مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية

اسم المقال: نظام المزاد المستمر ومؤشرات نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية
اسم الكاتب: ليلاس عبد المالك المصري، أ.د. علي محمد كنعان
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/6068
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 14:55 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية
المجلد 39- 4- 2023: 1-17

Damascus University Journal
For The Economic And Political Sciences
Vol 39 -4-2023:1-17

نظام المزاد المستمر ومؤشرات نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية

ليلاس عبد المالك المصري[1]، أ. د. علي محمد كنعان[2]

[1]طالبة ماجستير – قسم المصارف والتأمين – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق.
Lilas1.almassri@damascusuniversity.edu.sy
[2]أستاذ – قسم المصارف والتأمين – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق.
ali.kanaan1958@damascusuniversity.edu.sy

الملخص

يهدف هذا البحث إلى مناقشة عدد من مؤشرات نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية الناتجة عن استخدام نظام المزاد المستمر والاختلافات بينه وبين نظام صناع السوق ومزايا وسلبيات كل منهما. ولتحقيق ذلك تم تجميع بيانات يومية من موقع سوق دمشق للأوراق المالية تشمل أحجام التداول وعدد مرات تعديل السعر المرجعي بالإضافة إلى عدد أيام عدم التداول وعدد أيام التداول على الحد الأدنى خلال الأعوام 2018 إلى 2020. أشارت النتائج إلى وجود مشكلة نقص سيولة مرتبطة بنظام المزاد المستمر. قدمت الدراسة عدداً من التوصيات أهمها ضرورة الانتقال إلى نظام صناع السوق أو على الأقل توسيع الحدود السعرية بما يغني عن تعديل السعر المرجعي ويزيد أحجام وأيام التداول وبالتالي تتحسن الكفاءة السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: المزاد المستمر، صناع السوق، السيولة، الكفاءة السعرية، سوق دمشق للأوراق المالية

تاريخ الايداع: **2021/11/15**
تاريخ النشر: **2022/1/18**

حقوق النشر: جامعة دمشق –سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب **CC BY-NC-SA**

The Continuous auction system and Indicators of lack of Liquidity at Damascus Securities Exchange

Lilas Abd almalak AL_massri[1], Prof. Ali Mohammad Kanaan[2]
[1]Master Student Banking and Insurance Department- Faculty of Economics- Damascus University. Lilas1.almassri@damascusuniversity.edu.sy
[2]Professor in Banking and Insurance Department- Faculty of Economics – Damascus University . Ali.kanaan1958@damascusuniversity.edu.sy

Received: **15/11/2021**
Accepted: **18/1/2022**

Copyright: Damascus University- Syria, The authors retain the copyright under a **CC BY- NC-SA**

Abstract

This article aims to discuss a number of lack of liquidity indicators at Damascus Securities Exchange, the contribution of the continuous auction system, the differences between it and the market makers' system, and the advantages and disadvantages of each of them. To achieve this, daily data was collected from Damascus Securities Exchange website including trading volumes and the number of times the reference price is modified through out the years 2018 to 2020 in addition to the number of non-trading days and trading days of minimum transactions. The results indicate that there are a number of problems associated with the continuous auction system. The study reaches to a number of recommendations, the most important of which is the need to move to the market makers system or at least expand the price limits in order to increase trading volumes and achieve pricing efficiency at Damascus Securities Exchange.

Key Word: Continuous Auction, Market Makers, Liquidity, Pricing Efficiency, Damascus Securities Exchange.

المقدمة:

تهتم البلدان النامية بتطوير أسواقها المالية من أجل دفع عجلة التنمية الاقتصادية وزيادة الاستثمارات الأجنبية والمحلية وأيضاً انتقال الأسواق من سوق مبتدئ لسوق ناشئ، وذلك من خلال تطوير منظومات عملها وتوفير العديد من المتطلبات والمقومات المتكاملة التي تزيد فاعليتها وتمكنها من أداء الدور المنوط بها، لذا يشغل تطوير أنظمة التداول المستخدمة اهتمام إدارات الأسواق المالية والباحثين على حد سواء لاسيما تلك المطبقة لأسلوب المزادات لما يتطلبه هذا الأسلوب من تدخل مستمر من إدارات السوق المالية وما ينجم عنه من إرباك للمستثمرين، ولكي يحقق السوق المالي الدور المنوط به ينبغي أن يتصف بالكفاءة بأنواعها المختلفة لاسيما السعرية منها، ويقصد بالكفاءة السعرية أن تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات المتعلقة بالسهم بحيث تكون الأسعار التي يتم التداول عليها عادلةً وبحيث تسهم السوق المالية في اكتشاف السعر الصحيح دون تأخير ودون توقف للتداول نتيجة ابتعاد سعر التداول عن السعر العادل للسهم.

وقد انتقلت في الآونة الأخيرة عدة أسواق مالية عربية منها سوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصة البحرين من نظام التداول المعتمد على المزادات إلى نظام صناع السوق سعياً منها إلى تنشيط أسواقها المالية، في حين فعّلت سوق دمشق للأوراق المالية المادة 35 من تعليمات التداول من أجل تخفيف الآثار السلبية الناجمة عن تطبيق أسوب المزاد المستمر.

حيث المادة (35) من تعليمات التداول تجيز للسوق تغيير السعر المرجعي وفق شروط وضوابط محددة في الحالتين التاليتين:

أ–في حال كانت الورقة المالية مطلوبة على الحد الأعلى، ولا يوجد أية أوامر على الطرف المقابل وبقيت هذه الأوامر أو جزء منها مطلوبة للمدة المحددة ضمن الشروط المحددة في الفقرة /ج/ من هذه المادة، فيتم اعتماد أعلى سعر على ذلك الطرف كسعر مرجعي مع مراعاة الحدود السعرية المحددة وتُحسب على أساسه الحدود السعرية الجديدة للورقة المالية.

ب–أما في حال كانت الورقة المالية معروضة على الحد الأدنى، ولا يوجد أية أوامر على الطرف المقابل وبقيت هذه الأوامر أو جزء منها معروضة للمدة المحددة ضمن الشروط المحددة في الفقرة ج من هذه المادة، فيتم اعتماد أدنى سعر على ذلك الطرف كسعر مرجعي مع مراعاة الحدود السعرية المحددة وتُحسب على أساسه الحدود السعرية الجديدة للورقة المالية.

وسعياً من سوق دمشق للأوراق المالية لإيجاد حل لمشكلة تكرار تعديل سعر المرجعي التي تشير إلى نقص السيولة، ولأجل ذلك قام بإجراء العديد من التعديلات على الشروط والضوابط التي يعتمدها البندين (أ، ب) ومن أهم هذه الضوابط في 2017/10/09:

1. عدم تنفيذ أية صفقات على هذه الورقة المالية خلال ثلاث جلسات متتالية.
2. أن تكون الأوامر المدخلة على نظام التداول الالكتروني مفتوحة وعائدة لعشرة مستثمرين على الأقل، وليس لهم علاقة بالشركة المدرجة أو شركة الخدمات والوساطة.

يعاني سوق دمشق للأوراق المالية من العديد من المشكلات التي تتعرض لها الأسواق المالية في البلدان النامية ومنها انخفاض الكفاءة (موصلي والسمان، 2013: الحميد وخلف ونقار، 2019) ونقص السيولة (الدكي،2015) وارتفاع حدة التقلبات (موصلي ومحي الدين، 2021). لذلك كان لابد من إجراء دراسة على جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع الأخذ بالاعتبار تركز الملكية، ففي حال كان عدد المساهمين أقل من 1000 مساهم فهي شركة ذات ملكية مركزة، أما في حال

كان عدد مساهمين أكثر من 1000 مساهم فهي شركة ذات ملكية واسعة. فهل استطاعت المادة 35 حل مشكلة نظام المزادات وعالجت نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

مشكلة البحث:

يعاني سوق دمشق للأوراق المالية من تكرار تعديل السعر المرجعي وزيادة عدد الأوامر غير المنفذة وانخفاض عدد أيام التداول على كثير من الأسهم المدرجة وما يمثله ذلك من مشكلة نقص السيولة. لذا قام السوق بتفعيل المادة (35) من تعليمات التداول التي تجيز للسوق تغيير السعر المرجعي إذا كانت الورقة المالية معروضة عند الحد الأدنى أو مطلوبة على الحد الأعلى وبقيت هذه الأوامر أو جزء منها ثلاثة أيام وذلك وفق ضوابط محددة، كما تم تعديل المادة ذاتها لعدة مرات. تتمثل مشكلة البحث في اختبار ما إذا كانت المادة 35 قد نجحت في حل مشكلات استخدام نظام المزاد وعالجت نقص السيولة.

أهمية البحث:

يسعى البحث إلى تقييم نجاعة نظام المزاد المستمر المطبق في سوق دمشق للأوراق المالية واقتراح نظام تداول مختلف يعرف بصناع السوق يتأمل أن يسهم بمعالجة مشكلة تعديل السعر المرجعي المتكرر في سوق دمشق للأوراق المالية ويخفض عدد الأوامر غير المنفذة ويزيد أيام التداول وبالتالي يحسن سيولة السوق، إن الانتقال إلى نظام صناع السوق يمكن أن يسهم في زيادة كفاءة السوق المالية وتفعيل دورها في خدمة الاقتصاد السوري لاسيما في فترة ما بعد الحرب.

أهداف البحث:

1. تسليط الضوء على المشكلات التالية التي أبرزها نظام التداول الحالي القائم على المزاد المستمر والمتمثلة في تكرار تعديل السعر المرجعي وارتفاع عدد الأوامر غير المنفذة وارتفاع أيام عدم التداول أو التداول على الحد الأدنى في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. إبراز حاجة سوق دمشق للأوراق المالية لإجراء بعض التعديلات التي تسهم في سرعة اكتشاف السعر الصحيح عبر أسلوب مختلف للتداول في السوق يعرف (بصناع السوق) بحيث يسهم في تحقيق التوازن بين العرض والطلب ويعزز السيولة في السوق المالي.
3. اختبار فيما إن كان ضعف التداول مرتبط بالشركات التي تعاني من تركز الملكية أو أنه منتشر بين جميع الشركات.

فرضية البحث:

- **فرضية العدم الأولى:** لا يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بين الشركات ذات الملكية المركزة والملكية الواسعة.
- **الفرضية البديلة الاولى:** يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بين الشركات ذات الملكية المركزة والملكية الواسعة.
- **فرضية العدم الثانية:** لا يوجد فارق جوهري بين عدد مرات التداول على الحد الأدنى بين الشركات ذات الملكية المركزة والملكية الواسعة.
- **الفرضية البديلة الثانية:** يوجد فارق جوهري بين عدد مرات التداول على الحد الأدنى بين الشركات ذات الملكية المركزة والملكية الواسعة.

- **فرضية العدم الثالثة:** لا يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بالصعود وتلك بالهبوط.
- **الفرضية البديلة الثالثة:** يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بالصعود وتلك بالهبوط.
- **فرضية العدم الرابعة:** لا يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي وفقاً لمادة 35 بالصعود وتلك الهبوط نتيجة استقرار سعر الصرف.
- **فرضية البديلة الرابعة:** يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي وفقاً لمادة 35 بالصعود وتلك الهبوط نتيجة استقرار سعر الصرف.

منهجية البحث:

يعتمد هذا البحث على المنهج الاستنباطي الاستقرائي في تحليل الفوارق بين نظامي التداول المعتمد على المزاد المستمر وذلك المعتمد على صناع السوق. كما ستعتمد الدراسة المنهج الوصفي التحليلي عبر اجراء الاختبارات الإحصائية على بيانات التداول في سوق دمشق للأوراق المالية لاختبار فرضيات البحث.

متغيرات البحث:

- ❖ عدد مرات تعديل السعر المرجعي عبر تفعيل المادة 35 بالصعود والهبوط
- ❖ عدد أيام عدم التداول
- ❖ عدد أيام التداول على الحد الأدنى

الحدود الزمانية والمكانية:

- ❖ الحدود المكانية: سوق دمشق للأوراق المالية
- ❖ الحدود الزمانية: فترة الدراسة من عام 2018 إلى عام 2020

الدراسات السابقة:

أولاً: الدراسات باللغة العربية

1- مراد محمود المواجدة، (2020)، أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الإماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17، العدد 1.

أوضح الباحث في هذه الدراسة أهمية صانع السوق والشروط القانونية لتخصيص عمله، إضافة لبيان أهم الاعمال التي يقوم بها (كتوفير السيولة وبيع الأوراق المالية على المكشوف وإقراض واقتراض الأوراق المالية) ومن ثم بيان ماهي القوانين التي تترتب على ممارسة أعمال صانع السوق، حيث استنتج الباحث في هذه الدراسة إلى ضرورة وجود صانع السوق في أسواق الأوراق المالية من أجل ضبط التغيرات بأسعار الأوراق المالية، كما لابد من الهيئات المسؤولة عن الأسواق المالية أن ترخص العمل بها إضافة لوضع القوانين التي تترتب عليها من أجل تحقيق تلك الأهداف.

2- **فادي بطمان، (2016) دور صناع السوق في تحسن السيولة والمجال السعري في الأسواق المالية، رسالة مقدمة لنيل ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد حلب.**

أوضح الباحث دور صناع السوق في سوق الأوراق المالية في تحسين السيولة والمجال السعري للأسهم المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية، حيث توصل الباحث إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية في المجال السعري قبل وبعد دخول صانع السوق حيث ساهم دخول صانع السوق في تخفيض المجال السعري للأسهم التي اختص بها، عدم وجود دلالة إحصائية في حجم التداول قبل وبعد دخول صانع السوق، ووجود فروق ذات دلالة إحصائية في مؤشر السيولة قبل وبعد دخول صناع السوق إلى سوق أبوظبي للأوراق المالية.

ثانياً: الدراسات باللغة الأجنبية

1- Erik Theissen and Christian Westheide, (2019), Call of Duty: Designated Market Maker Participation in Call Auction, Centre for Financial Research (CFR), University of Cologne

تقدم هذه الدراسة تحليلاً مفصلاً عن دور نشاط صناع السوق بتوفير السيولة في أسواق المزادات من خلال استخدام بيانات من نظام Xetra الالماني (الذي يعتبر نظام هجين يجمع بين جلسة تداول مستمر وتداول تحت الطلب) فمن خلاله لوحظ أن صانعو السوق المعينون يكونوا أكثر نشاطاً عندما يتمكنوا من توفير أكبر الفوائد للسوق (إي في الأسهم غير السائلة نسبياً) وأيضاً في أوقات التقلبات المرتفعة (إي أنها تعمل على استقرار الأسعار وتتداول بشكل مربح). توصل الباحثان في هذه الدراسة إلى عدة نتائج منها أن التداول في مزادات تحت الطلب يسيطر عليها التجار الرئيسيون وتجار الوكالات بينما حصة صانعي السوق أقل بكثير، كما لوحظ أيضاً أن نصيب صانعي السوق من إجمالي حجم المزاد مرتبط عكسياً بحجم الشركة، وبالتالي نجد أن صناع السوق يميلون للتداول أكثر نسبياً في الأسهم الأقل سيولة. أظهرت الدراسة أيضاً من خلال نتائج تحليل السلاسل الزمنية أن صانعي السوق يميلون للتداول أكثر في أوقات التقلبات العالية في حين لا يمكنهم الانسحاب من السوق في أوقات التقلبات العالية أو عدم تماثل المعلومات، استنتج الباحثان أن صانعي السوق يعملوا على تثبيت الأسعار وليس لإبطاء تعديل الأسعار وفقاً للمعلومات الجديدة.

2- Moez Bennouri, (2014), Trading Mechanisms in Financial Market: A Comparison Between Auction and Dealerships Markets, in international journal of Managerial Finance

تقارن هذه الدراسة بين نظامين للتداول في السوق هما نظام المزادات ونظام الصناع، حيث لوحظ أن المنهج المستخدم يختلف عن الدراسات السابقة التي تقارن آليات السوق من خلال النظر في كل من توقيت تقديم الطلب (السعر مقابل الطلب) وتركيز التداول (المركزي مقابل التقسيم الجزئي) كسمات مميزة لهياكل التداول. إضافة إلى إن المقارنة اعتمدت على مقاييس مختلفة لأداء السوق منها (جدوى السوق، كفاءة المعلومات، تباين الأسعار، سيولة السوق) فقد لاحظ الباحث من خلال قيامه بإنشاء المقارنة بين هيكلين للسوق المالي فيما يتعلق ببعدين هما (تركيز وتوقيت تقديم الطلبات). توصل الباحث إلى أن أدوات سوق المزاد أقل حساسية للمعلومات غير المتماثلة من الأسواق التجار التي تعتمد على عروض الأسعار

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

إن هذه الدراسة تحلل واقع عمل سوق دمشق للأوراق المالية وفق أسلوب المزاد المستمر وتقيم هذا الأسلوب عبر دراسة عدد من المؤشرات منها تكرار تعديل السعر المرجعي وعدد أيام التداول على الحد الأدنى وعدد أيام عدم التداول. كما أن هذه الدراسة هي الأولى التي تتناول تقييم أسلوب المزاد المستمر في سوق دمشق للأوراق المالية كما أنها تختلف عن دراسة بطمان (2016)

الذي درس سوق أبوظبي في أنها تناولت كامل الأسهم المدرجة وليس فقط عينة منها، وفي ضوء نتائج هذه الدراسة سيتم تقديم التوصيات لهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وإدارة سوق دمشق للأوراق المالية بإدخال التعديلات المناسبة في نظام التداول المعتمد في سوق دمشق للأوراق المالية وفي الحدود السعرية.

الإطار النظري:

أولاً: أسلوب صناع السوق وأسلوب المزاد المستمر

1-1 أسلوب صناع السوق:

صانع السوق هو جهة مرخص لها للعمل مع أكثر من عميل فهي لا تعتبر وسيطاً مالياً أو وصياً، وإنما تقوم بالتحوط المالي لجميع معاملات عملائها وتحديد أسعار أسهمهم أو سعر سهم معين هي متخصص به من أجل تحقيق أفضل تداول (عرض وطلب) بشكل مستمر على تلك الأسهم، إضافة لذلك نجد أنها تعمل على إنشاء أسواق ذات سيولة في بعض الأوراق المالية ومنها الأسهم من خلال عرض أسعار البيع والشراء بشكل مستمر نظراً لان سيولة السوق ربما تكون غير متكافئة (إي تكون مرتفعة في سوق صاعد وتكون منخفضة في سوق هابط).[1]

2- 1 أسلوب المزاد المستمر:

عبارة عن الأسلوب الذي يقوم بترتيب أوامر البيع والشراء التي يقدمها البائعين والمشترين من خلال مراعاة أوامر السوق وأوامر الحد وأوامر الإيقاف وإضافة للأخذ بعين الاعتبار عروض الأسعار، وبالتالي يتم تحديد سعر المزاد من خلال تطبيق مبدأ أعلى حجم قابل للتنفيذ ضمن النطاق المحدد بواسطة عروض الأسعار أي يتم تداول الأسهم عند اعلى سعر يرغب المشتري بدفعه وأدنى سعر يرغب البائع ببيعه ومن ثم يتم تنفيذ الأوامر وفقا لأولوية السعر والوقت والكمية[2].

ثانياً: غالبية الأسواق المالية تعمل من خلال أنظمة تداول إحدى هذه الأنظمة وأهمها تعرف بنظام التداول المستمر

فنظام التداول المستمر الذي سترتكز عليه الباحثة في دراسة البحث يعرف بأنه عبارة عن السوق الذي يجري فيه التداول بشكل مستمر، كما يتسم هذا النظام بعدة أمور منها(عدم وجود شرط تزامن وصول الأوامر وتنفيذها بوقت واحد، كما يسمح نظام التداول المستمر من مراقبة السوق وحرية التدخل عن طريق إصدار أوامر البيع والشراء حسب استراتيجياته)،[3]وبالتالي الأسواق المستمرة يمكن أن تكون أسواق المدارة بالأوامر أو أسواق المدارة بالأسعار مما يسهم بعكس جميع التغيرات التي تطرأ على أسعار العرض والطلب.

فنتيجة ذلك لوحظ تم الاعتماد على نظام التداول المستمر من أجل تحسين السيولة وزيادة التداول ومدى قدرتها بعكس سعر التوازن، وهذا ما سترتكز عليه الباحثة بإثبات مشكلة البحث التي تنص هل نجحت المادة 35 في حل مشكلات استخدام نظام المزاد وعالجت نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

---

[1] هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (46) لسنة 2012، **نظام صانع السوق**، الامارات العربية،

[2] Delivering a World of Good Deals, ,2021, **Market Model for The Trading Procedure Continuous Auction,** Wiener Boerse, p.17-18

[3] الغزالي، عيس محمد، 2010، **البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية**، المعهد العربي لتخطيط بالكويت، العدد 91، صفحة 4

لذلك نجد **أن الهدف العام لهذا أسلوب** (هو تقديم سعر موحد وأن يكون عادلاً لجميع المشاركين في السوق) كما لوحظ أيضاً أن أسواق المزادات تختلف فيما بينها بعدة طرق أحد هذه الاختلافات منها (الإطار الزمني الذي من خلالها نتمكن من وضع أسعار العرض والطلب) فوفقاً لهذا المعيار لدينا نوعين من أسواق المزاد:[4]

- **سوق المزاد تحت الطلب:** يتم من خلاله نشر أسعار الطلب والعرض في وقت واحد، كما يضع البائع أو المشتري طلباً يتم فيه تضمين السعر والكمية ثم يتم تداولهما في وقت واحد.
- **سوق المزاد المستمر:** نتمكن من خلاله نشر أسعار الطلب والعرض في أي وقت يكون السوق مفتوحاً لذلك عرف بسوق المزاد المستمر لأن من خلاله يتم إجراء كافة التبادلات على أساس مستمر.

كما نلاحظ أيضاً أن سوق المزاد المستمر يحتوي على نموذجين للتداول هما:[5]

1-**المزاد المستمر مع صانع السوق:** حيث يمكن تداول جميع أحجام الطلبات التي لها حد أدنى محدد لحجم الأوراق المالية المحددة من خلال عدة مراحل منها (مرحلة ما قبل الاتصال، مرحلة الاتصال، مرحلة تحديد السعر) فقد يكون الحد الأدنى عدد صحيح (واحداً) أو أي عدد مضاعف من خلال مراعاة جميع الطلبات الحالية في وقت المزاد، بالإضافة إلى عروض أسعار صانعي السوق، فنجد أن سعر المزاد يتم تحديده وفقاً للمبدأ المعدل لأعلى حجم قابل للتنفيذ داخل السوق أو عند حدود العرض والطلب لسعر صانع السوق، أي من خلال ذلك نستنتج أن تنفيذ الأوامر سيتم وفقاً لأولوية السعر والوقت مع مراعاة أسعار صانعي السوق.

2-**المزاد المستمر مع المتخصص:** هذا النموذج يشبه طريقة عمل نموذج المزاد المستمر مع صانع السوق، على الرغم ذلك لابد من وجود اختلاف بإحدى المراحل منها(مرحلة التجميد التي تسمى بنموذج المزاد المستمر مع صناع السوق بمرحلة الاتصال) وفي هذه المرحلة (مرحلة التجميد) يقوم أحد أعضاء السماسرة بدور المتخصص، إذ أنهم يتعاملون مع ورقة مالية معينة لحسابهم الخاص من أجل تخفيف الفروقات بين أسعار العرض والطلب.

إضافة لذلك يمكن أن تتغير هذه المرحلة لمرحلة تحديد السعر إذا تم إدخال عرض أسعار مطابقة من قبل المتخصصين المعنين ووجود أوامر قابلة للتنفيذ أو تجاوز الحد الأقصى للمدة المحددة لمرحلة الاتصال، ومن ثم يتم تحديد السعر وبالتالي يجوز حذف أي أجزاء متبقية من عرض أسعار المتخصصين.[6]

ثالثاً: مزايا وعيوب أسلوب المزاد المستمر وصناع السوق

☒ مزايا وعيوب أسلوب المزاد المستمر

1. يعمل المتداولين في أسواق مركزي تحركها الأوامر، حيث تتمثل هذه الآلية في أنه من الاسهل على المتداولين اكتشاف وجود المتداولين أخرين بمعلومات خاصة مقارنة بأسواق المدارة بالأسعار للامركزية
2. تكاليف التنفيذ في أسواق المدارة بالأوامر (أسواق المزادات) منخفضة نسبياً نظراً لحقيقة أن أسواق المزادات تسمح للمتداولين بالتداول مباشرة مع بعضهم البعض على عكس أسواق المدارة بالأسعار [7]

[4] k, Lars, ,2012**, Trading Mechanisms,** Tilburg University (4)
[5] Deutsche Borse Cash Market,2020**, Market Model Continuous Auction**(13-14)
[6] Deutsche Borse Cash Market,2020**, Market Model Continuous Auction**(15))

إضافة لذلك لديها عيوب تتمثل بعدم القدرة على توفير السيولة بشكل دائم بالسوق وخاصة في حالات وجود افصاحات جوهرية مؤثرة على أداء الورقة المالية، وأيضاً ضعف عملية التسعير بسبب وجود حدود سعرية وعدم وجود اشخاص متخصصين قادرين على عكس السعر العادل الخاص الذي يعكس الإفصاحان[8]

☒ **مزايا وعيوب أسلوب صناع السوق** [9]

تتميز بمدى قدرتها:

أولاً – بالإعلان عن وجود عروض أو طلبيات على سهم معين دون الإشارة إلى السعر

ثانياً– زيادة عدد المستثمرين الذين لديهم القدرة على التعامل مع الطلبات الكبيرة من خلال استخدام أحد الوسطاء الماليين كصناع السوق

ثالثاً– تكاليف معاملاته منخفضة نسبياً لأن من المتوقع أن يتدخل صناع السوق ويضيفوا السيولة عندما يكون هناك العرض أكبر من الطلب من مستثمري السيولة الآخرين فينتج عنه تكاليف تداول أقل بكثير مما عليه في سوق الطلبات المحددة

رابعاً– التفاعل اليومي لصناع السوق مع الوسطاء سيقلل من مخاطر صانعي السوق وسيحافظ على سوق عادل ومنظم

على الرغم من الإيجابيات التي يقوم بها صانع السوق على الأسواق المالية عند تدخله كطرف ثالث إلا أنه عبارة عن شركة تهدف للربح مستعدة للمخاطرة مقابل بعض المنافع، **إلا أنه لديه بعض من العيوب ومن أهمها:**

أولاً– صانع السوق ليس لديه القدرة بأن يشتري دائماً بأسعار مرتفعة وبكميات كبيرة حيث تبيين مثل هذه الحال أحياناً يعتمد على إيقاف التداول على هذه الأسهم أو أنه سيوسع المجال السعري بشكل كبير مما يجعل المتاجرة على هذه الأسهم ضعيفة وبالتالي يتوقف التداول عليها وينعدم سيولتها.

ثانياً– أقل شفافية للمشاركين في السوق المدارة بالأوامر (أسواق المزادات) من الأسواق المدارة الأسعار.

رابعاً: أثر الأزمة على مؤشرات السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية

تعتبر السوق المالية بطبيعتها شديدة الحساسية للأحداث الطارئة السياسية والاقتصادية. وفي الوقت الذي كانت فيه سوق دمشق للأوراق المالية تبدأ عملها عصفت بسورية ظروف الحرب التي رافقتها منذ نشأتها واستمرت حتى الوقت الحالي وفي حين تؤثر الأزمة المالية بشكل كلي أو جزئي في جميع المتغيرات المالية، وفي حجم الإصدار والأسعار الأوراق المالية وإجمالي القروض والودائع ومعدل الصرف، كما تعبر أيضاً عن انهيار شامل للنظام المالي والنقدي[10]، أثرت الحرب بشكل أعمق على سوق دمشق للأوراق المالية حيث تراجع مؤشر السوق إلى مستويات غير مسبوقة وانخفضت أحجام التداول إلى أقل من مليون ليرة سورية يومياً.

---

[7] -Charitou and Panayides, Andreas and Marios A., 2009, **Market Making In International Capital Markets: Challenges and Benefits Of Its Implementation In Emerging Markets,** in international journal of managerial finance, p (14-15)

[8] تعليمات التداول وتعديلاتها في سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.sy

[9] Wassink, lars, **trading Mechanisms**, Tilburg University,2012, p(5-6)

[10] د. فريد كورتل، د. كمال رزيق، **الازمة المالية: مفهومها وأسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية**، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 7–8، العدد 20، 2009

إن فرض العقوبات والحصار على سورية أثر على النشاط الاقتصادي وفرص الاستثمار وانعكس بشكل سلبي على سعر صرف الليرة مما جعل المستثمرين يعزفون عن الاستثمار في سوق الأسهم ويتجهون إلى المضاربة على أسعار الصرف لتحقيق الربح السريع ما أدى إلى حدوث تقلبات حادة في أسعار الأوراق المالية مع كل هزة يتعرض لها سعر الصرف

وعلى الرغم من المرونة التي أتاحتها قرارات مصرف سورية المركزي للمصارف الخاصة في استثمار أموالها وتخفيض نسبة الاحتياطي الالزامي من 10% إلى 5% وغيرها من القرارات التي جنبت بعضها الافلاس، مما جعل ميزانياتها تبدو رابحة رغم أن جزء هام من أرباحها ناجم عن إعادة تقييم مراكز القطع إلا أنها لم تقنع المستثمرين بتوظيف أموالهم في السوق المالية التي مازالت عوائدها تقل عن العائد الذي تحققه المضاربات بالدولار.

الإطار التطبيقي:

ركزت الباحثة في الإطار التطبيقي على هدف البحث الذي يتركز بالإجابة على التساؤل التالي (هل استطاعت المادة 35 حل مشكلات استخدام نظام المزاد وعالجت نقص السيولة؟) والتي تدور حول موضوع البحث المتضمن نظام المزاد المستمر ومؤشرات نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث قامت بدراسة مؤشرات نقص السيولة معبراً عنها بالمتغيرات الثلاثة (عدد مرات تعديل السعر المرجعي، عدد أيام عدم التداول، عدد أيام التداول عند الحد الأدنى) وكذلك عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً وهبوطاً واختلافهم بين الشركات واسعة الملكية ومركزة الملكية في سوق دمشق للأوراق المالية لاختبار أي من هذه الفرضيات ذات دلالة إحصائية (فرضية العدم أو فرضية البديلة)

لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية

تأسس سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ بتاريخ 2006/10/1 وبدأ فعلياً التداول فيه عام 2009 ويهدف إلى إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات في الأوراق المالية من أجل تشجيع المستثمرين وزيادة ثقتهم بالتعامل مع السوق ويعتمد السوق على نظام التداول المبني على المزاد المستمر الذي تتحدد فيه الأسعار نتيجة لتلاقي أوامر العرض والطلب. بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 27 شركة مدرجة في عام 2021 ويسيطر قطاع البنوك على غالبية الشركات المدرجة في السوق.

دراسة تطبيقية لجميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

من أجل اختبار نجاعة نظام التداول القائم على المزاد المستمر وقدرة المادة 35 على حل المشكلات الناتجة عن اعتماد هذا الأسلوب في سوق دمشق للأوراق المالية ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة، استخدمت الباحثة اختبار (T test) للعينات المستقلة independent Sample T test معتمده على بيانات التداول اليومية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

من أجل فهم أفضل لحالة السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية يعرض الجدول رقم 1 عدد من مؤشرات السيولة متمثلة بعدد مرات تعديل السعر المرجعي، عدد أيام التداول عند الحد الادنى، عدد مرات أيام عدم التداول خلال فترة الدراسة.

الجدول (1) وصف متغيرات مؤشرات نقص السيولة خلال الاعوام 2018-2020

العام	عدد مرات تعديل السعر المرجعي	عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً	عدد مرات تعديل السعر المرجعي هبوطاً	عدد مرات التداول على الحد الأدنى	متوسط عدد أيام عدم التداول
2018	100	74	26	199	139.260
2019	46	7	39	185	134.346
2020	36	11	25	225	103.65

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى موقع سوق دمشق لأوراق المالية

أشار الجدول (1) بأن نظام التداول المعتمد على المزاد المستمر يعاني من مشاكل نقص السيولة حيث تراوح عدد مرات التداول على الحد الأدنى بين 185 و225 مرة كما تراوح متوسط عدد أيام عدم التداول بين 103.65 و139.260 يوم، مما دفعها لاختبار فيما ان كان سبب نقص السيولة تركز الملكية أم نظام التداول المعتمد، وبالتالي معرفة فيما إن كان هناك فرق في قيم المؤشرات المدروسة بين الشركات ذات الملكية المركزة عن الملكية الواسعة وذلك بالاعتماد على اختبار .independent sample test وفي سبيل ذلك ميزت الباحثة بين قيم تلك المؤشرات في نوعي الشركات عبر الجدول 2.

الجدول (2) مؤشرات نقص السيولة في الشركات ذات الملكية الواسعة والمركزة

اعوام	عدد مرات تغير سعر مرجعي	عدد ايام التداول عند الحد الادنى	عدد ايام عدم التداول
ملكية واسعة			
2018	40	115	1103
2019	60	141	1187
2020	29	153	772
المجموع	**129**	**409**	**3062**
ملكية مركزة			
2018	35	84	2100
2019	11	44	2306
2020	7	72	1923
المجموع	**53**	**200**	**6329**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى موقع سوق دمشق للأوراق المالية

يوضح الجدول (2) أن عدد مرات تعديل السعر المرجعي في الشركات ذات الملكية الواسعة بلغ 129 مرة وهو يزيد عن عدد مرات التعديل في الشركات ذات الملكية المركزة والبالغ 53 مرة، كما أن عدد أيام التداول على الحد الأدنى للشركات ذات الملكية الواسعة (409) أكبر منها في الشركات ذات الملكية المركزة (200)، مما يعني أن نقص السيولة غير مرتبط بتركز الملكية بل يعود إلى نظام التداول المعتمد.

يوضح الجدول (3) أدناه نتائج اختبار تساوي المتوسطات (independent sample t-test) لمجموعتين من الشركات ذات الملكية الواسعة والملكية المركزة على أساس شهري، حيث لوحظ في عام 2018 عدم وجود فارق جوهري بين متوسط عدد مرات تعديل السعر المرجعي بين الشركات ذات الملكية الواسعة والمركزة ، حيث أن قيمة ت المحسوبة 0,550 وهي تقل عن 1,96 كما لا يمكن رفض فرضية العدم الأولى لكامل فترة الدراسة حيث تبلغ ت المحسوبة 0,654، وفيما يخص عدد أيام التداول على الحد الأدنى يظهر وجود فارق جوهري بين عدد أيام التداول على الحد الأدنى بين نوعي الشركات لأعوام الدراسة منفردة ولكامل فترة الدراسة، حيث تتفوق الشركات ذات الملكية الواسعة بعدد أيام التداول على الحد الأدنى في كل شهر عن الشركات ذات الملكية المركزة، مما يؤكد أن ضعف التداول ليس سببه تركز الملكية وبالتالي نرفض فرضية العدم الثانية، وعلى النقيض يظهر ارتفاع في متوسط أيام عدم التداول الشهرية لدى الشركات ذات الملكية المركزة عنها في الشركات ذات الملكية الواسعة، وهذا ينسجم مع حالة سوق دمشق للأوراق المالية الذي يعاني من تركز الملكية.

الجدول (3) اختبار تساوي المتوسطات بين نوعي الشركات لمؤشرات نقص السيولة

البيان	عدد مرات تغير سعر مرجعي	عدد أيام التداول على الحد الأدنى	عدد أيام عدم التداول
فرق المتوسطات للعام 2018	1.66667	2.58333	83.75000
ت المحسوبة	0.550	2.537	11.019
فرق المتوسطات للعام 2019	2.00000	8.08333	86.33333
ت المحسوبة	2.193	5.015	6.723
فرق المتوسطات للعام 2020	1.83333	6.75000	96.16667
ت المحسوبة	2.596	3.722	4.941
فرق المتوسطات لجميع الأعوام	0.72222	5.80556	88.75000
ت المحسوبة	0.654	6.368	10.410

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى موقع سوق دمشق للأوراق المالية ونتائج برنامج SPSS

❖ **اختبار فرضية البحث الثالثة:**

1-1 **فرضية العدم الثالثة:** لا يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بالصعود وتلك بالهبوط.

1-2 **الفرضية البديلة الثالثة:** يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بالصعود وتلك بالهبوط.

إن الحدود السعرية التي يفرضها سوق دمشق للأوراق المالية قد تكون السبب في اضطرار السوق لتعديل السعر المرجعي، وحيث أن الحدود السعرية في الارتفاع هي 5% وتزيد عن الحدود في الانخفاض 1-2%، ومن أجل اختبار فيما ان كان التعديل في السعر المرجعي يتم لضيق الحدود السعرية في الانخفاض الذي يزيد عنه في الارتفاع، عملت الباحثة على حساب عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالصعود والهبوط ومقارنة عدد مرات التعديل الشهرية بالصعود مع تلك بالهبوط وتم عرضها في الجدول 4.

الجدول (4) عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً وهبوطاً لنوعي الشركات

أعوام	عدد مرات تعديل سعر مرجعي صعوداً	عدد مرات تعديل سعر مرجعي هبوطاً
ملكية واسعة		
2018	17	23
2019	4	31
2020	8	21
ملكية مركزة		
2018	57	3
2019	3	8
2020	3	4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاستناد إلى موقع سوق دمشق للأوراق المالية

يظهر الجدول (4) أن معظم عمليات تعديل السعر المرجعي بالصعود كانت تتم على الشركات ذات الملكية المركزة، بينما كانت تتركز معظم عمليات تعديل السعر المرجعي بالهبوط على الشركات ذات الملكية الواسعة، وبالتالي ربما يسهم توسيع الحدود السعرية بالهبوط في تخفيف حالات عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالهبوط.

يظهر الجدول (5) أدناه فروق المتوسطات بين عدد مرات تعديل سعر مرجعي صعوداً وهبوطاً للشركات ذات الملكية الواسعة والمركزة وذلك باستخدام اختبار independent t test، حيث يؤكد الجدول (5) ما تبين بالجدول (4) بأن معظم عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالصعود أكبر من الهبوط في شركات ذات ملكية المركزة، بينما كانت تتركز معظم عمليات تعديل السعر المرجعي بالهبوط أكثر من الصعود في شركات ذات ملكية الواسعة، هذا ما شجع وأكد بأن توسيع الحدود السعرية بالهبوط ستسهم بتخفيض حالات عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالهبوط، كما تبين أيضاً بالشركات ذات الملكية المركزة لكامل فترة الدراسة كانت قيمة ت.

الجدول (5) فروق متوسطات عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً وهبوطاً

الأعوام	عدد مرات تعديل سعر مرجعي	صعودا	هبوطا
ملكية واسعة			
2018	متوسط	1.4167	1.9167
	فروق المتوسطات	0.5	0.5
	المحسوبة .ت	0.466	0.466
2019	متوسط	0.3333	2.5833
	فروق المتوسطات	2.25	2.25
	المحسوبة .ت	2.862	2.862
2020	متوسط	0.6667	1.75
	فروق المتوسطات	1.08333	1.08333
	المحسوبة .ت	1.78	1.78
2018-2019-2020	متوسط	0.8056	2.0833
	فروق المتوسطات	1.27778	1.27778

	المحسوبة ت	2.644	2.644
ملكية مركزة			
2018	متوسط	4.75	0.25
	فروق المتوسطات	4.5	4.5
	المحسوبة ت	1.641	1.641
2019	متوسط	0.25	0.6667
	فروق المتوسطات	0.41667	0.41667
	المحسوبة ت	1.101	1.101
2020	متوسط	0.25	0.33
	فروق المتوسطات	0.08333	0.08333
	المحسوبة ت	0.364	0.364
2018-2019-2020	متوسط	1.75	0.4167
	فروق المتوسطات	1.33333	1.33333
	المحسوبة ت	1.377	1.377

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى موقع سوق دمشق للأوراق المالية ونتائج برنامج spss

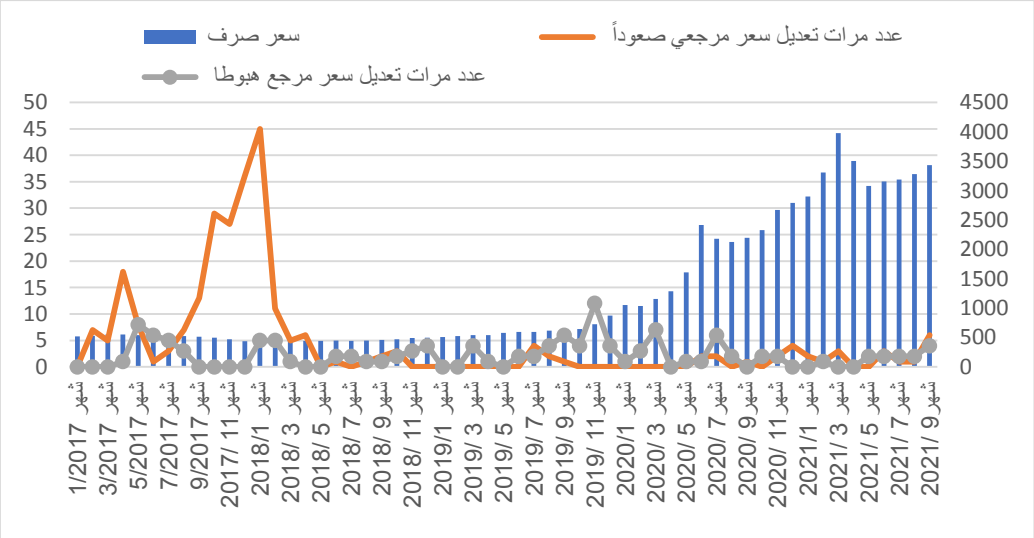
المحسوبة أقل من 1,96 هذا ما يشير إلى قبول فرضية العدم التي تنص بعدم وجود فرق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بالصعود وتلك بالهبوط.

أما في عام 2018 للشركات ذات ملكية الواسعة فتشير النتائج إلى عدم وجود فرق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي نتيجة تفعيل المادة 35 بالصعود وتلك بالهبوط، حيث قيمة ت. المحسوبة أصغر من 1,96 لذلك لا نرفض فرضية العدم كما يمكن رفض فرضية العدم في حال الشركات ذات الملكية الواسعة لكامل فترة الدراسة، مما يشير إلى وجود فروق بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً وهبوطاً، فنستنتج أن مشكلة السوق ترتكز على أسلوب التداول المزاد المستمر المعتمد من قبل سوق دمشق للأوراق المالية وليس بسبب تركز الملكية، هذا ما تبين من خلال اختبار الإحصائية للعينات المستقلة independent t test لاستكشاف فيما ان كان تعديل عدد مرات تغير سعر مرجعي وفقاً للمادة 35 من تعليمات التداول تختلف بالصعود والهبوط، وإذا كانت شركات ذات ملكية واسعة أو مركزة.

- **اختبار فرضية البحث الرابعة:**

1-1 فرضية العدم الرابعة: لا يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي وفقاً لمادة 35 بالصعود وتلك الهبوط نتيجة استقرار سعر الصرف.

1-2 فرضية البديلة الرابعة: يوجد فارق جوهري بين عدد مرات تعديل السعر المرجعي وفقاً لمادة 35 بالصعود وتلك الهبوط نتيجة استقرار سعر الصرف.



المخطط (6) حركة سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار مع عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً وهبوطاً

المصدر من إعداد الباحثة بالاستناد إلى موقع سوق دمشق للأوراق المالية ومصرف سورية المركزي

يُظهر المخطط (6) تغير حركة سعر صرف دولار مقابل الليرة السورية وعدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً وهبوطاً للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

يتبين من خلال المخطط أعلاه أن سعر صرف دولار مقابل الليرة السورية استقر وسطياً ما بين (500–540) **في عام 2017**، مما شجع المستثمرين على الإقبال على شراء الأسهم وبالتالي نلاحظ تركز عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالصعود أكثر من الهبوط، حيث بلغ إجمالي عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعوداً (154) مرة وإجمالي عدد مرات تعديل السعر المرجعي هبوطاً (23) مرة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

كما يلاحظ من خلال المخطط البياني **في عام 2018** أنّ سعر صرف الدولار مقابل الليرة السورية تراوح ما بين (440–498) واستمر معه ارتفاع إجمالي عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالصعود (74) مرة أكثر من الهبوط (26) مرة ،حيث بلغ إجمالي عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعودا بشهر كانون الثاني (45) مرة أما إجمالي عدد مرات تعدل سعر المرجعي هبوطاً بشهر كانون الثاني (5) مرات مما يدل على أن نتائج المخطط (6) تؤكد نتائج الجداول (1،4) آنفاً.

نلاحظ أيضاً من المخطط أعلاه **في عام 2019** أن سعر الصرف بدأ يرتفع ويتغير بشكل مستمر حيث بلغ وسطياً ما بين (506–874) ونتيجة عدم استقرار سعر صرف الدولار مقابل الليرة السورية ازداد عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالهبوط أكثر من الصعود، حيث بلغ إجمالي عدد مرات تعديل السعر المرجعي صعودا حوالي (7) مرات وهبوطاً (39) مرة وبالتالي انخفضت رغبة المستثمرين بالاستثمار بالأوراق المالية بسبب عدم استقرار أسعار الصرف وتحول المستثمرين للاستثمار في مجالات أخرى يجدونها أكثر ربحي.

أما **في عام 2020** فقد تعرضت جميع الدول ومنها سورية لازمة كورونا مما دفع سوق دمشق للأوراق المالية إلى التدخل وإصدار تعميم ينص على خفض الأيام المسموحة للتداول ليوم واحد في الأسبوع. ومن الطبيعي عندها أن يزيد عدد مرات تعديل السعر المرجعي بالهبوط أكثر من الصعود، حيث بلغ إجمالي عدد مرات تعديل السعر المرجعي هبوطاً (25) مرة وصعوداً (11) مرة إضافة أن سعر صرف الدولار مقابل الليرة السورية ما زال مرتفعاً في تلك الفترة حيث بلغ وسطياً حوالي (2900)

النتائج والتوصيات:

أ- النتائج:

1. إن نظام التداول المعتمد على أسلوب المزاد المستمر إضافة للمادة 35 من تعليمات التداول التي اعتمد عليها سوق دمشق للأوراق المالية لن يتمكنا من معالجة مشكلة ضعف السيولة. لذلك ننصح سوق دمشق للأوراق المالية بتغير أسلوب التداول المتمثل بالمزاد المستمر المعتمد إلى أسلوب صناع السوق، بما يسهم في زيادة حركة التداول على الأسهم وزيادة عدد ايام التداول الفعلي، كما وسيساعد الانتقال إلى نظام التداول المعتمد على صناع السوق في سرعة حدوث التوازن بين أسعار البيع والشراء وزيادة الكفاءة السعرية والكفاءة التخصيصية لسوق دمشق للأوراق المالية.
2. تبين من خلال نتائج اختبار فروق متوسطات عدد مرات تعديل سعر مرجعي بالهبوط والصعود وذلك بالاعتماد على الاختبار الإحصائية للعينات المستقلة independent t test أن هناك اختلاف جوهري بينهما يعود إلى اختلاف الحدود السعرية في الارتفاع 5% عنها في الانخفاض 1-2%. لذا تقترح الباحثة تعديل الحدود السعرية في سوق دمشق للأوراق المالية لتصبح (+10%،-10%) بالصعود والهبوط بهدف تحقيق التوازن بين طرفي العرض والطلب.
3. سيسهم أسلوب صناع السوق في حال اعتماده في استقرار أسعار الأوراق المالية وخاصة في حال استقرار سعر صرف لفترة مقبولة نسبياً، وهذا ما لاحظناه في عام 2018 عند استقرار سعر صرف، حيث ساعد استقرار سعر الصرف أسعار الأوراق المالية في الوصول للسعر السوق، وعليه من خلال دخول صناع السوق كطرف الثالث كشركة وساطة مرخص لها العمل كصانع السوق فإن تدخلها سيدعم أيضاً من جهة أخرى فكرة زيادة رأس مال الشركات المدرجة بهدف تحقيق التوازن بين أسعار العرض والطلب وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين بالتعامل بسوق دمشق للأوراق المالية
4. وجدت الباحثة أنه كلما كان سعر صرف الليرة السورية مستقر كلما تشجع المستثمرون على استثمار أموالهم في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي انعكس إيجابياً على زيادة حركة تداول الأسهم وزيادة عدد الصفقات، مما أدى إلى زيادة عدد مرات تعديل السعر المرجعي لاسيما بالصعود أكثر من الهبوط وهذا ما تبين في عامي (2017-2018) أما في حال عدم استقرار سعر صرف فإنه سيحد من رغبة المستثمرين بالتداول في الأوراق المالية ،وبالتالي سينعكس سلبا على سيولة سوق دمشق للأوراق المالية وهذا ما تبين في الأعوام(2019-2020-2021)

التوصيات:

1. ننصح سوق دمشق للأوراق المالية بإعادة النظر في نظام التداول المعتمد على المزاد المستمر مع دراسة إمكانية اتباع نظام التداول المعتمد على صناع السوق الذي سيوفر طرف ثالث يُسعّر طرفي البيع والشراء معاً، مما سيسهم بزيادة أحجام التداول ويزيد ثقة المستثمرين بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية.
2. ترخيص مهام صانع السوق لشركات الوساطة ذات الملاءة المالية الكافية من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية الأمر الذي يسهم بإمكانية الاعتماد عليهم في ممارسة عمل صانع السوق، إضافة لعملهم كوسيط في المرحلة الأولى من أجل تشجيع المستثمرين وزيادة الثقة بالتعامل في سوق دمشق للأوراق المالية.
3. نظراً لحاجة صانع السوق لاستثمار مبالغ كبيرة في الأسهم المختص بها، فإنني أنصح بزيادة رأس مال الشركات الوساطة الراغبة في تولي مهام صناع السوق من قبل هيئة الأوراق المالية وتحديد الحد الأدنى لرأسمال هذه الشركات بممارسة هذه النشاط ليكون مليار ليرة سورية.
4. نوصي مصرف سورية المركزي بالسعي لاستقرار سعر صرف الليرة السورية بما سيساعد على زيادة الاقبال على الاستثمار في السوق المالية وبالتالي تزداد أحجام التداول ويتحسن مستوى الكفاءة في سوق دمشق للأوراق المالية.
5. إصدار تشريعات الضرورية لتنظيم مهنة صناع السوق بما يسهم في الاستفادة من دورهم في تنشيط سوق دمشق للأوراق المالية.

التمويل: هذا البحث ممول من جامعة دمشق وفق رقم التمويل (501100020595).

المراجع Reference

1. تعليمات التداول وتعديلاتها، قانون سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.gov.sy
2. سليمان موصلي، رازي محي الدين، (2021)، تأثير وباء كورونا في تقلب مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة حماه.
3. سليمان موصلي، حازم السمان، (2013)، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد29، العدد 2
4. عثمان نقار، أسمهان خلف، أيهم محمود الحميد، (2019)، قياس الكفاءة الفنية في المصارف التجارية الخاصة في سورية باستخدام التحليل التطويقي للبيانات /DEA/، رسالة مقدمة لنيل ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد، جامعة حماة.
5. عبد الله، بلال، 2015، الأسواق المالية المتقدمة، منشورات جامعة حلب
6. عيس محمد، العزالي، 2010، البنية الجزئية لأسواق الأوراق المالية، المعهد العربي لتخطيط بالكويت، العدد 91
7. فادي بطمان، (2016) دور صناع السوق في تحسن السيولة والمجال السعري في الأسواق المالية، رسالة مقدمة لنيل ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد حلب
8. فريد كورتل، كمال رزيق، الازمة المالية: مفهومها وأسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر، 7-8، العدد 20، 2009
9. مراد محمود المواجدة، (2020)، أعمال صانع السوق في الأسواق المالية: دراسة في التشريع الإماراتي، مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد 17، العدد 1.
10. نغم حسين نعمة، طه أحمد عبد السلام، (2018)، آليات ودور صناع السوق في سوق العراق للأوراق المالية نموذج مقترح، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثالث عشر، العدد 45.
11. هيئة الأوراق المالية والسلع، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (46) لسنة 2012، نظام صانع السوق، الامارات العربية، 2012
12. Charitou and Panayides, Andreas and Marios A., Market Making in International Capital Markets: Challenges and Benefits of Its Implementation in Emerging Markets, in international journal of managerial finance, 2009.
13. Delivering a World of Good Deals, Market Model for The Trading Procedure Continuous Auction, Wiener Boerse, 2021
14. Deutsche Borse Cash Market, Market Model Continuous Auction, 2020
15. Erik Theissen, Christian Westheide, Call of Duty: Designated Market Maker Participation in Call Auction, Centre for Financial Research (CFR), University of Cologne, 2019
16. International Organization of Securities Commissions, Report by Emerging Market Committee, The Influence of Market maker In the Creation of Liquidity, 1999
17. Moez Bennouri, Trading Mechanisms in Financial Market: A Comparison Between Auction and Dealerships Markets, in international journal of Managerial Finance, 2014
18. Wassink, Lars, Trading Mechanisms, Tiburg University, 2012

المواقع الكترونية

1. موقع سوق دمشق للأوراق المالية www.dse.gov.sy
2. موقع هيئة الأوراق المالية http://scfms.org.sy
3. موقع مصرف سورية المركزي http://cb.gov.sy