان، وغيره، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م، ص22-23.

* الحوراني، أكرم محمود، وغيره، النقود والمصارف، جامعة دمشق، 2010، ص208-210.

أي أن الأسواق الأولية تنقل الأموال إلى المصدر الأولي للأوراق المالية وهي الشركات أما السوق الثانوية فلا توصلها إلى الشركات، لذلك فإن إصدار أسهم أو أدونات خزانة هو صفقة سوق أولية أما بيع أوراق مالية مصدرة سلفاً فهو صفقة سوق ثانوية بين مستثمر وآخر.

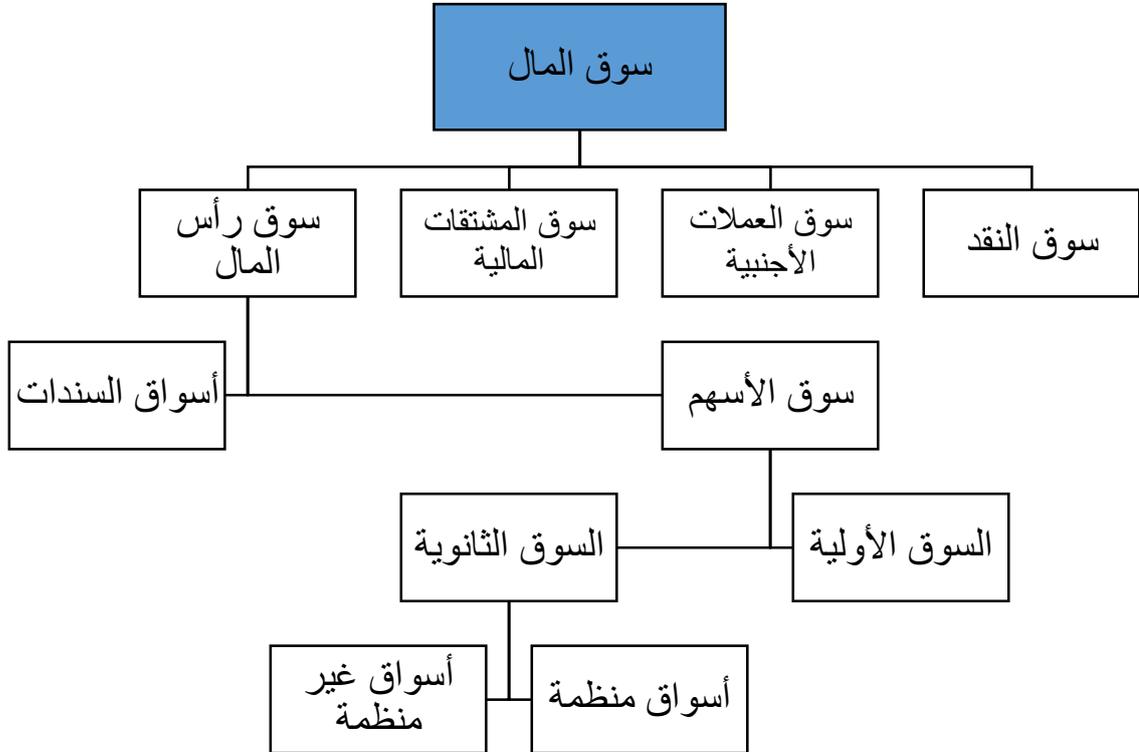
*حسب مكان التداول:

-الأسواق المنظمة (البورصة، stock): يوجد فيها قاعة لتداول الأوراق المالية، تخضع الشركات المدرجة فيها لقواعد إدراج صارمة، وتتقاضى إدارة البورصة عمولة إدراج للشركات الراغبة في الإدراج في السوق ويعتمد هذا مبلغ هذه العمولة على حجم الشركة، أيضاً ينبغي على السماسرة شراء مقعد لهم في هذه السوق.

- الأسواق غير المنظمة (التجار، over-the-): تختلف عن السوق المنظمة في أنها لا تملك قاعة تداول بل يتم إبرام جميع الصفقات عبر شبكات اتصال، أيضاً تخضع الشركات المدرجة في هذه السوق لقواعد إدراج معينة لكنها أقل صرامة من السوق المنظمة.

وفيما يلي الشكل الرقم (1) يبين أنواع الأسواق المالية وتصنيفاتها.

الشكل رقم (1): أنواع الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على كتاب الأسواق المالية للدكتور سليمان الموصلي وغيره.

المطلب الثاني: وظائف الأسواق المالية، وأهميتها.

أولاً: وظائف الأسواق المالية:

تقوم أسواق رأس المال بمهام حيوية وعديدة وذات دور هام في الاقتصاديات المتقدمة، من أهمها ما يلي:¹

- 1- تخصيص الموارد: حيث تؤدي الأسواق المالية في الأنظمة الرأسمالية دوراً هاماً في تخصيص الموارد الرأسمالية حيث يكون للمستثمرين الدور الأكبر في تحديد أي من الشركات سيستمر وأي منها سيختفي، فالشركات التي يعتقد المستثمرون أن أداءها سيكون مميزاً في المستقبل يقبل المستثمرون على شراء أسهمها مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم فيها وبالتالي قدرتها على تأمين أموال إضافية وتوسيع أعمالها، وعلى العكس من ذلك يحجم المستثمرون على شراء أسهم الشركات التي يتوقعون تراجع أدائها المستقبلي مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها مما يضطرها إلى تقليص عملياتها والخروج من السوق شيئاً فشيئاً.
- 2- تنظيم الاستهلاك: حيث تساعد الأسواق المالية على الفصل بين قرارات الاستهلاك الحالية ومستوى الدخل الآني، وذلك بتشجيع الأفراد على نقل قوتهم الشرائية في الفترات التي يتحقق لهم فيها دخل مرتفع إلى الفترات التي ينخفض فيها دخلهم، وذلك عن طريق الاحتفاظ بمدخراتهم في أصول مالية، كالأسهم والسندات والاستفادة منها حين انخفاض مستوى دخولهم وذلك ببيع هذه الأوراق المالية لتلبية حاجاتهم الاستهلاكية، وهي بذلك أيضاً تساعد في توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية، إذ أنها تمثل همزة الوصل بين الاستثمار في المشروعات وادخار الأفراد، وبذلك تلعب دوراً هاماً في توزيع المدخرات على مختلف القطاعات الاقتصادية.
- 3- وجهت الاتجاهات التضخمية الأنظار إلى أسواق رأس المال استناداً إلى أن الاستثمار في أوراق الشركات يقلل من مخاطر التضخم المالي وتآكل القوة الشرائية، ويعد وسيلة تعويضية عن ارتفاع الأسعار.
- 4- أيضاً توفر هذه السوق مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمرين فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، والتي تتناسب مع مستويات المخاطرة التي يفضلونها تبعاً لميولهم ومعتقداتهم، أيضاً تمنحهم فرصة توزيع المخاطر على عدد كبير من الأصول المالية، وميزة توزيع المخاطر تنصب أيضاً في مصلحة الشركات الراغبة في تمويل استثمارها.

¹ انظر * موصللي، سليمان، وغيره، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م، ص 17-21.
* رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1996م، ص 33-35.

5- حوكمة الشركات وأخلاقيات الإدارة: حتى تستطيع السوق المالية القيام بدورها في التخصيص الكفء للموارد ينبغي أن يتوافر قدر كاف من الشفافية للمستثمرين حتى يتمكنوا من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة، لأنه في حال استطاعت الشركات المدرجة في السوق خداع المستثمرين ببيانات مغلوطة عن أدائها المستقبلي فإن الكثير من قرارات المستثمرين ستصبح خاطئة وستفشل السوق في تخصيص الموارد بشكل مناسب.

6- توفير السيولة للمستثمرين وهو الدور التقليدي للسوق المالي ويتم ذلك عن طريق البيع السريع وبأقل قدر من الخسارة أو بربح لمن يرغب في التخلص من أسهمه، مما يجذب أعداد متزايدة من المستثمرين إلى السوق.

7- لما كانت حقوق أصحاب المشروع تتمثل في أصول يتعذر تصفيتها لحساب أحد المستثمرين في حال رغبت في الانسحاب من الشركة التي يمتلك جزءاً من أسهمها ظهرت الحاجة إلى هذه الأسواق لتؤدي أهم الوظائف التي دعت لوجودها وهي بيع الحقوق وشراؤها دون مساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.

ثانياً: أهمية الأسواق المالية:

تستمد الأسواق المالية أهميتها من الوظائف التي تؤديها والخدمات التي تقدمها للشركات والمستثمرين معاً حيث أنها تعتبر¹:

1. موجهاً للاستثمار داخل الاقتصاد.
2. أداة فعالة في تحريك الاقتصاد.
3. جذب الفائض المالي غير المستثمر.
4. تضمن مجالات توظيف مناسبة لكل الفئات.
5. تلبي الحاجات الاستثمارية للمستثمرين الكبار والصغار، لذلك فالأسواق المالية ضرورة ملحة في كل الاقتصاديات متطورة أو نامية، ولكن هذه الحاجة أكبر وأكثر أهمية في الدول النامية.

¹ بلجبلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م، ص138.

المبحث الثاني: المصارف التجارية ونشأتها، والمصارف الإسلامية ونشأتها وخصائصها، وأهم صيغ التمويل فيها، وأهم الفروقات الجوهرية بين المصارف التجارية والإسلامية.

تمهيد:

بات النظام المصرفي في وقتنا الراهن يشغل حيزاً أساسياً في الواقع الاقتصادي لجميع الدول، وليس مبالغة أن نصف النظام المصرفي بأنه بمثابة الدورة الدموية للاقتصاد ككل، والمصارف هي وحدات مؤسساتية وسيطة تعمل على تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات والحكومة أو القطاع العام لتضعها بتصرفهم عندما يحتاجون إليها لأغراض الاستهلاك أو الاستثماري، فالنشاط الاقتصادي يخلق وحدات اقتصادية يتولد لديها فوائض مالية تستقطبها المصارف كما ويخلق وحدات اقتصادية يتولد لديها عجز مالي يستوجب التمويل، وعلى الرغم من وجود عدة أنواع للمصارف ومنها (المصارف التجارية، مصارف الأعمال، المصارف المتخصصة، المصارف المركزية والمصارف الإسلامية) إلا أننا سنركز في هذا البحث على المصارف التجارية والمصارف الإسلامية.

أولاً: مفهوم المصارف التجارية

تعرف المصارف التجارية أيضاً بمصارف الودائع، "هي المؤسسة التي تتعامل في الديون أو الائتمان، فبنك الودائع يحصل على ديون غيره ويعطي مقابلها وعوداً بالدفع تحت الطلب أو بعد أجل قصير"¹

أو كما عرفها باحثون آخرون: "هي مؤسسات نقدية تتعامل بالودائع وتقوم بالإقراض الموارد المالية المتجمعة لديها"²

وعرفت الأعمال المصرفية على أنها: "قبول الودائع من الجمهور واستخدامها بصورة كلية أو جزئية لمنح الائتمان وأي أعمال أخرى يقرر البنك المركزي اعتبارها أعمالاً مصرفية بموجب أوامر يصدرها لهذه الغاية"³

ولابد من ذكر أن السمة الأساسية والتي تتميز بها المصارف التجارية تكمن في قدرتها على خلق الائتمان وأحداثه، وإضافة نقود جديدة إلى النقد المتداول، ويتم ذلك عن طريق قيام المصرف التجاري بالإقراض بمبالغ تفوق حجم النقود المودعة لديها.

¹ الهيتي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، الأردن، عمان، الطبعة الأولى، 1998م، ص52.

² الحوراني، أكرم محمود، النقود والمصارف، جامعة دمشق، 2010م، ص115.

³ الوادي، محمود حسين، وغيره، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر، الأردن، عمان، الطبعة 1، 2010م، ص110.

ثانياً: نشأة البنوك التجارية وتطورها.¹

- تشير الدراسات التاريخية في هذا المجال إلى أن فكرة البنوك بدأت بالظهور في القرنين الأول والثاني بعد الميلاد، وذلك تبعاً لاستعمال النقود وسيطاً في المبادلات، حيث كان الناس يودعون نقودهم الثمينة كالذهب والفضة لدى الصاغة لحمايتها بسبب وسائل الحماية المتوفرة لديهم.

- وتشير بعض الدراسات إلى أن بداية ظهور المصارف كانت في جزيرة صقلية التي كان معظم أهلها يعملون في الصيد، فكانوا يودعون أموالهم قبل خروجهم للصيد لدى الصاغة مقابل أجر معين، ثم أصبح هؤلاء الصاغة يستخدمون أموال الناس المودعة لديهم في الإقراض بفائدة، وهذا زاد من اهتمام الصاغة في الحصول على أكبر قدر من الودائع لتمكنهم من منح قروض أكثر وتحصيل فوائد أكثر، وزادت المنافسة بين الصاغة حتى أصبحت الوديعة بدون أجر، بل وأصبح الصاغة فيما بعد وبسبب المنافسة الشديدة فيما بينهم يدفعوا للمودعين فوائد على ودايعهم، إضافة إلى تسهيل عملية الإيداع لدرجة أنهم كانوا يحملون طاولاتهم (Banco باللغة الإيطالية) إلى الشاطئ لأخذ الودائع دون تأخير المسافرين، ويقال أن اسم البنك (Bank) جاءت من كلمة (Banco) والتي تعني الطاولة أو المنضدة في الإيطالية وهي الأصل الذي اشتقت منه كلمة بنك أو مصرف.

- ويشير المؤرخون إلى أن أول بنك منظم أنشئ في البندقية في عام 1157م ثم بنك جنوة الإيطالية عام 1170م أي قبل عصر النهضة بثلاثة قرون، وبعد ذلك أنشئ مصرف الودائع في مدينة برشلونة عام 1403م، ثم أنشئ بعد ذلك مصرف أمستردام الهولندي عام 1609م ويعد هذا المصرف النموذج الذي احتذته معظم المصارف الأوروبية التي أسست فيما بعد.

- وفي عصر النهضة انحصر الجزء الأكبر من العمل المصرفي في الفئات الغنية والطبقة البرجوازية، ومع ظهور العالم الأمريكي الجديد وتطور الملاحة انتشر العمل المصرفي ليشمل قارات متعددة، وبدأت الأعمال المصرفية تتنوع بحسب الحاجة وأخذت أعمال مثل خصم الأوراق المالية والتأمين والعقود المصرفية بالانتشار لتغطية الحاجات المالية للمتعاملين آنذاك. ومع بداية القرن التاسع عشر بدأت أغلب الحكومات الغربية بقوينة العمل المصرفي وأصدرت تشريعات خاصة بهذا العمل. وبذلك أصبح العمل المصرفي مختلفاً عن باقي المؤسسات المالية والاقتصادية، وبالتالي فإن البداية الرسمية للمصارف كما نعرفها حالياً من حيث التنوع في الخدمة والخصوصية يمكن إعادتها إلى القرن التاسع العاشر.

¹ انظر *الوادي، محمود حسين، وغيره، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2010م، ص101-103.
*الهيبي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 1998م، ص32-43.

ومن خلال هذا نلاحظ أن البنوك لم تكن مجرد فكرة خطرت في ذهن فرد معين قام بتنفيذها بل إن الظروف والتطورات الاقتصادية هي التي اقتضت وجودها.

المطلب الثاني: مفهوم المصارف الإسلامية، ونشأتها، وخصائصها، وأهم صيغ التمويل فيها.

أولاً: مفهوم المصارف الإسلامية

تنتقل المصارف الإسلامية من منظور مؤداه أن المال مال الله وأن البشر مستخلفون في هذا المال لتوجيهه إلى ما يرضي الله، في خدمة عباد الله، ولهذا سوف نذكر عدة تعاريف للمصارف الإسلامية لتوضيح هذه الفكرة.

تعريف أول: "مؤسسة مالية ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية في تعاملها"¹

تعريف ثاني: "مؤسسات مصرفية تعمل بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية الأمر الذي يكسبها قبولاً لدى الناس، ويمنحها القدرة على كسر الحواجز النفسية لإيداع الأموال فيها"²

تعريف ثالث: "المؤسسات التي تباشر الأعمال المصرفية مع التزامها باجتنب التعامل بالفوائد الربوية أخذاً أو إعطاءً- بوصفه تعاملاً محرماً شرعاً و باجتنب أي عمل مخالف لأحكام الشريعة الإسلامية"³

ثانياً: نشأة المصارف الإسلامية.

تعد المصارف الإسلامية بشكلها الحالي ظاهرة حديثة العهد مقارنة بالمصارف التجارية (التقليدية)، ولكن المنتبع لتاريخ ونشأة المصارف الإسلامية يدرك أنها أثبتت وجودها سريعاً كما أنها انتشرت بسرعة رهيبية وحظيت بالكثير من الاهتمام، وإن إحياء النظام المصرفي الإسلامي كان سببه الأول تلك الصحوة الإسلامية التي شهدها العالم الإسلامي وما صاحب ذلك من توجه جاد وصادق لغالبية المسلمين نحو تكييف كل ما يتعلق بجوانب حياتهم الاجتماعية والسياسية والاقتصادية بما يتفق مع مبادئ دينهم وتعاليمه السامية.

- دخلت البنوك التقليدية إلى البلدان الإسلامية تزامناً مع المد الاستعماري، وأوجدت الكثير من المفاسد والمحارم، وظهرت العديد من المحاولات من بعض الباحثين والساسة والاقتصاديين لتبرير الفائدة (الربا) شرعاً في غياب البديل الإسلامي، ولكن أدرك بعض

¹ الشيخ، بسام الأحمد، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار المصطفى، جامعة دمشق، الطبعة الأولى، 2012م، ص415.

² قنطقجي، سامر مظهر، الفروق الجوهرية بين المصارف الإسلامية والمصارف الربوية، دار إحياء للنشر، الطبعة الثانية، 2014م، ص12.

³ الهيتي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، 1998م، ص173.

الغيورين على الأمة الإسلامية خطورة المؤسسات التي تتعامل بالربا وبذلوا جهودهم من أجل الكشف عن سلبيات تلك المؤسسات وما تشكله من خطورة على اقتصاد الأمة، وبدأت أصوات كثيرة تنادي إلى تحويل المؤسسات الاقتصادية الربوية إلى مؤسسات إسلامية في الشكل والمضمون، وتدعوا إلى رفض الواقع المنقول من الغرب في عهد التبعية والضعف وإيجاد البدائل الإسلامية، هكذا تبلورت فكرة إنشاء المصارف الإسلامية.¹

- وبعدها وبفضل الله تعالى ظهرت المصارف الإسلامية إلى حيز الوجود فكانت أول محاولة لتنفيذ أوامر الله تعالى بهذا الشأن على يد الدكتور أحمد نجار وموطنها الصعيد المصري في مدينة (ميت غامر)، ومولدها سنة 1963م حيث تم إنشاء ما يسمى ببنوك الادخار المحلية والتي تعمل وفق أسس الشريعة الإسلامية، وقد حظيت هذه المصارف المحلية بتشجيع مواطني الريف المصري ودعمهم لها، لما تمثله من تجسيد عملي لتعاليم دينهم الحنيف، ولكن لم يكتب لهذه المحاولة أن تعيش لأكثر من أربع سنوات حيث أغلق المصرف عام 1967م وذلك نتيجة لعدة ظروف عدم توافر الكوادر القادرة على أداء الأعمال والنشاطات المصرفية الإسلامية، ولأنها لم تلق العناية والرعاية اللازمة.²

- شهدت السبعينات من هذا القرن، انطلاقة جديدة لفكرة إنشاء المصارف والمؤسسات الإسلامية، فقد تم إنشاء بنك ناصر الاجتماعي بمصر بعد أربعة أعوام من فشل التجربة الأولى أي في عام 1971م، ثم أعقب ذلك إقامة مصرفيين إسلاميين معاً وذلك في عام 1975م وهما: بنك دبي الإسلامي وهو نموذج لأول بنك إسلامي خاص، والبنك الإسلامي للتنمية وهو مؤسسة دولية للتمويل الإنمائي وفتح فيه المجال لمشاركة الدول الإسلامية كلها ومقره في جدة في المملكة العربية السعودية.³

- وهنا نلاحظ أن حركة إنشاء وتأسيس المصارف الإسلامية أخذت طريقها نحو التقدم والازدهار، فقد تم في عام 1977م تأسيس ثلاثة مصارف إسلامي معاً وهي: بنك فيصل الإسلامي في كل من مصر وسودان، وبنك التمويل الكويتي، أيضاً في هذا العام تم تأسيس الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية ومقره الرئيسي مكة المكرمة، وهدف هذا الاتحاد هو تقوية الروابط بين المصارف الإسلامية.⁴

- أيضاً في الفترة ما بين عامي 1978م-1983م أنشئت أربعة مصارف إسلامية: وهي البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار الذي تأسس في الأردن عام 1975م، والمصرف الإسلامي الدولي للاستثمار والتنمية في عام 1980م في مدينة القاهرة، وبنك

¹ انظر الهيبي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998م، ص 174-176.

² انظر* المرجع السابق، ص 176-177.

*الشيخ، بسام الأحمد، فقه المعاملات المالية المعاصرة، جامعة دمشق، الطبعة الأولى، 2012م، ص 415.

³ الشيخ، بسام الأحمد، فقه المعاملات المالية المعاصرة، جامعة دمشق، الطبعة الأولى، 2012م، ص 415.

⁴ المرجع السابق، ص 416.

التضامن السوداني في مدينة الخرطوم وذلك عام 1983م، وبك بنغلادش الإسلامي الذي تأسس عام 1983 في مدينة دكا.¹

- وتستمر المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتزايد بشكل واضح عاماً بعد عام، حتى أن بعض الدول الإسلامية مثل إيران وباكستان قد أعلنت تحويل نظامها المصرفي بأكمله إلى النظام الإسلامي، وفي وقتنا الراهن تنتشر هذه المصارف في أرجاء العالم حيث توجد في بلاد إسلامي وغير إسلامي، وعربية وغير عربية.²

- واقع المصارف الإسلامية في سورية:

إن تجربة المصارف الخاصة بشكل عام تعد تجربة حديثة العهد، إذا بدأت عقب صدور المرسوم التشريعي رقم 28 لعام 2011م الذي سمح بإنشاء المصارف الخاصة في سوريا إذ أسس أول مصرف خاص في سوريا 2003م أي بالوقت ليس بالبعيد، وتبعته بعد ذلك تجربة المصارف الإسلامية وذلك بعد صدور المرسوم التشريعي رقم 35 لعام 2005م على أن تعتمد هذه المصارف في عملها على تطبيق أحكام الشريعة الإسلامية وأن تسعى إلى إقامة التوازن بين مصلحة الفرد والمجتمع، وبناءً على هذا المرسوم تم تأسيس أول مصرفين إسلاميين في سوريا في عام 2007م وهما بنك سورية الدولي الإسلامي وبنك الشام، وتلاههم بنك الركة الذي تأسس عام 2010م.³

ثالثاً: خصائص ومبادئ عمل المصارف الإسلامية:

إن للمصارف الإسلامي خصائص ومميزات تتميز به عن المصارف الأخرى، وذلك لأنها تختلف عنها من حيث المبدأ والمحتوى والمضمون اختلافاً بيناً واضحاً، مما يترتب عليه اختلافها عن تلك المصارف من حيث الغاية والهدف، وفيما يأتي بيان لأهم تلك الخصائص والمميزات.⁴

- 1- استبعاد التعامل بالفائدة: وتعد هذه الخاصية المعلم الرئيسي والأول للمصرف الإسلامي، وبدونها يصبح هذا المصرف كأى مصرف ربوي آخر، وذلك لأن الإسلام حرم الربا بكل أشكاله وشدد العقوبة عليه.
- 2- توجيه كل جهده نحو الاستثمار الحلال: فمن المعلوم أن المصارف الإسلامية هي مصارف تنموية بالدرجة الأولى، ولما كانت هذه المصارف تقوم على اتباع منهج الله تعالى المتمثل بأحكام الشريعة الغراء، لذا فإنها وفي جميع أعمالها تكون محكومة بما أحله الله، وهذا يدفعها إلى استثمار وتمويل المشاريع التي تحقق الخير للبلاد والعباد.

¹ انظر الشيخ، بسام الأحمد، فقه المعاملات المالية المعاصرة، جامعة دمشق، دار المصطفى، الطبعة الأولى، 2012م، ص 417-418.

² انظر الهيتي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة، الطبعة الأولى، عام 1998م، ص 177-178.

³ انظر البقاعي، أنس، تجربة المصارف الإسلامية في سورية الواقع والمعوقات، رسالة ماجستير، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 30، العدد الأول، 2014م.

⁴ انظر* الهيتي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة، الطبعة الأولى، عام 1998، ص 191-196.
*فرحان، حسين ثابت، أثر الأزمة المالية الحالية على أداء المصارف الإسلامية والتنمية، جامعة صنعاء، 2010م، ص 8-9.

3- ربط التنمية الاقتصادية بالتنمية الاجتماعية: ويتأتى ذلك من ناحية أن المصارف الإسلامية بطبيعتها تزوج بين جانبي الإنسان المادي والروحي، ولا تفصل الناحية الاجتماعية عن الاقتصادية وهكذا فالمصرف الإسلامي يرى أن التنمية الاقتصادية لا تؤتي ثمارها إلا بالتنمية الاجتماعية.

4- تجميع الأموال المعطلة ودفعها إلى مجال الاستثمار: وذلك من خلال قيامها باستثمار الأموال المودعة لديها وتنميتها مما دفع الكثير من أصحاب رؤوس الأموال إلى استثمار أموالهم المجمدة وتنميتها من خلال المشاريع التنموية المختلفة التي تقوم بها هذه المصارف.

5- تيسير وتنشيط حركة التبادل التجاري بين الدول الإسلامية: من خلال تعاون المصارف الإسلامية في هذه الدول وتبادل الخبرات فيما بينها.

6- إحياء نظام الزكاة: حيث تقوم هذه المصارف وانطلاقاً من رسالتها السامية في التوفيق بين الجانبين الروحي والمادي معاً، وذلك من خلال العمل على كل ما من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق الرفاه والتقدم لأفراد المجتمع الإسلامي كلهم، لذلك أقامت هذا البنوك صندوقاً خاصاً لجمع الزكاة وأخذت على عاتقها إيصال هذه الأموال إلى مصارفها المحددة شرعاً.

7- القضاء على الاحتكار الذي تفرضه بعض شركات الاستثمار: حيث أنها تقوم بفتح باب الاكتتاب على أسهمها أمام جميع الراغبين، وذلك بهدف زيادة رأس مالها والتوسع في أعمالها، خلافاً لشركات المساهمة التي تقوم باحتكار أسهمها وعدم السماح لمساهمين جدد بالاشتراك في رأسمالها واللجوء إلى إصدار السندات لتمكنها من حصول رأس مال جديد.

8- عدم المساهمة في تغذية التضخم: لأن المصارف الإسلامية لا تدخل في آلية عمل السوق المفتوح التي تجري بالعادة بين المصارف المركزية والتجارية، فالسياسة النقدية على التحكم بعنصر السيولة من خلال التأثير في معدل فائدة إعادة الخصم، وعلى اعتبار أن المصارف الإسلامية بمنأى عن العمليات التي تعتمد على سعر الفائدة في العلاقة مع غيرها من المصارف بما فيها المركزية، فإنها بعيدة كل البعد عن التأثير في معدلات التضخم النقدي.

رابعاً: أهم صيغ التمويل في المصارف الإسلامية:

1- المرابحة:

هي إحدى أنواع المعاملات التي تنفذها المؤسسات المالية الإسلامية، وتعتبر المرابحة من أكثر صيغ التمويل استعمالاً في المؤسسات المالية، ولقد صنفتها الفقهاء ضمن بيوع الأمانة لأن البائع مؤتمن على الإخبار بالثمن الأول الذي اشترى به السلعة.

ولقد عرفت معلوم متفق عليه، بنسبة من الثمن أو بمبلغ مقطوع سواء وقعت من دون وعد سابق وهي المرابحة العادية، أو وقعت بناءً على وعد بالشراء من الراغب في الحصول على السلعة عن طريق المؤسسة وهي المرابحة المصرفية".¹

2- السلم والسلم الموازي:

عرفت المعايير الشرعية السلم ب: " هو بيع أجل بعاجل، وهو نوع من البيع يدفع فيه الثمن حالاً، ويسمى رأس مال السلم، ويؤجل فيه المبيع الموصوف في الذمة ويسمى المسلم فيه، ويسمى البائع المسلم إليه، والمشتري المسلم، وقد يسمى السلم (سلفاً)".²

أما السلم الموازي فعرفته المعايير الشرعية أيضاً: " إذا دخل المسلم إليه في عقد سلم مستقل مع طرف ثالث للحصول على سلعة مواصفاتها مطابقة للسلعة المتعاقد على تسليمها في السلم ليتمكن من الوفاء بالتزامه فيه فإن هذا العقد يسمى في العرف المعاصر (السلم الموازي)".³

3- الاستصناع والاستصناع الموازي:

يتعامل المصرف بصيغة الاستصناع من خلال أسلوبين يكون له أحدهما صفة المستصنع وفي الثاني صفة الصانع، ويعتبر الاستصناع من الصيغ الهامة التي تطبقها البنوك لمساهمتها في حل مشكلات المجتمع.

وعرفت المعايير الشرعية عقد الاستصناع: "عقد على بيع عين موصوفة بالذمة مطلوب صنعها".⁴

أما الاستصناع الموازي فعرفته: " إبرام عقدين منفصلين أحدهما مع العميل تكون فيها المؤسسة المالية صانعاً، والآخر مع الصانع أو المقاولين تكون فيه المؤسسة مستصنعاً، ويتحقق الربح عن طريق اختلاف الثمن في العقدتين، والغالب أن يكون أحدهما حالاً (وهو الذي مع الصانع أو المقاولين) والثاني مؤجلاً (وهو الذي مع العميل)".⁵

4- الإجارة:

تستخدم المصارف الإسلامية الإجارة كأسلوب من أساليب عمليات التمويل الهامة التي تقدمها لعملائها.

الإجارة: "تمليك منفعة معلومة بأجر معلوم، أو أنها اتفاق تعاقدي بين طرفين يمنح بمقتضاه المستأجر الحق في استخدام أصل مملوك للمؤجر، وذلك خلال فترة معينة

¹ المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 8، ص103.

² المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 10، ص141.

³ المرجع السابق، المعيار الشرعي رقم 10، ص141.

⁴ المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 11، ص157.

⁵ المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 11، ص158.

مقابل أجرة معلومة تدفع حسب الاتفاق، ولا بد من أن تكون المنفعة مباحة شرعاً ومعلومة علماً يمنع المنازعة ويرفع الخلاف".¹

وقد طورت البنوك الإسلامية أسلوب الإجارة بأشكال مختلفة لخدمة حاجات عملائها، فتتخذ الإجارة في المصارف الإسلامية صورتين: الإجارة المنتهية بالتملك والإجارة التشغيلية.

5- المضاربة:

عرفت المعايير الشرعية عقد المضاربة: "شركة في الربح بمال من جانب رب المال وعمل من جانب آخر المضارب"² وتقسم المضاربة إلى قسمين:

- المضاربة المطلقة: "هي التي يفوض فيها رب المال المضارب في أن يدير أعمال المضاربة دون أن يقيد بقيوده، وإنما يعمل فيها بسلطات تقديرية واسعة وذلك اعتماداً على ثقته في أمانته وخبرته"³.
 - المضاربة المقيدة: هي التي يقيد فيها رب المال المضارب بالمكان أو المجال الذي يعمل فيه وبكل ما يراه مناسباً بما لا يمنع المضارب عن العمل"⁴
- #### 6- المشاركة:

جاء في المعايير الشرعية تعريف لعقد الشركة: "اتفاق اثنين فأكثر على خلط ماليهما أو عملهما أو التزاميهما في الذمة بقصد الاسترباح"⁵

تقوم المصارف الإسلامية بهذه الصيغة كتمويل بطلب من العميل حيث يتم وضع جزء من رأسمال المشروع من قبل المصرف وجزء من العميل المشارك دون أن تتقاضى فائدة محددة، وإنما تشاركه في المشروع وفي الناتج المحتمل سواء كان ربحاً أو خسارة في ضوء قواعد عادلة وأسس توزيعية متفق عليها بينها وبينه.

¹ خوجة، عز الدين، عمليات التمويل الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، ص152.

² المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 13، ص184.

³ المعايير الشرعية، المعيار الشرعي رقم 13، ص184-185.

⁴ المرجع السابق، 185.

⁵ المعايير الشرعية، رقم 12، ص180.

المطلب الثالث: أهم الفروقات الجوهرية بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية.

تتفق كلاً من المصارف التجارية والإسلامية في حشدتها للموارد التمويلية في أوعية الجهاز المصرفي ثم إعادة توظيفها بفعالية أكبر في الحياة الاقتصادية العامة إضافة إلى المشاركة في وضع السياسات النقدية وإدارتها.

ولكن يزعم بعض الناس أنه لا يوجد فرق بين المصارف الإسلامية وبين المصارف التجارية (الربوية)، وهؤلاء يلقون الكلام جزافاً دون معرفة أو إطلاع على حقائق الأمور. حيث يؤدي التزام البنوك الإسلامية في معاملاتها بأحكام الشريعة الإسلامية إلى تمييزها عن البنوك التقليدية التي تتعامل بالفائدة (الربا) بحيث تختلف عنها من حيث المبدأ والمضمون بشكل واضح يستتبع اختلافها أيضاً في الأهداف والوسائل.

الجدول رقم (1): يبين المقارنة بين المصارف التجارية والمصارف الإسلامية

المصارف الإسلامية	المصارف التجارية	المقارنة
المضاربة الشرعية (الاتجار في السلع والخدمات) بمختلف أشكال التمويل بالمضاربة والمشاركة المتناقصة وبيع المرابحة للأمر بالشراء. لذلك هي تجمع الأموال وتستثمرها مقابل حصة محددة من ربح غير معروف مقداره.	الإقراض والاقتراض (الاتجار في الديون)، فهي تجمع الأموال وتمول المشروعات والأفراد مقابل فائدة محددة.	الوظيفة الأساسية
-اقتصادياً: تعظيم حقوق المساهمين من خلال الربح والخسارة الناجمة عم ممارسة الأعمال الشرعية. -اجتماعياً: تطهير المعاملات المصرفية من الربا ورفع الحرج عن المسلمين وإعادة بناء النظام الاقتصادي على أساس الإسلام ودعم التنمية وفق أحكام الشريعة الإسلامية.	تعظيم حقوق المساهمين من خلال اقتراض المال من المدخرين وإقرضه بفارق يمثل ربح المصرف مع التركيز على عاملي المخاطر والربحية في جميع تعاملاتها.	الأهداف العامة
وسيلة يتم الاتجار بها	سلعة يتم الاتجار فيها	المال هو
الموارد الذاتية: -رأس المال -الاحتياطيات -الأرباح المحتجزة	الموارد الذاتية: -رأس المال -الاحتياطيات -الأرباح المحتجزة	مصادر الأموال
الموارد الخارجية: -الودائع تحت الطلب -ودائع الاستثمار -حسابات الادخار الإسلامية -صكوك أو حسابات الاستثمار -أجور الخدمات المصرفية	الموارد الخارجية: -الودائع (تحت الطلب والادخارية والودائع الآجلة) -القروض -أجور الخدمات المصرفية	

استخدامات الأموال	الإقراض بفائدة	ويتم ذلك من خلال صيغ التمويل والاستثمار المختلفة وهي: صيغ مرابحة ومشاركة ومضاربة وسلم واستصناع وإجارة ومزارعة ومساقاة وغيرها.
العمليات والأهداف تتوافق مع ربحية المصارف تتأثر ب	قوانين المصارف العالمية	ضوابط الشريعة الإسلامية.
العائد هو	زيادة عدد المصارف في السوق -التقدم التقني وتكاليفه -انخفاض الهامش بين الفائدة المدينة والدائنة	-الحالة الاقتصادية العامة في البلاد -التقدم التقني وتكاليفه
علاقة المصرف مع زبائنه	الفائدة: وهي عائد المال الذي يقترضه المشروع، وهي محددة القيمة يتعين سدادها في مواعيد محددة، سواء حقق المشروع أرباحاً أم لم يحقق.	الربح أو الخسارة: وهو عائد أصحاب المشروع سواء ساهموا في المشروع بجهدهم أو بأموالهم أو بالائتمين معاً، ولا يمكن تحديد الربح بصورة قاطعة إلا بعد انتهاء أعمال المشروع، ويتم التوزيع بالنسب التي تفقوا عليها
	علاقة مالية تنتهي بانتهاء الائتمان الذي بينهما	علاقة شراكة وتحمل للمخاطر تجعل العلاقة بينهما أكثر التزاماً مما يمنح فرصاً أفضل لتطوير الأعمال وتدعيم الثقة.

جدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على المراجع التالية¹

¹ *قنطجى، سامر، الفروق الجوهرية بين المصارف الإسلامي والمصارف الربوية، دار إحياء للنشر، الطبعة الثانية، 2014م، ص13-16.
*الحراني، أكرم محمود، النقود والمصارف، جامعة دمشق، 2010م، ص115-169.

الفصل الثاني حسابات الأرباح

الأرباح وقيمتها السوقية، والتضخم.

المبحث الأول: الأسهم مفهوماً وخصائصها، أنواعها وقيمتها، والعوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.

تمهيد:

تعتبر الأوراق المالية إحدى أنواع أدوات التمويل والاستثمار في أسواق الأوراق المالية، كما أنها تعتبر أصولاً مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، ومن هذه الأوراق المالية الأسهم التي تعد من بين أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فهي تعطي صاحبها الحق في جزء من الأرباح التي تجنيها الجهة المصدرة إليهم وكذلك الحق في المشاركة باتخاذ القرار فيها وتداولها من خلال سوق الأوراق المالية، وتتميز الأسهم بعدة خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق، ونستعرف من خلال هذا المبحث على مفهومها وأهم خصائصها وقيمتها وأنواعها وقيمتها، وأهم العوامل المؤثرة في قيمتها السوقية.

المطلب الأول: مفهوم الأسهم، وخصائصها.

أولاً: مفهوم الأسهم:

- السهم في اللغة: "يطلق السهم في اللغة على معان عدة منها الحظ، النصيب والقدح الذي يقارع به، أسهم بينهم أي أقرع، وسأهمه أي قاسمه، وأخذ سهماً أي نصيباً"¹.
- مفهوم السهم في الاصطلاح: عرف السهم في الاقتصاد والقانون التجاري بتعريفات عدة ومتقاربة، منها:

عرفها شعبان البروارى: "الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة، والمثبت في صك له قيمة اسمية، وتشكل الأسهم في مجموعها رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة"².

كما عرفها سليمان الموصلى وآخرون: "هو عبارة عن شهادة تمثل ملكية جزئية في الشركة، تصدره الشركة في السوق الأولية للحصول على أموال طويلة الأجل"³.

¹ معجم اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، ط4، ص459.

² البروارى، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2003م، ص88.

³ موصلى، سليمان، وغيره، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م، ص33.

كما عرفها عمر عبو: "هو حصة في شركة يعطي لحاملها ملكية جزء منها، ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة والحق في القيمة المتبقية عند التصفية"¹.

من التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، وتمثل حق ملكية للمكتتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس مال شركة الأموال.

ثانياً: خصائص الأسهم:

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص نذكر منها:²

- 1- متساوية القيمة: يتم تقسيم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ونتيجة لهذه القيمة المتساوية للأسهم تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركات.
- 2- عدم القابلية للتجزئة: يمكن لأكثر من مساهم أن يشترك في ملكية السهم، ولمن يجب أن ينوب عنهم شخص واحد فقط ليمثلهم أمام الشركة، فالسهم من الأوراق المالية غير القابلة للتجزئة.
- 3- القابلية للتداول بالطرق التجارية: توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة.
- 4- المسؤولية المحدودة: مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.
- 5- مخزون للقيمة: تتزايد قيمة الورقة المالية بزيادة نجاح الشركة المصدرة للسهم فضلاً عما تدار لحاملها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد أمواله بأقل خسارة ممكنة.

¹ عبو، عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجربة دولية- رسالة كتورا، جامعة حسين بن بوعلي بالشلف، 2015م، ص64.

² انظر *الزعيم، هيثم الطحان، مقرر تشريعات تجارية، مقرر في جامعة بلاد الشام (لم يذكر الطبعة والعام) * البروراري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2003م، ص88.

المطلب الثاني: أنواع وقيم الأسهم.

أولاً: أنواع الأسهم:1

يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة من وجوه متعددة:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.
- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.
- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

وسيتم التفصيل بها:

1. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي²:

- أسهم اسمية: هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتفيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم ويجري تداولها عن طريق تغيير القيود في دفاتر الشركة (وهو مسموح بإصدارها في سورية دون الأسهم للأمر أو للحامل).
- أسهم لحاملها: هي التي لا يذكر فيها اسم صاحبها وإنما يذكر فيها كلمة لحاملها، ويعتبر حامل هذه الأسهم هو المالك في نظر الشركة، وتنتقل ملكيتها عن طريق المناولة باليد.
- أسهم للأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم³:

- أسهم عينية: هي الأسهم التي يحصل عليها لقاء تقديم حصص عينية سواء كانت عقاراً أم مائلاً منقولاً.
- أسهم نقدية: هي الأسهم التي تعطى لمن دفع قيمتها نقداً دفعة واحدة أو على أقساط، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.
- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع قيمتها عيناً ويسدد الباقي منها نقداً.

¹ انظر *بوكساني، رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005م، ص56-58.
* البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2003م، ص90-93.
² انظر رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، 1996م، ص 268-269.
³ انظر بوكساني، رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005م، ص56.

3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق الممنوحة لمالكيها:¹

- الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تتضمن حقوقاً متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة.
- الأسهم الممتازة: هي التي تعطي حاملها حق التقدم والأفضلية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على جزء من الأرباح أو من موجودات الشركة عند تصفيتها.
- أسهم التمتع: هي التي تمنحها الشركة للمساهم تعويضاً له عن استهلاك أسهمه الأصلية، واستهلاك الأسهم يعني دفع قيمتها لأصحابها أثناء قيام الشركة.

وفيما يلي نبين أهم الفروقات بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

الجدول رقم (2): مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
الخصائص	-حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكاً جزئياً لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.	-لحملة الأسهم الممتازة حق ثابت في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، والغالب أن تحدد هذه الأرباح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ولهم الأولوية في الحصول على تلك الأرباح قبل حملة الأسهم العادية.
	-إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.	-لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيب من صافي أصول الشركة عند تصفيتها، بما يعادل قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية.
	-يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية غير أنه لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حين يحتاج أصحابها إلى ذلك.	-يمثل السهم جزءاً من ملكية الشركة، بما يعادل قيمته الاسمية فقط، فليس له نصيب في الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة.
	-يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، ويفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي.	-ليس لحملة الأسهم الممتازة حق الترشح أو المشاركة في إدارة الشركة، وليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة.
	-حق تراكم الأرباح وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها.	

¹ انظر البروراي، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2003م، ص 90-93.

المقارنة	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
مزايا الاستثمار بالنسبة للشركة	<p>-تعد مصدراً دائماً للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على أصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة.</p> <p>-الشركة غير ملزمة بدفع أرباح لحملة الأسهم، إلا إذا تحققت فعلاً ولذلك فإنها لا تمثل عبئاً على الشركة.</p> <p>-تتمتع الأسهم العادية بارتفاع العائد عليها مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى.</p> <p>-سهولة بيع الأسهم مقارنة ببيع السندات حيث أن حامل السهم مالك في حين أن حامل السند دائن.</p> <p>-لا يوجد للأسهم العادية تاريخ استحقاق محدد، ولذلك تعتبر مصدر تمويلي دائم الأجل مما يخلق لدى الشركة الاستقرار والاستثمار في آن واحد.</p>	<p>-الشركة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات تتحقق فيها الأرباح.</p> <p>-إصدار الأسهم الممتازة يتضمن إعطاء الشركة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها (أي إعادة شرائها) وذلك مقابل أن يحصل حامل السهم على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة للشركة، إذ يمكنها من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها.</p> <p>-إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للشركة.</p>
	المخاطر	<p>يمكن حصر المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة بما يلي:</p> <p>-ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض، لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة، وبالتالي لا يتحقق منها وفر ضريبي.</p> <p>-حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقترضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى.</p> <p>-تذبذب أسعار الأسهم الممتازة كبير عكس الحال في أسعار الأسهم العادية.</p>

جدول من إعداد الباحث بالاعتماد على المرجع التالي.¹

¹ عيو، عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار-دراسة تجريبية دولية- رسالة كتوراة، جامعة حسين بن علي بالشلف، 2015م، ص68-73.

ثانياً: قيم الأسهم:

يوجد للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي: " هي القيمة التي تثبت على ذات الصك، ويعرف بها السهم عند التأسيس، ويتعين على المساهم دفعها لأنها حصته من رأسمال الشركة الذي يتكون من مجموع قيم هذه الأسهم".¹

والقيمة الاسمية هي: " قيمة سهم الشركة في حال عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم".²

1- القيمة الدفترية: "على عكس القيمة الاسمية القيمة الدفترية تتغير، والقيمة الدفترية هي ما يتوقع حامل السهم أن يحصل عليه في حال تصفية الشركة، وهي عبارة عن حقوق الملكية، أو صافي الأصول كما تظهرها دفاتر الشركة، بالنسبة لكل نوع من أنواع الأسهم المصدرة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة من هذا النوع، فإذا كانت الأسهم المصدرة من نوع واحد فإن القيمة الدفترية للسهم يمكن الحصول عليها بسهولة عن طريق قسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم، أما إذا كانت الأسهم من أكثر من نوع فيلزم الأمر تحديد حقوق الملكية لكل نوع على أساس الحقوق والامتيازات المقررة لكل منها، ثم تتحد القيمة الدفترية بعد ذلك بقسمة حقوق ملكية كل نوع من أنواع الأسهم على عدد الأسهم المصدرة والقائمة منها".³

فتحسب من القانون التالي⁴:

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

$$= \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

¹ نصر، خالد، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 2015م، ص27.

² رشيد، بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005م، ص54.

³ البراجنة، أمجد، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009م، ص35.

⁴ موصللي، سليمان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م، ص42.

1- القيمة السوقية: "إن أكثر قيمة معروفة لدى الناس هي القيمة السوقية، وهي قيمة السهم في السوق وهي تتأثر بالعرض (عدد الأسهم المتوفرة للمستثمرين) والطلب (عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها)، ويستطيع المستثمر معرفة قيمة السهم السوقية عن طريق الجرائد اليومية أو الإنترنت وعادةً ليس هنالك علاقة مباشرة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم".¹

2- القيمة الحقيقية: "تدل على القيمة الحقيقية أو العادلة لسهم ما. ويتم تحديدها بناء على عدة عوامل منها: موجودات الشركة، مبيعاتها وأرباحها، سياسة توزيع الأرباح، وغيرها من العوامل التي تساهم في تحديدها.

ويهتم المستثمر بهذه القيمة بشكل كبير، نتيجة لتمثيلها للقيمة التي يجب أن يكون عليها السهم.

وغالباً ما تختلف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية للسهم، ويتبع ذلك إلى كفاءة السوق المالية، حيث تكون إما القيمة السوقية أكبر منها وبالتالي يكون السهم مقيماً بأكثر مما يجب، أو تكون القيمتان متساويتان وبالتالي السهم مقيم كما يجب، أما إذا كانت القيمة السوقية أقل، فإن السهم يكون مقيماً بأقل مما يجب".²

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للأسهم.

تعتبر القيمة السوقية للأسهم من الأمور الهامة التي يتطلع إليها المتعاملون بالأوراق المالية ومدراء المحافظ الاستثمارية، لأنها تشمل جزءاً مهماً من العائد الذي يحصل عليه المتعامل على شكل أرباح رأسمالية، والتي تتجاوز في كثير من الأحيان قيم الأرباح الموزعة، لذلك فإن الأسعار السوقية كانت دوماً موضع اهتمام من قبل الأكاديميين بسبب تأثيرها بعوامل كثيرة سواء اقتصادية عامة أو نابعة من داخل الشركة أو من السوق المالي بحيث أن هذه العوامل تلعب دوراً كبيراً في تحديد الأسعار السوقية للأسهم والتنبؤ بها.

¹ البراجنة، أمجد، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009م، ص37.

² موصللي، سليمان، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م، ص44.

ومن أهم المتغيرات والعوامل ذات الأثر الكبير والمباشر على القيم السوقية للأسهم ما يلي:¹

1- الأرباح الموزعة على الأسهم العادية:

وهي نسبة التوزيعات المعلن عنها للمساهمين العاديين/عدد الأسهم العادية: حيث تتبع جميع الشركات سياسات مختلفة لتوزيع الأرباح المحققة في نهاية السنة المالية، وتقوم باحتجاز الجزء المتبقي من الأرباح المحققة لسنوات قادمة لاستخدامها في التوزيع في حالة تحقيقها لأرباح منخفضة.

المساهمون أيضاً يفضلون على أرباح دورية وبنسب وقيم ثابتة ومستقرة نوعاً ما على مر السنين، لأن الأرباح الموزعة المتغيرة في قيمتها قد يكون لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للأسهم.

وتتحد سياسة الشركات في توزيع الأرباح بناءً على عدة عوامل منها:

● احتياجات الشركة من التمويل لأن احتجاز الأرباح هو مصدر داخلي من مصادر التمويل.

● أثر توزيعات الأرباح على القيمة السوقية لأسهم الشركات.

2- مضاعف سعر السهم: وهو نسبة السعر السوقي للسهم/ نصيب السهم من الأرباح المحققة، ويقاس طول الفترة اللازمة للمستثمر لاسترداد الأموال المستثمرة والتي دفعها ثمناً للأسهم المشتراة، وذو فائدة أيضاً للمضاربين حيث يستطيعون تحديد السعر العادل لسهم معين في أي لحظة ومن ثم اتخاذ القرار المناسب فيما يتعلق بالشراء أو البيع أو الانتظار فترة من الزمن، فكلما انخفض هذا المقياس يكون مشجعاً للمتعاملين بالأسهم على التعامل به، أما إذا ارتفعت قيمة هذا المقياس عن المعيار السائد للصناعة، فيعتبر مؤشراً على المبالغة في السعر السوقي وبالتالي ارتفاع مخاطر التعامل به، وعادة ما يكون مرتفع في أسهم الشركات التكنولوجية حيث يصل أحياناً إلى 200 مرة أي أن سعره في السوق أكبر بكثير من سعره العادل والحقيقي، وهذا عائد إلى أن هنالك توقعات بارتفاع أرباح هذه الشركات بشكل كبير مستقبلاً، لذلك يكون هنالك إقبال كبير على شراء هذه الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها بشكل مبالغ فيه.

3- القيمة للدفترية للسهم: وهي قيمة السهم في السجلات المحاسبية للشركة، وهي تساوي موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت ومقسومة على جميع الأسهم المصدرة، لذلك فإن القيمة الدفترية

¹ انظر الكيلاني، قيس أديب، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم دراسة لعينة من الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 2003م، ص 9-11.

للسهم تعتبر مقياساً لما أضافته الشركة من أموال على القيمة الاسمية للسهم الذي أصدر بها، وبالتالي نستنتج أنه كلما ارتفعت القيمة الدفترية للسهم في شركة ما كلما كان ذلك مشجعاً على الاستثمار في أسهمها، فهذا يعني أن الشركة قد حققت أرباحاً في الماضي استطاعت من خلالها تكوين احتياطات ومخصصات واحتجاز جزء منها بحيث عزز ذلك من حقوق المساهمين، أما إذا انخفضت القيمة الدفترية عن القيمة الاسمية فهذا دليل على أن الشركة قد حققت خسائر استهلكت جزء من رأسمالها.

4- معدل دوران السهم: ويساوي عدد الأسهم المتداولة خلال العام/ عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية ذلك العام، ويقيس مدى الإقبال على السهم من قبل المتعاملين من حيث عدد مرات تداول السهم الواحد في العام، فيتوقع أن تكون العلاقة بينه وبين أسعار الأسهم السوقية هي علاقة طردية، لأن ارتفاع هذا المؤشر يدل على زيادة إقبال المتعاملين على التداول في هذه الأسهم، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وبالتالي ارتفاع أسعارها السوقية.

5- المخاطر المنتظمة: المخاطرة هي عنصر مهم يؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمرين عند التخطيط للاستثمار، وتمثل التذبذب في عائدات الأسهم والتذبذب في أسعارها، مما يؤثر على قرار الشراء أو البيع، والمخاطر المنتظمة هي التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء، أي هي المخاطر العامة والشاملة التي تؤثر على الأسهم بشكل عام، حيث لا يمكن تفاديها بل يمكن حسابها والتنبؤ بها والتحوط منها، ومن أمثلتها¹:

- مخاطر السوق: وتتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين، حيث تتأثر أسعار الأسهم بالظروف الاقتصادية والسياسة العامة في المنطقة، كما تتأثر أيضاً بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة والجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة.
- مخاطر التضخم: هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للنقود التي تم شراء الأسهم بها، نتيجة وجود حالة تضخم وارتفاع معدلاته، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين مثلاً فيما لو ارتفعت معدلات التضخم، ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، ذلك على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالباً للظروف التضخمية فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها.

¹ بلجبلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009م، ص65-66-67.

- مخاطر الصناعة: احتمالية وجود عوامل معينة تؤثر على صناعة معينة مما يؤدي إلى التأثير على أداء هذه الصناعة.
- المخاطر العامة: مثل الكوارث الطبيعية بشكل عام والتي قد تؤثر على أداء الشركات.

6- أسعار الفائدة: من المعروف أنه عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق فإن المستثمرين سيرغبون في إيداع أموالهم في البنوك على شكل ودائع للاستفادة من الارتفاع في أسعار الفائدة، فالبعض يضطر إلى بيع ما يملكه من أسهم للحصول على النقد اللازم، فيرتفع العرض على الأسهم مما يخفض من سعرها في السوق.

المبحث الثاني: التضخم مفهومه وأنواعه، أسبابه وأثاره، معالجته.

تمهيد:

تعتبر ظاهرة التضخم من المشكلات الاقتصادية السلبية والمزمنة ظهرت بشكل جلي بعد أزمة الكساد الكبرى في عام 1929م، ولعل متعة البحوث المتعلقة بموضوع التضخم تأتي من كونه ظاهرة ووسيلة في آن واحد، فهو من جهة ظاهرة مرضية تصيب الاقتصاد فتعيق استحداث التنمية فيه، ومن جهة أخرى هو وسيلة تنموية لا غنى عنها، ولقد احتلت هذه الظاهرة مكانة هامة في الدراسات التي كان موضوعها أسعار الأسهم وعوائدها فظهرت العديد من المدارس التي حاولت دراسة حركة الأسعار الأسهم وتفسير العلاقة التي تربط بين الأسعار والتضخم.

المطلب الأول: مفهوم التضخم، وأنواعه.

أولاً: التضخم:

يوجد هناك عدة تعاريف للتضخم، أي أنه لا يوجد اتفاق بين الاقتصاديين بشأن تعريفه، ولكن لا اختلاف من المنظور الذي يطلق عليه، ومن هنا نذكر أبرزها فيما يلي:

يعرف الدكتور رفيق المصري التضخم بأنه: " الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار، ويترتب عليه تدهور القوة الشرائية للنقود (بعبارة أخرى غلاء الأسعار، ورخص النقود)."¹

¹ المصري، رفيق يونس، آثار التضخم على العلاقات التعاقدية في المصارف الإسلامية والوسائل المشروعة للحماية، دار المكتبي، الطبعة الثانية، 2009م، ص7.

كما عرفه: " هو زيادة في الطلب الكلي بنسبة أكبر من الزيادة في العرض الكلي."¹
كما عرفته شهرزاد حوبي: " هو الارتفاع في الدخول النقدية أو عنصر من عناصر الدخل النقدي مثل الأجور أو الأرباح."²

من خلال التعريفات السابقة يمكن أن نلخص تعريف شامل للتضخم، حيث يمكن القول بأن التضخم هو ظاهرة نقدية متمثلة في الارتفاع العام والمستمر لمستوى الأسعار، معبراً عنها بزيادة العرض النقدي عن الطلب وذلك نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد، أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي، وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية.

ثانياً: أنواع التضخم:

تعدد المفاهيم الخاصة بكلمة التضخم أدى إلى وجود أنواع متعددة لها، وهذا لا يعني عدم وجود علاقات أو روابط بين هذه الأنواع فقد تشترك في مظاهر وسمات خاصة، سنعرض أنواع التضخم وفق التقسيم التالي:³

1- تحكم الدولة في جهاز الائتمان: تتحدد بعض أنواع الاتجاهات التضخمية بمدى تحكم الدولة في جهاز الائتمان، ومراقبتها لتحركات المستويات العامة للأسعار والتأثير فيها، وهي:

- التضخم الطليق (المكشوف): يعني ارتفاع الأسعار دون أي قيد أو حد يوقفه، كما يتسم هذا النوع من التضخم بارتفاع كبير في الأسعار والأجور والنفقات الأخرى التي تتصف بحركاتها بالمرونة، ودون أي تدخل من قبل السلطات الحكومية للحد من هذه الارتفاعات أو التأثير فيها ووقفها، بما يؤدي إلى تفشي هذه الظواهر التضخمية وبالتالي تدهور قيمة العملة الوطنية.
- التضخم الكامن (المكبوت): الذي يمثل حالة تمنع فيه الأسعار من الارتفاع عن طريق سياسات تتمثل بوضع ضوابط وعمليات تقنين تحد من الانفاق الكلي وتحول دون ارتفاع الأسعار، على أن ذلك يمنع الجمهور من تجميع موجودات نقدية وسائلة كبيرة يمكن تحويلها إلى قوة شرائية فعالة في وقت لاحق.

¹ المصري، رفيف يونس، آثار التضخم على العلاقات التعاقدية في المصارف الإسلامية والوسائل المشروعة للحماية، دار المكتبي، الطبعة الثانية، 2009م، ص7.

² حوبي، شهرزاد، أثر التضخم على عوائد الأسهم حالة بورصة السعودية، رسالة ماجستير، 2016م، ص3.

³ انظر * كركاشة، حسين، أثر التضخم على المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، رسالة ماجستير، 2011م، ص13-17.

* بلجيلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009م، ص136-137-138.

2- أنواع التضخم من حيث الأسباب المنشئة له:

يوجد معيارين لتحديد أنواع التضخم من حيث الأسباب التي أدت الى ظهوره الأول يتعلق بمصدر الضغط التضخمي أما المعيار الثاني فيقسم التضخم بناءً على العلاقات الاقتصادية الدولية الذي يندرج ضمنه التضخم المحلي والتضخم المستورد.

المعيار الأول: معيار مصدر الضغط التضخمي:

- تضخم الطلب: يتمثل هذا النوع من التضخم في زيادة الطلب الكلي على السلع والمنتجات عن نسبة المعروض منها بثمن معين ثابت، بحيث ينتج عن هذا الخلل في التوازن ما بين العرض والطلب ارتفاع في المستوى العام للأسعار.
- تضخم التكاليف: يتشكل هذا النوع من التضخم نتيجة ارتفاع تكاليف الإنتاج بنسبة تفوق معدل الزيادة الإنتاجية ارتفاعاً يؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار السائدة.
- التضخم الذاتي: يرى البعض أن هذا النوع من التضخم يرجع أساساً إلى ارتفاع معدلات الأجور بحيث ترتفع هذه الأخيرة بنسبة تزيد عن ارتفاع معدلات الكفاءة الإنتاجية فيشكل بالتالي فوارق كبيرة بين ارتفاعات الأجور والكفاءات الإنتاجية مما يؤدي إلى ارتفاع كبير ومستمر لمعدلات الأسعار والأجور.

المعيار الثاني: معيار العلاقات الاقتصادية الدولية:

- التضخم المحلي: يعود هذا النوع من التضخم أساساً إلى وجود ثغرات أو اختلالات هيكلية للاقتصاد الوطني خاصة في الدول المتخلفة، بمعنى أن التضخم المحلي هو نتيجة عدم التوازن بين كفتي الطلب الكلي والعرض الكلي في الاقتصاد القومي.
 - التضخم المستورد: يقصد به التضخم الذي ينساب إلى الاقتصاد المحلي من الخارج، وقد أعتبر مشكلة ناتجة عن تقويم العملة بأقل من سعرها الحقيقي في سوق الصرف، ويظهر في البلدان النامية التي تستورد معظم السلع والخدمات من الخارج نتيجة لارتفاع الأسعار في الدول المستوردة.
- ### المعيار الثاني: معيار العلاقات الاقتصادية الدولية:
- التضخم المحلي: يعود هذا النوع من التضخم أساساً إلى وجود ثغرات أو اختلالات هيكلية للاقتصاد الوطني خاصة في الدول المتخلفة، بمعنى أن التضخم المحلي هو نتيجة عدم التوازن بين كفتي الطلب الكلي والعرض الكلي في الاقتصاد القومي.
 - التضخم المستورد: يقصد به التضخم الذي ينساب إلى الاقتصاد المحلي من الخارج، وقد أعتبر مشكلة ناتجة عن تقويم العملة بأقل من سعرها الحقيقي في سوق الصرف، ويظهر في البلدان النامية التي تستورد معظم السلع والخدمات من الخارج نتيجة لارتفاع الأسعار في الدول المستوردة.

3- أنواع التضخم من حيث خصائصه:

بالنظر إلى خصائص التضخم نجد معيارين لتحديد أنواعه: المعيار الأول من حيث مدى حدة الضغط التضخمي أما المعيار الثاني فيتعلق باختلاف القطاعات التضخمية.

المعيار الأول: معيار مدى حدة الضغط التضخمي:

- التضخم الجامح: يعتبر هذا النوع من التضخم من أخطر الأنواع على الاقتصاد القومي على الإطلاق بحيث ترتفع الأسعار بصورة خيالية وباستمرار، وتتوقف قيمة النقود عن العمل كمستودع للقيم، وفي حال استمر ذلك فإنه يؤدي إلى انهيار النظام النقدي وتنهار معه قيمة الوحدة النقدية.
- التضخم المتوسط: يتمثل هذا النوع من التضخم في ارتفاع الأسعار لكن بمستويات أقل من مستوى الارتفاعات التي يعرفها التضخم الجامح وهذا يعني أن آثاره تكون أقل خطورة على الاقتصاد كما أنه لا يتم فقدان الثقة بالنقد المتداول بصورة عامة وأهم ما يميز هذا التضخم هو قدرة السلطات الحكومية على علاجه ومكافحته والحد من آثاره السلبية على الاقتصاد.

المعيار الثاني: معيار اختلاف القطاعات الاقتصادية:

إن تنوع القطاعات الاقتصادية الموجودة أدى إلى تنوع القطاعات التضخمية فالتضخم الذي يظهر في قطاعات الصناعات الاستهلاكية يختلف عنه في القطاعات الاستثمارية، كما أن التضخم في سوق السلع يختلف عن التضخم الذي ينشأ في سوق عوامل الإنتاج:

- التضخم في أسواق السلع:

- التضخم السلعي: يحدث هذا التضخم في قطاع صناعات الاستهلاك عندما تزيد نفقة إنتاج سلع الاستثمار على الادخار أي أن الأفراد يتجهون إلى الاستهلاك على حساب مدخراتهم وهذا ما ينعكس بالإيجاب على أصحاب المشاريع في الصناعات للسلع الاستهلاكية.

- التضخم الرأسمالي: هو التضخم الذي يحصل في قطاع صناعات الاستثمار معبراً عن زيادة قيمة سلع الاستثمار على نفقة انتاجها، مما يعود بالفائدة على قطاعي الاستهلاك والاستثمار معاً.

- التضخم في أسواق عوامل الإنتاج:

- التضخم الربحي: وهو يعبر عن زيادة الاستثمار على الادخار بصفة عامة بحيث تتحقق أرباح في قطاع صناعات سلع الاستهلاك، وقطاع صناعات الاستثمار.
- التضخم الداخلي: يحدث هذا النوع من التضخم نتيجة ارتفاع أجور العمال مما يترتب عليها تزايد نفقات الإنتاج وبالتالي ارتفاع أسعار عوامل الإنتاج.

المطلب الثاني: أسباب التضخم وآثاره.

أولاً: أسباب التضخم:

" تعتبر ظاهرة التضخم انعكاس لاختلال في توازن القوى الاقتصادية، وقد تكون هذه القوى هيكلية أو غير هيكلية وعلى مستوى الاقتصاد الكلي أو الجزئي، وينتج التضخم، كأية ظاهرة اقتصادية أخرى، عن تفاعل عدة عوامل لا بد من تحديدها ومعرفة طبيعة العلاقة بينهما.¹

فالتضخم يعبر عن الفجوة ما بين حجم كل من الطلب الكلي الفعلي وبين حجم العرض الكلي من السلع والمنتجات المعروضة عند مستوى معين من الاستخدام، بحيث تنعكس تلك الفجوة بارتفاع في مستويات الأسعار السائدة، "ومن أهم النظريات التي فسرت أسباب هذه الظاهرة"²:

1- نظرية تضخم جذب الطلب: كما يدل عليه اسمه فإن التضخم في هذه الحالة ناتج عن ارتفاع المستوى العام للأسعار، أما السبب وراء ذلك فهو ارتفاع في الطلب الكلي نتيجة زيادة مستوى الدخل هذا من جهة، من جهة أخرى بقاء الإنتاج في نفس المستوى، بحيث يعجز القطاع الإنتاجي عن تلبية الزيادة في الطلب الكلي، فيختل التوازن الكلي وينعكس ذلك على مستوى الأسعار التي تتجه نحو الارتفاع.

2- نظرية تضخم دفع النفقة: تتجه هذه النظرية إلى تحليل جانب العرض أكثر من اهتمامها بتحليل جانب الطلب في تفسير هذه الظاهرة، حيث يتجه المنتجون إلى تحديد معدلات الأرباح عند مستوى مرتفع لا يمكن التنازل عنه، كما يلجأ العمال من خلال النقابات العمالية إلى تحديد الأجور عند مستوى لا يمكن أن يتنازلوا عنه، عندها يلجأ المنتجون لزيادة الأسعار لتعويض الزيادة في تكاليف الإنتاج والحفاظ على نسبة الربح العالية.

3- نظرية التضخم الهيكلي: تفسر هذه النظرية التضخم الذي يصيب الدول المتخلفة في سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية لأنه ينتج عن الاختلال في هيكل كل من الطلب الكلي والعرض الكلي.

¹ الاقتصاد النقدي، أملية جامعية، منشورات جامعة دمشق، 2011م، ص286-287.

² بلجالية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م، ص138.

ثانياً: آثار التضخم:

تؤدي ظاهرة التضخم إلى العديد من النتائج والتي تؤثر سلباً على الاقتصاد، والتي يمكن التعرض لأهم هذه الآثار فيما يلي:¹

- 1- أثر التضخم على القيمة الشرائية للنقود: تؤدي الارتفاعات المستمرة في الأسعار إلى فقدان النقود لجزء من قوتها الشرائية، مما ينعكس في إضعاف ثقة الأفراد بوحدة العملة الوطنية، مما يؤدي بالأفراد إلى إنفاق دخولهم على الاستهلاك الحاضر وشراء السلع المعمرة والعقارات والعملات الصعبة ويضعف الادخار، وبالتالي تفقد النقود وظيفتها كمخزن للقيمة.
- 2- أثر التضخم على ميزان المدفوعات: يؤثر التضخم سلباً على ميزان المدفوعات، لأن الدولة التي تعاني من ارتفاع الأسعار تجد أن منتجاتها تفقد قدرتها على المنافسة، وبذلك تزداد وارداتها وتقل صادراتها، وفي الأخير يحدث عجز في ميزان المدفوعات.
- 3- تأثير التضخم على توزيع الثروة: يعمق التضخم التفاوت في توزيع الدخل والثروات، ويخلق موجة من التوتر والتذمر الاجتماعي بدرجة تهدد جو الاستقرار الاجتماعي والسياسي الضروري لدفع عجلة التنمية الاقتصادية.
- 4- أثر التضخم على هيكل الإنتاج: يؤدي التضخم إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الاقتصادي التي لا تفيد التنمية في مراحلها الأولى، لأن ارتفاع مستويات الأسعار والأجور والأرباح في القطاعات الإنتاجية المخصصة لإنتاج السلع الاستهلاكية أو التي تتمتع بطبيعة المضاربة، سوف تتجه إلى رؤوس الأموال على حساب الأنشطة الإنتاجية والاستثمارية والتي هي أساسية لتحقيق النمو الاقتصادي، مما ينجر عن هذا شلل الصناعات الأساسية إذا أنها تتحمل عبء ارتفاع الأجور، وفي نفس الوقت لا توجد رؤوس الأموال الكافية لتوسيع طاقتها الإنتاجية.

¹ انظر * كركاشنة، حسين أثر التضخم على المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، رسالة ماجستير، 2011م، ص 19-21.
* بلجبلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م، ص 138.

المطلب الثالث: معالجة ظاهرة التضخم.

أولاً: معالجة ظاهرة التضخم اعتماداً على السياسة النقدية:

يعتبر التضخم ظاهرة نقدية بالأساس وإن تعددت أسبابه، لذلك ركزت معظم النظريات والدراسات على الأساليب النقدية لمعالجة هذه الظاهرة.

- تعريف السياسة النقدية: " هي السياسة المرتبطة بالنقود والجهاز المصرفي، والتي تتحكم في الكمية النقدية اعتماداً على جملة من القرارات والإجراءات النقدية، من أجل التأثير في النظام النقدي، كما أن بعض الاقتصاديين ينظرون إلى السياسة النقدية بأنها عبارة عن سياسة الحكومة والبنك المركزي تجاه خلق النقود."¹

إن أهداف السياسة النقدية الرئيسية يمكن أن تتلخص بالأمور التالية:²

- تحقيق الاستخدام الكامل للموارد الاقتصادية والذي يتمثل بالحد الأدنى للبطالة.
- استقرار الأسعار.
- المحافظة على التوازن في ميزان المدفوعات الخارجية.
- العمل على توفير المتطلبات النقدية للنمو الاقتصادي.

أدوات السياسة النقدية للحد من التضخم:

1- سياسة سعر إعادة الخصم:³

ويعرف سعر إعادة الخصم بأنه سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية مقابل إعادة خصم الأوراق التجارية، وتحويلها إلى نقود قانونية. ومنه فإذا رأى البنك المركزي بأن الكمية المعروضة أكثر من الحجم المناسب رفع من سعر إعادة الخصم، فتحجم البنوك التجارية عن الاقتراض منه، ويتقلص حجم الودائع النقدية وينخفض عرض النقود، مما تضطر البنوك إلى رفع أسعار الفائدة على قروضها لعملائها، وبذلك ينكمش حجم القروض، ويقل حجم النقود المتداولة على مستوى الاقتصاد الوطني ككل، ويقل الطلب على السلع والخدمات حتى يتوازن مع المعروض المتاح منها وتقل بالتالي حدة الاتجاه التضخمي.

¹ بلجيلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م، ص139.

² الاقتصاد النقدي، أملية جامعية، منشورات جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2011م، ص197.

³ كركاشة، حسين، أثر التضخم على المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، رسالة ماجستير، 2011م، ص25.

2- سياسة السوق المفتوحة:

وهي دخول البنك المركزي للسوق المالية بصفته بائعاً ومشترياً للأوراق المالية والتجارية وأذونات الخزينة مباشرة أو من خلال الأسواق المالية.

"فإذا ما أراد البنك المركزي أن يحقق انكماشاً في كمية النقود القانونية، فإنه يبيع الأصول الرأسمالية فيمتص السيولة وينخفض حجم الائتمان، ويرجع ذلك إلى أن أثمان هذه الأصول يحصل عليها البنك المركزي من المشتريين في شكل نقود ورقية، ويحصل العكس إذا دخل البنك المركزي مشترياً لهذه الأصول."¹

إن عمليات السوق المفتوحة هي غالباً الوسيلة المفضلة للتحكم بعرض النقود لعدة أسباب:²

- عمليات السوق المفتوحة يمكن أن تستخدم بشيء من الدقة والإحكام.
- عمليات السوق المفتوحة مرنة للغاية، إذا قرر البنك المركزي أن يعكس الدورة، يمكنه بسهولة التحول من شراء الأوراق المالية إلى بيعها.
- عمليات السوق المفتوحة لها أثر يمكن التنبؤ به بشكل جيد على عرض النقود.

3- سياسية تغير نسبة الاحتياطي القانوني:

" في حالات التضخم إذا لاحظ البنك المركزي أن حجم الائتمان الذي قامت به البنوك التجارية قد تجاوز المستوى المرغوب فيه، فسوف يلجأ إلى رفع نسبة الاحتياط القانوني ويترتب على ذلك تقليل سيولة هذه البنوك عن طريق تجميد جزء من احتياطاتها النقدية، مما يترتب عليه التقليل من قدرتها على التوسع في عمليات الإقراض وخلق ودائع جديدة، إذ قد تضطر البنوك التجارية إلى التوقف عم منح الائتمان لفترة من الزمن حتى يمكنها رفع رصيدها لدى البنك المركزي، وبهذا يقل الطلب الكلي مما يؤدي إلى انخفاض الأسعار والتقليل من حدة الموجة التضخمية."³

¹ بلجبلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م، ص142.

² الحريري، محمد خالد، وغيره، الاقتصاد الكلي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2011م، ص272.

³ كركاشة، حسين، أثر التضخم على المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، رسالة ماجستير، 2011م، ص26.

ثانياً: معالجة ظاهرة التضخم اعتماداً على السياسة المالية:

- تعريف السياسة المالية: "مجموعة من الوسائل والتدابير التي تتخذها الدولة استناداً لحالة النشاط الاقتصادي، مستخدمة كافة الوسائل المالية الهامة للتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية بهدف زيادة معدل النمو الاقتصادي."¹

أدوات السياسة المالية للحد من التضخم:²

- 1- زيادة الضرائب وخاصة الضرائب المباشرة على الدخل.
- 2- تخفيض حجم الإنفاق العام.
- 3- إطفاء القروض العامة من خلال حصيلة الضرائب أو تكوين احتياطي إذا لم يكن هناك قروض مستحقة على الخزينة العامة.

ثالثاً: الأسهم كوسيلة تحوط ضد مخاطر التضخم:

"حاول الاقتصاديون إثبات الفرضية التي تقول إنه يوجد علاقة طردية بين أسعار الأسهم والتضخم، باعتبار أن ارتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يدفع بالمستثمرين إلى حماية مدخراتهم من مخاطر تآكل القوة الشرائية، وذلك باستثمارها في شراء الأسهم فترتفع أسعارها"³.

من جانب آخر قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخر للعلاقة الطردية بين التضخم وارتفاع أسعار الأسهم، على أساس أن العديد من الشركات يؤدي الخزين السلعي فيها دوراً هاماً في تحديد مستوى الأرباح، ومن ثم يعني ارتفاع المستوى العام للأسعار إمكانية بيع هذا الخزين بأسعار عالية مقارنة بأسعار الكلف، وهو ما ينعكس مباشرة على مقسوم الأرباح، ومن ثم على أسعار الأسهم⁴.

لذلك أعتقد عدد كبير من الاقتصاديين بإمكانية استخدام الأسهم كوسيلة تحوط ضد مخاطر التضخم.

"إذ يلاحظ أن عدد كبير من الشركات تزيد أسعار منتجاتها في فترات التضخم في حين يبقى جزء كبير من التزاماتها ثابت، لذلك فإن أي زيادة في أرباح الشركات توزع على حاملي الأسهم لتعويضهم عن انخفاض القدرة الشرائية لدخولهم"⁵

1 كنعان، علي، الاقتصاد المالي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2008م، ص307.

2 المرجع السابق، ص369.

3 عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، جامعة ديالي، 2012م، ص19

4 انظر عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، جامعة ديالي، 2012م، ص20

5 بلجيلية، سميرة، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م، ص148.

وفي سبعينات القرن الماضي قدم الاقتصادي فاما آلية مختلفة لتفسير للعلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم مفادها أن الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع المتغيرات الحقيقية (النشاط الاقتصادي) في حين يرتبط النشاط الاقتصادي بعلاقة عكسية مع التضخم المر الذي يجعل من التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية أيضاً¹.

¹ انظر عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، جامعة ديالى، 2012م، ص20

الإطار العملي

دراسة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك ييمو
السعودي الفرنسي وبنك سورية الدولي الإسلامي.

المطلب الأول: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية:

شهد الاقتصاد السوري منذ فترة ليست ببعيدة العديد من الإصلاحات التي تناولت كافة أوجه النشاط الاقتصادي، وكغيره من القطاعات كان للقطاع المالي نصيبه من هذه الإصلاحات بشكل عام ولقطاع الأوراق المالية بشكل خاص.

وعلى هذا تم إنشاء سوق للأوراق المالية في سوريا تعرف باسم "سوق دمشق للأوراق المالية"

أولاً: التأسيس:

"أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006م، ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق، تم الافتتاح الرسمي للسوق في 10/03/2009"¹

"كما نص المرسوم على أن ينشأ في السوق مركز يسمى مركز المقاصة والحفظ المركزي، يقوم بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيلها ونقل ملكيتها ومقاصها وتسويتها"²

وهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: "أحدثت بقانون /22/ لعام 2005م كجهة ناظمة ترتبط برئيس مجلس الوزراء وتتمتع بالشخصية الاعتبارية وبالاستقلال المالي والإداري ويكون مقرها دمشق، وتمارس 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 ومفتشي الحسابات من خلال مديرياتها باختصاصاتها المختلفة"³

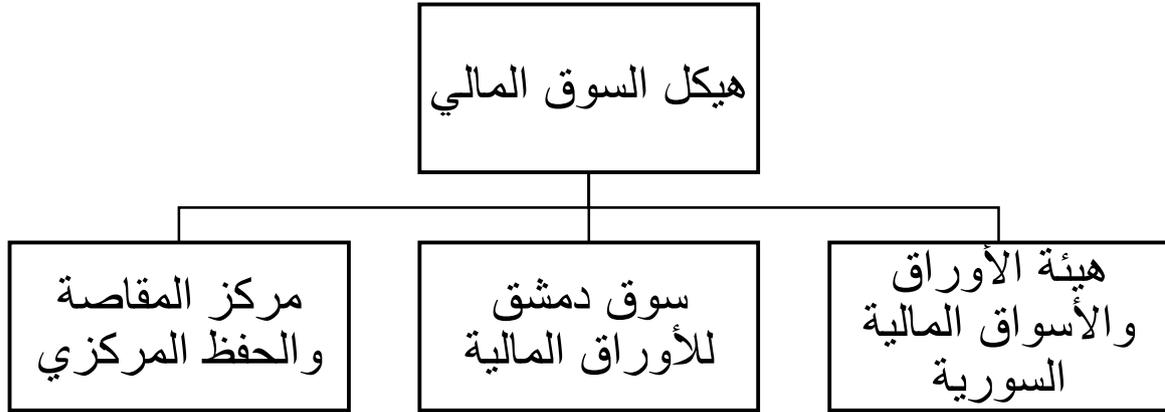
¹ موقع سوق دمشق للأوراق المالية، www.dse.com

² موقع سوق دمشق للأوراق المالية، www.dse.com

³ موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية والسورية، www.scfms.sy

وبناءً على هذا فإن هيكل السوق المالي السوري يتألف من ثلاث جهات يمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم(2): يبين هيكل السوق المالي السوري:



المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على كتاب الأسواق المالية للدكتور سليمان الموصلبي وغيره.

ثانياً: الأوراق المالية المتداولة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تشمل على:¹

- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول.
- سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية.
- أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية.
- الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار.
- أي أوراق مالية أخرى سوري وغير سورية متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وحالياً يتم تداول أسهم الشركات المساهمة السورية مقسمة إلى القطاعات التالية: (قطاع البنوك- قطاع التأمين- القطاع الصناعي- القطاع الزراعي- قطاع الخدمات).

¹ موقع سوق دمشق للأوراق المالية، www.dse.com

وفيما يلي جدول يوضح أسماء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية حتى تاريخ إنجاز هذا البحث:

الجدول رقم (3): يبين أسماء الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

التاريخ الإيداع	نوع السوق	الرمز	اسم الشركة المدرجة	القطاع
2/3/2009	موازي-أ	AHT	الشركة الأهلية للنقل	الخدمات
2/3/2009	موازي-ب	UG	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والسويق	
2/3/2009	موازي-أ	ARBS	البنك العربي- سورية	البنوك
30/3/2009	نظامي	BTF	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	
23/6/2010	موازي-أ	BOJS	بنك الأردن- سورية	
15/10/2014	نظامي	BBSY	بنك البركة- سورية	
25/5/2014	نظامي	CHB	بنك الشام	
2/12/2010	نظامي	SHRQ	بنك الشرق	
17/11/2009	موازي-أ	BBS	بنك بيلوس- سورية	
2/2/2009	نظامي	BBSF	بنك بيمو السعودي الفرنسي	
2/6/2009	نظامي	SIIB	بنك سورية الدولي الإسلامي	
28/7/2010	موازي-أ	SGB	بنك سورية والخليج	
5/3/2009	نظامي	BSO	بنك سورية والمهجر	
5/3/2009	نظامي	BASY	بنك عودة سورية	
8/4/2010	نظامي	QNBS	بنك قطر الوطني- سورية	
5/1/2010*	نظامي	FSBS	فرنسبنك- سورية	
10/6/2009	نظامي	AVOC	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية	الصناعي

التاريخ الإدراج	نوع السوق	الرمز	اسم الشركة المدرجة	القطاع
27/7/2011	موازي-ب	SAIC	الاتحاد التعاوني للتأمين	التأمين
7/4/2010	نظامي	AROP	السورية الدولية للتأمين- أروب	
3/5/2012	موازي-أ	SKIC	الشركة السورية الكويتية للتأمين	
7/6/2010	نظامي	NIC	الشركة السورية الوطنية للتأمين	
24/6/2009	نظامي	UIC	الشركة المتحدة للتأمين	
22/8/2010	نظامي	AIC	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	

المصدر: جدول من إعداد الباحثة بناءً على البيانات الموجودة في موقع السوق: www.dse.com

هذا وتجدر الإشارة إلى أن سوق دمشق للأوراق المالية تشتمل على:¹

- السوق النظامية: وهي التي يتم من خلالها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج خاصة تتعلق بتوفر شروط الربحية والرسملة وعدد المساهمين وغيرها.
- السوق الموازية: والتي يتم فيها تنظيم التعامل بأسهم شركات تحكمها شروط إدراج ميسرة خاصة بهذه السوق وتعمل على توفير المبكرة للأوراق المالية المدرجة وذلك إلى حين توفر الشروط الخاصة بإدراجها في السوق النظامية.

المطلب الثاني: لمحة عن التضخم في سورية.

إن سلامة أي منظومة اقتصادية في أي بلد يفرض عليها الحفاظ على أربع مؤشرات اقتصادية مهمة، تدهورها يعرض الاقتصاد الكلي إلى اختلالات هيكلية وجملة من الانتكاسات تؤدي لاستنزاف الاقتصاد وانهياره في حال استمراره وهذه المؤشرات هي: معدل النمو، ومعدل التضخم، ومعدل ميزان المدفوعات، ومعدل البطالة.

"ويتم قياس التضخم من خلال مؤشرات تقيس تغيرات الأسعار لسلة مختلفة من السلع والخدمات في أوقات مختلفة من السنة، بعد تثبيت سنة الأساس التي تنسب إليها التغيرات

¹ الحوراني، أكرم محمود، النقود والمصارف، جامعة دمشق، 2010م، ص 216.

السعرية، ومن هذه المؤشرات الرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI، والرقم القياسي لأسعار المنتج PPI، والرقم القياسي لمخفض الناتج القومي IDP¹ وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

ومن خلال الملحق رقم (1) والذي يعبر عن بيانات التضخم الشهرية قبل وخلال الأزمة وذلك من عام 2008م إلى عام 2015م، تم حساب المتوسط السنوي للتضخم، وذلك لبيان التغيرات في الرقم القياسي لأسعار المستهلك والجدول رقم (4) يوضح ذلك:

الجدول رقم (4): المتوسط السنوي للتضخم (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) خلال الفترة (2008-2015م):

البيان	السنة	المتوسط السنوي للتضخم
قبل الأزمة	2008	132.40
	2009	136.18
	2010	142.09
	2011	150.35
خلال الأزمة	2012	204.64
	2013	385.74
	2014	324.1
	2015	448.83

المصدر: جدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (1) و(2) المستمدين من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري.

- في عام 2009 نلاحظ أن المتوسط السنوي للتضخم ارتفع بنسبة بسيطة مقدارها 2.85%.
- أما في عام 2010 فقد كانت نسبة التغير في المتوسط السنوي للتضخم بسيطة أيضاً فبلغت 4.33%.
- وفي عام 2011 بلغت 5.49%.
- ونلاحظ في عام 2012م في حين ابتداء الأزمة أن المتوسط السنوي للتضخم ارتفع بنسبة عالية جداً، حيث بلغت نسبة التغير 59.93%.
- وفي عام 2013م استمر التضخم بالارتفاع حيث بلغت نسبة التغير في المتوسط السنوي للتضخم 88.49%.

¹ قومان، مناف محمود، أسباب ونتائج التضخم الاقتصادي في سوريا قبل وبعد 2011م، مركز إدراك للدراسات والاستشارات، ص5.

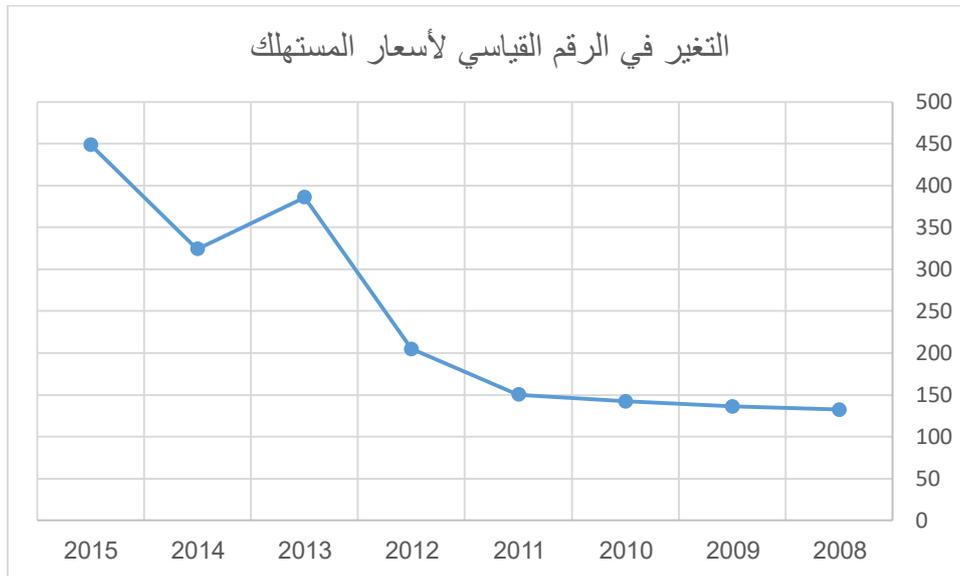
- في حين أن هذه النسبة انخفضت في عام 2014م لتبلغ -15.9%.
- في حين عاود التضخم الارتفاع في عام 2015م لتبلغ نسبة التغير في المتوسط السنوي للتضخم 38.48%.

ونلاحظ هنا أن معدلات التضخم خلال سنوات الأزمة قد سجلت ارتفاعات كبيرة ومستمرة، ولعل من أهم الأسباب التي أدت إلى زيادة التضخم خلال الأزمة هي ما يلي:¹

- العقوبات الاقتصادية من الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي وبعض الدول العربية.
- تدهور الإنتاج المحلي.
- السياسات الحكومية في تحرير أسعار السلع الأساسية.
- تراجع سعر صرف الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية.

والرسم البياني التالي يوضح التغيرات في معدلات التضخم خلال الفترة (2008-2015م):

الشكل رقم (3): التغير في معدل التضخم خلال مدة الدراسة:



المصدر: إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL، اعتماداً على تقارير التضخم في الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري.

¹ تقرير: تأثير الأزمة في الاقتصاد السوري، مركز دمشق للأبحاث والدراسات، ص24-25.

وفيما يلي سنأخذ دراسة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم مصرفين، الأول تقليدي وهو بنك بيمو السعودي الفرنسي، والثاني إسلامي وهو بنك سورية الدولي الإسلامي.

المطلب الثالث: دراسة حالة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي BBSF أحد المصارف التقليدية:

أولاً: معلومات عن بنك بيمو السعودي الفرنسي:¹

تم تأسيس بنك بيمو السعودي الفرنسي في عام 2003/12/29م، وبدء عمله في 2004/1/4م.

رأسمال البنك المصرح به هو: 6500,000,000، وعدد الأوراق المالية فيه هي: 65,000,000، حيث أن القيمة الاسمية للسهم هي 100 ليرة سورية.

ثانياً: تطور سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي من عام 2008م إلى عام 2015م. حيث كان سعر إدراج السهم 915 ليرة سورية، وتم تقسيم الدراسة لمرحلتين قبل الأزمة وخلال الأزمة، والجدول رقم (4) يوضح ذلك حيث تم العودة إلى نشرات التداول للوصول إلى سعر الإغلاق السنوي.

الجدول رقم (5): تطور سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الفترة (2008-2015م) المبلغ بالليرة السورية:

البيان	السنة	سعر الإغلاق ل.س	نسبة التغير %
قبل الأزمة	2008	1214.00	32.677
	2009	1607.00	32.37
	2010	1795.50	11.72
خلال الأزمة	2011	638.78	64.4-
	2012	140.25	78.04-
	2013	261.00	54.01
	2014	352.75	35.15
	2015	332.25	5.811-

المصدر: جدول من إعداد الباحثة، اعتماداً على نشرات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق

¹ موقع سوق دمشق للأوراق المالية، www.dse.com

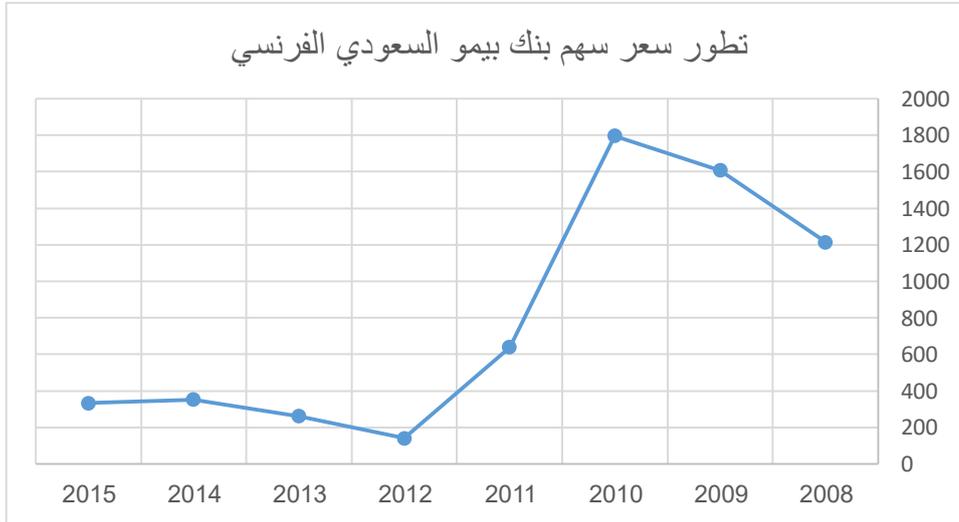
المالية.

بلغت نسبة التغير في سعر إغلاق سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي عام 2008م 32.67%، ولم تتغير هذه النسبة كثيراً في عام 2009م فقد بلغت 32.37%، في حين انخفضت نسبة التغير في سعر إغلاق السهم عام 2010م لتصل إلى 11.72% فقد ارتفع سعر سهم البنك بمقدار ضئيل حيث أصبح سعر السهم 1795.50 ل.س بعد أن كان 1607 ل.س، أما في عام 2011م فنلاحظ انخفاض شديد في سعر إغلاق السهم لتصل نسبة التغير إلى -64.4% هذا كان قبل الأزمة.

وفي عام 2012م مع بداية الأزمة، نلاحظ أن نسبة التغير في سعر إغلاق السهم مرتفعة حيث انخفض بنسبة 78.04%، حيث قام بنك بيمو السعودي الفرنسي بتجزئة أسهمه، بحيث أصبحت القيمة الاسمية للسهم الواحد تساوي 100 ليرة سورية، لنلاحظ عودة سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي إلى الارتفاع حيث أصبح 352.75 ل.س بعد أن كان 261 ل.س وبلغت نسبة التغير 35.15%، وفي عام 2015م عاود سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة الانخفاض ليصبح 332.25 ل.س فبلغت نسبة التغير -5.811%.

والرسم البياني التالي يوضح تطور سعر بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الفترة 2008-2015م:

الشكل رقم (4): تطور سعر سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي من عام 2008م إلى عام 2015م.



المصدر: إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL، اعتماداً على نشرات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

ثالثاً: اختبار الفرضيات:

اختبار الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة (2008-2011م).

جدول رقم (6): معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error
1	0.072	0.0053	-0.020	460.10

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

أظهرت نتائج الانحدار الخطي لبيانات التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة، أن قيمة معامل الارتباط بيرسون للانحدار الخطي البسيط (0.072) وهي تشير إلى وجود علاقة طردية ضعيفة جداً بين التضخم والأسعار السوقية لبنك بيمو السعودي الفرنسي (بنك تجاري) قبل الأزمة، أما معامل التحديد (التفسير) R^2 والذي بلغت قيمته (0.0053) فإنه يشير إلى أن النموذج يفسر 0.53% من التباين. بمعنى أن 0.53% من التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة تعزى للتغير في التضخم، بينما 99.47% من التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم تعود لعوامل أخرى، وذلك يعود إلى استقرار معدلات التضخم قبل الأزمة.

الجدول رقم (7): تحليل التباين واختبار النموذج

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	Df	
0.650844	0.20802	44038.9	44038.9	1	Regression
		211695	8256006	39	Residual
			8300044	40	Total

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

يبين تحليل التباين أن Sig أكبر من مستوى الدلالة (0.05) المعتمد في اختبار الفرضيات (>0.05) (Sig)، مما يشير إلى أن النموذج غير دال إحصائياً، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية البديلة، التي تنص على وجود أثر للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة ونقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة.

جدول رقم (8): اختبار معنوية معاملات الانحدار البسيط.

<i>P-value</i>	t Stat	<i>Standard Error</i>	<i>Coefficients</i>	
0.1460	1.48314	1324.77	1964.8	Intercept
0.6508	-0.45611	9.35191	-4.2654	التضخم

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

تبين من جدول الانحدار الخطي البسيط رقم (8)، أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (-4.265) أي أنّ زيادة التضخم بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة بمقدار (4.265)، لمعرفة مقدار أثر التضخم على أسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة نكون معادلة الانحدار التي يكون فيها المتغير التابع هو الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة والمتغير المستقل هو التضخم ليصبح النموذج ($Y=1964.83-40.26X$) حيث يمثل X التضخم.

اختبار الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية خلال الأزمة في الفترة (2012-2015م).

جدول رقم (9): معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error
1	0.645	0.416	0.403	150.824

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

ظهرت نتائج الانحدار الخطي لبيانات التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة، أن قيمة معامل الارتباط بيرسون للانحدار الخطي البسيط (0.64) وهي تشير إلى وجود علاقة طردية متوسطة بين التضخم والأسعار السوقية لبنك بيمو السعودي الفرنسي (بنك تجاري) خلال الأزمة، أما معامل التحديد (R^2) والذي بلغت قيمته (0.41) فإنه يشير إلى أن النموذج يفسر 41% من التباين. بمعنى أن 41% من التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة تعزى للتغير في التضخم، بينما 59% من التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة تعود لعوامل أخرى، وذلك بسبب عدم استقرار معدلات التضخم خلال الأزمة وتذبذبها.

الجدول رقم (10): تحليل التباين واختبار النموذج

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	Df	
7.29E-07	32.854	740037.7	74003	1	Regression
		22524.72	10361	46	Residual
			177617	47	Total

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

يبين تحليل التباين أن Sig أصغر من مستوى الدلالة (0.05) المعتمد في اختبار الفرضيات ($Sig < 0.05$)، مما يشير إلى أن النموذج دال إحصائياً وبالتالي يمكن الاعتماد عليه في تفسير أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة، أي نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر للتضخم على الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية (بنك بيمو السعودي الفرنسي) خلال الأزمة.

جدول رقم (11): اختبار معنوية معاملات الانحدار البسيط.

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
4.53E-14	10.69	74.785	800.18	Intercept
7.29E-07	-5.73	0.2101	-1.204	التضخم

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

تبين من جدول الانحدار الخطي البسيط رقم (11) أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (-1.204)، أي أن زيادة التضخم بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة بمقدار (-204.1)، لمعرفة مقدار أثر التضخم على أسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة، نكون معادلة الانحدار التي يكون فيها المتغير التابع هو الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي خلال الأزمة والمتغير المستقل هو التضخم ليصبح النموذج ($Y=800.18-1.204X$) حيث يمثل X التضخم.

المطلب الرابع: دراسة حالة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي SIIB أحد المصارف الإسلامية:

أولاً: معلومات عن بنك سورية الدولي الإسلامي:¹

تم تأسيس بنك سورية الدولي الإسلامي في عام 2007/4/9م، وبدء عمله 2007/9/15م.

رأس مال البنك المصرح به هو: 13,701,159,800 وعدد الأوراق المالية فيه: 137,011,598 حيث أن القيمة الاسمية للسهم هي 100 ليرة سورية.

¹ موقع سوق دمشق للأوراق المالية، www.dse.com

ثانياً: تطور سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي من عام 2008م إلى عام 2015م.

حيث كان سعر إدراج الأسهم هو 550 ل.س، وتم تقسيم الدراسة لمرحلتين قبل الأزمة وخلال الأزمة والجدول رقم 11 يوضح ذلك:

الجدول رقم (12): تطور سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الفترة (2008-2015م)، المبلغ بالليرة السورية:

البيان	السنة	سعر الإغلاق ل.س	نسبة التغير %
قبل الأزمة	2008	869.60	58.109
	2009	1091.73	25.543
	2010	1581.63	44.87
	2011	99.65	93.70-
خلال الأزمة	2012	70.30	29.45-
	2013	129.05	83.57
	2014	109.70	14.99-
	2015	93.50	14.76-

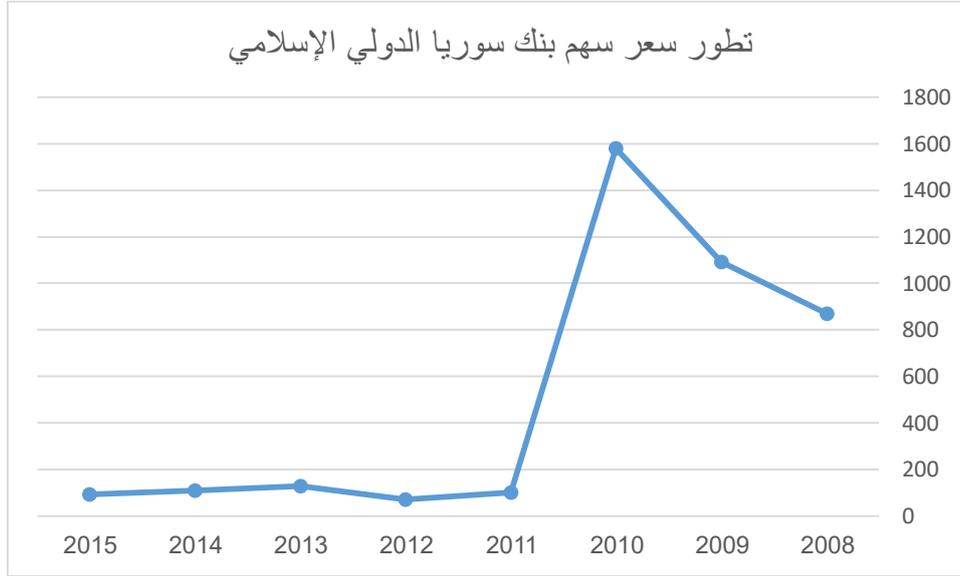
المصدر: إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL، اعتماداً على نشرات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

بلغت نسبة التغير في سعر إغلاق سهم بنك سورية الدولي الإسلامي في عام 2008م 58.109%، وفي عام 2009م بلغت هذه النسبة 25.54%، وفي عام 2010م وصل سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي إلى أعلى سعر حيث وصل إلى 1581.63 ل.س وبلغت نسبة التغير في سعر إغلاق السهم 44.87%، وفي عام 2011م نلاحظ أن نسبة التغير في سعر إغلاق السهم مرتفعة حيث انخفضت بنسبة كبيرة جداً هي 93.70%، حيث قام بنك سورية الدولي الإسلامي بتجزئة أسهمه، بحيث أصبحت القيمة الاسمية للسهم الواحد تساوي 100 ليرة سورية.

وفي عام 2012م مع بداية الأزمة، نلاحظ أن نسبة التغير في سعر إغلاق السهم بلغت -29.45%، في حين عاود سعر إغلاق السهم الارتفاع في عام 2013م ليصبح 129.05 ل.س بعد أن كان 70.30 ل.س وبلغت نسبة التغير 83.57%، في حين أن سعر إغلاق السهم انخفض في عام 2014م ليصبح 109.70، واستمر في الانخفاض عام 2015م ليصبح 93.50 ل.س وبلغت نسبة التغير -14.76%.

والرسم البياني التالي يوضح تطور سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الفترة 2008-2015م.

الشكل رقم (5): تطور سعر سهم بنك سورية الدولي الإسلامي من عام 2008م إلى عام 2015م.



المصدر: إعداد الباحثة باستخدام برنامج EXCEL، اعتماداً على نشرات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

ثالثاً: اختبار الفرضيات:

اختبار الفرضية الثالثة: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف الإسلامية قبل الأزمة خلال الفترة (2008-2011م).

جدول رقم (13): معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error
1	0.0791	0.00625	-0.0238	473.891

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

أظهرت نتائج الانحدار الخطي لبيانات التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة، أن قيمة معامل الارتباط بيرسون للانحدار الخطي البسيط (0.0791) وهي تشير إلى وجود علاقة طردية ضعيفة جداً بين التضخم والأسعار السوقية لبنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة (بنك إسلامي)، أما معامل التحديد (التفسير) R^2 والذي بلغت قيمته (0.00625) فإنه يشير إلى أن النموذج يفسر 0.62% من التباين. بمعنى أن 0.62% من التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة تعزى للتغير في التضخم، بينما 99.38% من التغيرات في الأسعار السوقية للأسهم تعود لعوامل أخرى، وذلك بسبب استقرار معدلات التضخم قبل الأزمة.

الجدول رقم (14): تحليل التباين واختبار النموذج:

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	
0.65146	0.207	46671.6	46671.6	1	Regression
		224573.1	7410913	33	Residual
			7457584	34	Total

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

يبين تحليل التباين أن Sig أكبر من مستوى الدلالة (0.05) المعتمد في اختبار الفرضيات (>0.05)، مما يشير إلى أن النموذج غير دال إحصائياً، وبالتالي فإننا نرفض الفرضية البديلة، التي تنص على وجود أثر للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة ونقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود أثر للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة.

جدول رقم (15): اختبار معنوية معاملات الانحدار البسيط.

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
0.0299	2.268	508.61	1153.88	Intercept
0.6514	-0.455	3.59902	-1.64071	التضخم

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

تبيين من جدول الانحدار الخطي البسيط رقم (15)، أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (-1.6407) أي أنّ زيادة التضخم بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة بمقدار (1.6407)، لمعرفة مقدار أثر التضخم على أسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة نكون معادلة الانحدار التي يكون فيها المتغير التابع هو الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة والمتغير المستقل هو التضخم ليصبح النموذج $(Y=1153.88-1.6407X)$ حيث يمثل X التضخم

اختبار الفرضية الرابعة: توجد علاقة ذو دلالة إحصائية للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم المصارف الإسلامية خلال الأزمة (2012-2015م).

جدول رقم (16): معاملات الارتباط للانحدار الخطي البسيط

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error
1	0.3115	0.09708	0.07745	18.205

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

ظهرت نتائج الانحدار الخطي لبيانات التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة، أن قيمة معامل الارتباط بيرسون للانحدار الخطي البسيط (0.31) وهي تشير إلى وجود علاقة طردية ضعيفة بين التضخم والأسعار السوقية لبنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة، أما معامل التحديد (التفسير) R^2 والذي بلغت قيمته (0.0907) فإنه يشير إلى أن النموذج يفسر 9.07% من التباين. بمعنى أن 9.07% من التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة تعزى للتغير في التضخم، بينما 90.93% من التغيرات في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة تعود لعوامل أخرى، وذلك بسبب تغير معدلات التضخم خلال الأزمة.

الجدول رقم (17): تحليل التباين واختبار النموذج

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	
0.03109	4.9462	1639.40	1639.40	1	Regression
		331.444	15246.4	46	Residual
			16885.8	47	Total

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

يبين تحليل التباين أن Sig أصغر من مستوى الدلالة (0.05) المعتمد في اختبار الفرضيات ($Sig < 0.05$)، مما يشير إلى أن النموذج دال إحصائياً وبالتالي يمكن الاعتماد عليه في تفسير أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة، أي نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة.

جدول رقم (18): اختبار معنوية معاملات الانحدار البسيط.

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
1.23E-12	9.6546	9.0718	87.58494	Intercept
0.031097	2.2240	0.0254	0.05669	التضخم

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام البرنامج الحاسوبي Excel، واستناداً إلى بيانات التضخم من الموقع الإلكتروني للمكتب المركزي الإحصائي السوري والبيانات الشهرية لتداول الأسهم في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

تبين من جدول الانحدار الخطي البسيط رقم (18)، أن قيمة معامل الانحدار الخطي بلغت (0.0565) أي أنّ زيادة التضخم بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة بمقدار (0.056)، لمعرفة مقدار أثر التضخم على أسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية قبل الأزمة نكون معادلة الانحدار التي يكون فيها المتغير التابع هو الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة والمتغير المستقل هو التضخم ليصبح النموذج ($Y=87.58+0.056X$) حيث يمثل X التضخم.

أهم النتائج والتوصيات.

أولاً: النتائج

من خلال دراستنا للتضخم والأسعار السوقية للأسهم وتطبيق تحليل الانحدار الخطي البسيط على البيانات الشهرية للتضخم والأسعار السوقية للأسهم للفترة 2008-2015م، ظهرت النتائج التالية:

- هنالك العديد من العوامل المهمة التي تؤثر على سعر السهم السوقي غير التضخم.
- إن الاعتماد على الأسهم وحدها للتحوط ضد مخاطر التضخم ليس مجدياً، وذلك لأن الأسعار السوقية إما أنها لا تتأثر بالتضخم أو تتأثر بنسبة ضعيفة جداً.
- وجود علاقة طردية ضعيفة جداً بين التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة، التباين في التضخم كمتغير مستقل يفسر (0.53%) من التباين في تغير الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة، لا يوجد أثر دال إحصائياً للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة عند مستوى الدلالة (0.05).
- وجود علاقة طردية متوسطة الشدة بين التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة، التباين في التضخم كمتغير مستقل يفسر (41%) من التباين في تغير الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة، يوجد أثر دال إحصائياً للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة عند مستوى الدلالة (0.05).
- وجود علاقة طردية ضعيفة جداً بين التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة، التباين في التضخم كمتغير مستقل يفسر (0.62%) من التباين في تغير الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة، لا يوجد أثر دال إحصائياً للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة.
- وجود علاقة طردية ضعيفة جداً بين التضخم والأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة، التباين في التضخم كمتغير مستقل يفسر (9.07%) من التباين في تغير الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة، يوجد أثر دال إحصائياً للتضخم في الأسعار السوقية لأسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة.
- ومن هنا نستنتج أن للتضخم أثر في الأسعار السوقية للأسهم في المصارف التجارية والإسلامية خلال الأزمة، بينما لم يكن له تأثير على الأسعار السوقية لأسهم المصارف التجارية والإسلامية قبل الأزمة.

ثانياً: التوصيات:

من خلال ما توصلت إليه الدراسة النتائج نقترح مجموعة من التوصيات:

- يجب أخذ كل القطاعات في سوق دمشق للأوراق المالية عند إجراء الدراسة وذلك لبيان أثر التضخم على الأسعار السوقية لأسهمها.
- على كل شركة القيام بدراسات وأبحاث لمعرفة العوامل التي تؤثر على الأسعار السوقية لأسهمها، فقد وجدنا أنه يوجد عوامل هامة أخرى تؤثر على الأسعار السوقية للأسهم غير التضخم.
- ضرورة أن يكون هنالك تكامل وتنسيق بين السياسة النقدية ممثلة بالبنك المركزي والهيئة المشرفة على السوق المالي من أجل تعزيز وتنسيق عمل السياسة النقدية وتحقيق أهدافها النهائية، دون أن يسبب ذلك تقلبات في الأسعار السوقية للأسهم في مختلف القطاعات.

الخاتمة

لقد تناولنا في الإطار النظري لهذه الدراسة الحديث عن الأسواق المالية، وعن كل من المصارف الإسلامية والتقليدية وعن أهم الفروق الجوهرية بينهما، وعن الأسهم وقيمتها السوقية، وتحدثنا عن التضخم وأنواعه ومعالجته، وتناولنا في الإطار العملي دراسة أثر التضخم في الأسعار السوقية لأسهم كل من المصارف التقليدية والإسلامية لنتوصل من خلال هذه الدراسة أن الأسهم ليست وسيلة تحوط جيدة من مخاطر التضخم في سورية. وفي ختام هذا العمل المتواضع لا يسعني إلا أن أحمد الله على نعمه، وعلى عونه لي في إتمام هذه الدراسة التي قد أكن أصبت فيها أو أخطأت رغم الصعوبات التي واجهتني.

والحمد لله رب العالمين

المصادر والمراجع:

- 1) البراجنة، أمجد، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009م.
- 2) البرواري، شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، دمشق، الطبعة الأولى، 2003م.
- 3) البقاعي، أنس تجربة المصارف الإسلامية في سورية الواقع والمعوقات، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، المجلد 30، العدد الأول، 2014م.
- 4) الحريري، محمد خالد، وآخرون، الاقتصاد الكلي، جامعة دمشق، 2001م.
- 5) الحوراني، أكرم محمود، وآخرون، النقود والمصارف، جامعة دمشق، 2010م.
- 6) الزعيم، هيثم الطحان، مقرر التشريعات التجارية، مقرر في جامعة بلاد الشام.
- 7) الشيخ، بسام الأحمد، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار المصطفى، جامعة دمشق، الطبعة الأولى، 2012م.
- 8) الكيلاني، قيس أديب، التنبؤ بالقيمة السوقية للأسهم، دراسة لعينة من الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 2003م.
- 9) المصري، رفيق يونس، آثار التضخم على العلاقات التعاقدية في المصارف الإسلامية والوسائل المشروعة للحماية، دار المكتبي، الطبعة الثانية، 2009م.
- 10) الهيتي، عبد الرزاق، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار أسامة للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1998م.
- 11) الوادي، محمود حسين، وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة، الأردن، الطبعة الأولى، 2010م.
- 12) بلجبلية، سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009م.
- 13) بوكساني، رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005م.
- 14) حوبي، شهرزاد، أثر التضخم على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، 2016م.
- 15) خوجة، عز الدين، عمليات التمويل الإسلامي، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية.
- 16) رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، الطبعة الأولى، القاهرة، 1996م.
- 17) عبو، عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز صناديق الاستثمار، رسالة دكتوراه، جامعة حسين بن بو علي بالشلف، 2015م.
- 18) عطية، محمود صالح، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، جامعة ديالي، 2012م.

- (19) فرحان، حسين ثابت، أثر الأزمة المالية الحالية على أداء المصارف الإسلامية والتنمية، جامعة صنعاء، 2010م.
- (20) قنطجى، سامر مظهر، الفروق الجوهرية بين المصارف الإسلامية والمصارف الربوية، دار إحياء للنشر، الطبعة الثانية، 2014م.
- (21) قومان، مناف محمود، أسباب ونتائج التضخم الاقتصادي في سورية قبل وبعد 2011م، مركز إدراك للدراسات والاستشارات.
- (22) كركاشة، حسين، أثر التضخم على المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، رسالة ماجستير، 2011م.
- (23) كنعان، علي، وآخرون، الاقتصاد المالي، جامعة دمشق، 2008م.
- (24) لطرش، سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، رسالة دكتوراه، جامعة منتوري قسنطينة، 2009م.
- (25) موصلى، سليمان، وآخرون، الأسواق المالية، جامعة دمشق، 2013م.
- (26) نصر، خالد، أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، 2015م.
- (27) الاقتصاد النقدي، أملية جامعية، منشورات جامعة دمشق، 2001م.
- (28) تقرير: تأثير الأزمة في الاقتصاد السوري، مركز دمشق للأبحاث والدراسات.
- (29) معجم اللغة العربية، المعجم الوسيط، مكتبة الشروق الدولية، الطبعة الرابعة.
- سوق دمشق للأوراق المالية، المدخل إلى الأسواق المالية.
- (30) موقع سوق دمشق للأوراق المالية، www.dse.com
- (31) موقع هيئة الأوراق والأسواق المالية والسورية، www.scfms.sy
- (32) موقع المكتب المركزي للإحصاء السوري، WWW.cbssyr.SY

الملاحق:

الملحق رقم (1) بيانات التضخم الشهرية بالاعتماد على تقارير المكتب المركزي للإحصاء.

CPI التضخم				
بعد الأزمة		قبل الأزمة		قبل الأزمة
172.37	سنة 2012	123.4	كانون الثاني	سنة 2008
178.53		126.45	شباط	
190.49		128.6	أذار	
191.59		130.07	نيسان	
190.43		132.48	أيار	
195.96		132.39	حزيران	
198.06		131.79	تموز	
203.86		133.62	أب	
220.86		136.9	أيلول	
226.12		138.37	تشرين الأول	
231.24		137.26	تشرين الثاني	
256.22		137.48	كانون الأول	
262.7	سنة 2013	136.13	كانون الثاني	سنة 2009
270.48		133.93	شباط	
299.55		135.42	أذار	
309.01		134.04	نيسان	
319.98		134.36	أيار	
376.5		134.18	حزيران	
423.8		135	تموز	
415.12		136.62	أب	
487.3		137.38	أيلول	
491.56		139.06	تشرين الأول	
480.84		139.06	تشرين الثاني	
482.48		139.06	كانون الأول	
309.7	سنة 2014	139.1	كانون الثاني	سنة 2010
307.3		141.17	شباط	
312.7		141.78	أذار	
310.3		141.6	نيسان	
308		139.54	أيار	
315.2		138.44	حزيران	
319.9		137.95	تموز	
320.1		140.65	أب	
336		143.88	أيلول	
340		146.13	تشرين الأول	
345.8		146.25	تشرين الثاني	
364.6		148.69	كانون الأول	
383	سنة 2015	149.02	كانون الثاني	سنة 2011
392.5		147.13	شباط	
416		154.67	أذار	

430.2		145.75	نيسان	
430.2		143.71	أيار	
440.9		143.98	حزيران	
444		154.49	تموز	
449.8		146.14	أب	
472.3		148.74	أيلول	
486.7		150.88	تشرين الأول	
500.4		154.66	تشرين الثاني	
540		165.06	كانون الأول	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير المكتب المركزي للإحصاء.

الملحق رقم (2): بيانات أسعار سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي قبل الأزمة (2008-2011م)

			بنك بيمو السعودي الفرنسي
			قبل الأزمة
متوسط سعر السهم	أدنى سعر	أعلى سعر	سنة 2008
1000	950	1050	آذار
1027.5	988	1067	نيسان
1132	1088	1176	أيار
1168	1168	1168	حزيران
1179.5	1168	1191	تموز
1191	1191	1191	أب
1226	1214	1238	أيلول
1000	950	1050	آذار 2009
1027.5	988	1067	نيسان
1132	1088	1176	أيار
1168	1168	1168	حزيران
1179.5	1168	1191	تموز
1191	1191	1191	أب
1226	1214	1238	أيلول
1170.5	1029	1312	تشرين الأول
1265	1155	1375	تشرين الثاني
1507	1375	1639	كانون الأول
1796.5	1639	1954	كانون الثاني 2010
1811	1722	1900	شباط
1705.5	1611	1800	آذار
1791.5	1748	1835	نيسان
1963.5	1780	2147	أيار
2222	2109	2335	حزيران
1990	1871	2109	تموز
2086	1950	2222	أب
2215.5	2131	2300	أيلول
2091.5	2009	2174	تشرين الأول

2004	1853	2155	تشرين الثاني
1830	1770	1890	كانون الأول
1775	1720	1830	كانون الثاني 2011
1704.5	1641	1768	شباط
1370	1100	1640	آذار
1067.5	965	1170	نيسان
1076.5	950	1203	أيار
959	908	1010	حزيران
863.25	736.5	990	تموز
740.25	696	784.5	أب
771.5	715	828	أيلول
773.75	743	804.5	تشرين الأول
750	720	780	تشرين الثاني
672	638	706	كانون الأول

المصدر: جدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

الملحق رقم (3): بيانات أسعار سهم بنك بيمو السعودي الفرنسي خلال الأزمة (2012-2015م)

بعد الأزمة			
متوسط سعر السهم	أدنى سعر	أعلى سعر	سنة 2012
660	635	685	كانون الثاني
652.5	640	665	شباط
686	642	730	آذار
698.5	632	765	نيسان
764	738	790	أيار
759	759	759	حزيران
759	-	-	تموز
744	744	744	أب
744	-	-	أيلول
729.5	729.5	729.5	تشرين الأول
729.5	729.5	729.5	تشرين الثاني
434.875	140.25	729.5	كانون الأول
137.5	137.5	137.5	كانون الثاني 2013
131	127	135	شباط
129.25	124.75	133.75	آذار
146.125	130.75	161.5	نيسان
187.625	153	222.25	أيار
226.5	220	233	حزيران
236.5	228.5	244.5	تموز
231.875	224	239.75	أب
235	230.25	239.75	أيلول
247.375	230.25	264.5	تشرين الأول
247.875	230.25	265.5	تشرين الثاني
267	260	274	كانون الأول

267	261	273	كانون الثاني 2014
277	270	284	شباط
290.5	283	298	آذار
270.375	210	330.75	نيسان
323.375	316	330.75	أيار
330.875	330.75	331	حزيران
339	330.75	347.25	تموز
345.375	330.75	360	أب
347.875	325.75	370	أيلول
360	360	360	تشرين الأول
359.75	359.5	360	تشرين الثاني
355.375	345.75	365	كانون الأول
352.75	352.75	352.75	كانون الثاني 2015
355	350	360	شباط
349.25	345.75	352.75	آذار
342.375	339	345.75	نيسان
342.375	-	-	أيار
332.25	332.25	332.25	حزيران
332.25	332.25	332.25	تموز
332.25	332.25	332.25	أب
332.25	332.25	332.25	أيلول
332.25	-	-	تشرين الأول
332.25	-	-	تشرين الثاني
329	325.75	332.25	كانون الأول

المصدر: جدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

الملحق رقم (4): بيانات أسعار سهم بنك سورية الدولي الإسلامي قبل الأزمة (2008-2011م)

قبل الأزمة			
متوسط سعر السهم	أدنى سعر	أعلى سعر	سنة 2008
678.5	632.5	724.5	حزيران
794.5	724.5	864.5	تموز
889	845	933	أب
881	862	900	أيلول
678.5	632.5	724.5	حزيران 2009
785.5	724.5	846.5	تموز
889	845	933	أب
881	862	900	أيلول
893.25	833	953.5	تشرين الأول
1025	945	1105	تشرين الثاني
562.5	1013	112	كانون الأول
1086.5	1056	1117	كانون الثاني 2010
1189.5	1139	1240	شباط
1174	1149	1199	آذار
1222	1165	1279	نيسان

1212.5	1181	1244	أيار
1265	1205	1325	حزيران
1355	1280	1430	تموز
1498	1457	1539	أب
1620.5	1515	1726	أيلول
1744.5	1680	1809	تشرين الأول
1625	1445	1805	تشرين الثاني
1555	1502	1608	كانون الأول
857	1554	160	كانون الثاني 2011
1528	1461	1595	شباط
1150	1150	1150	آذار
881	749	1013	نيسان
847	727	967	أيار
700.25	575.5	825	حزيران
400	120	680	تموز
110	99	121	أب
102.625	94	111.25	أيلول
102.375	98.75	106	تشرين الأول
94.875	86.75	103	تشرين الثاني
93.5	86	101	كانون الأول

المصدر: جدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

الملحق رقم (5): بيانات أسعار أسهم بنك سورية الدولي الإسلامي خلال الأزمة (2012-2015م)

خلال الأزمة			
متوسط سعر السهم	أدنى سعر	أعلى سعر	سنة 2012
102.25	99.25	105.25	كانون الثاني
102.125	100.25	104	شباط
106.25	102	110.5	آذار
108.5	105.25	111.75	نيسان
108	105.5	110.5	أيار
96.875	94.25	99.5	حزيران
90.875	88.25	93.5	تموز
87.5	87.5	87.5	أب
83.375	82.25	84.5	أيلول
78.5	75.5	81.5	تشرين الأول
72.25	69.75	74.75	تشرين الثاني
68.625	65.25	72	كانون الأول
77.125	70.25	84	كانون الثاني 2013
79.625	75.75	83.5	شباط
83.375	79.75	87	آذار
96.125	84	108.25	نيسان
130.75	105	156.5	أيار
137.5	125	150	حزيران
130.75	120.25	141.25	تموز

125.875	120.75	131	أيار
133.25	132.75	133.75	أيلول
137.375	131	143.75	تشرين الأول
132.5	129	136	تشرين الثاني
128.75	124.75	132.75	كانون الأول
127.875	123.75	132	كانون الثاني 2014
119.625	115	124.25	شباط
116	112	120	آذار
113.75	111.5	116	نيسان
112.75	110.25	115.25	أيار
126.25	113.75	138.75	حزيران
137.625	132	143.25	تموز
132.375	128	136.75	أب
124.125	119	129.25	أيلول
120.375	116.75	124	تشرين الأول
120	120	120	تشرين الثاني
109.25	102.5	116	كانون الأول
107	104	110	كانون الثاني 2015
101.25	97.75	104.75	شباط
102.5	100	105	آذار
98.25	94.5	102	نيسان
97.875	93.75	102	أيار
67.875	39	96.75	حزيران
95	92	98	تموز
93	91.5	94.5	أب
92.25	89.25	95.25	أيلول
96.25	89.75	102.75	تشرين الأول
97.75	95	100.5	تشرين الثاني
96.125	93.5	98.75	كانون الأول

المصدر: جدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات التداول في موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

