

أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي DIX في أداء سوق دمشق للأوراق المالية DSE

مُطِيع أسعد الشُّلبي

1. الأستاذ المساعد في قسم المصارف والتأمين - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق 1.

Motee.sh68@damascusuniversity.edu.sy

المُلخَص

باشرت سوق دمشق للأوراق المالية DSE عملها بتاريخ 2009/3/10، حيث تم إصدار أول مؤشر رئيس للسوق بتاريخ 2010/1/4 يتضمن كافة الشركات الداخلة في السوق، ثم صدر مؤشر ثانٍ (مؤشر الأسهم القيادية) بتاريخ 2019/3/1 يتضمن الشركات الأكثر تداولاً، وبنهاية آخر يوم تداول في عام 2023 شهدت السوق الإعلان عن حدث إطلاق مؤشر دمشق الإسلامي DIX.

على الرغم من انقضاء حوالي خمسة عشر عاماً على افتتاح السوق إلا أن قيم التداولات اليومية لم يتجاوز المليار ليرة سورية (قرابة 75000 \$) إلا في أيام معدودة، كما أن وسيط حجم المستثمرين الذين يقومون بالتداول يومياً لا يتجاوز 180 مستثمراً.

لذلك هدفت الدراسة إلى بيان أثر إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي في دراسة الأدبيات السابقة ذات الصلة بالأسواق المالية والمؤشرات، كما اعتمدت المنهج التحليلي من خلال اختبار الفرضيات وتحليل البيانات اليومية عن متغيرات الدراسة المستمدة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة (2023/11/9 - 2024/2/12) بالاعتماد على برنامج الإكسل والبرنامج الإحصائي Spss v23.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في حجم وقيمة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة. بينما أظهرت الدراسة وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في القيمة السوقية لسوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة. إضافة إلى وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في حجم المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: مؤشر إسلامي، أداء السوق، كفاءة السوق، سوق دمشق للأوراق المالية.

تاريخ الابداع: 2024/5/15

تاريخ النشر: 2024/7/3



حقوق النشر: جامعة دمشق

- سورية، يحتفظ المؤلفون

بحقوق النشر بموجب

CC BY-NC-SA

The Impact of Announcing the Launch of an Islamic Index (DIX) on the performance of the Damascus Securities Exchange (DSE)

Motee`Asaad Alshalaby¹

1. Assistant Professor in the Department of Banks and Insurance. -Faculty of Economic- Damascus University.

Motee.sh68@damascusuniversity.edu.sy

Received: 15/5/2024

Accepted: 3/7/2024



Copyright:Damascus University-Syria

The authors retain the copyright under a

CC BY- NC-SA

Abstract

The Damascus Securities Exchange (DSE) began its work on 3/10/2009, and the first main index for the market was issued on 1/4/2010, which includes all companies entering the market. Then a second index (leading stock index) was issued on 3/1/2019. It includes the most traded companies, and at the end of the last trading day in 2023, the market witnessed the announcement of the launch event of the Damascus Islamic Index DIX.

Although about fifteen years have passed since the opening of the market, the value of daily trading did not exceed one billion Syrian pounds (about \$75,000) except in a few days, and the average size of investors who trade daily does not exceed 180 investors.

Therefore, the study aimed to demonstrate the impact of launching an Islamic index on the performance of the Damascus Securities Exchange in the short term. To achieve the objectives of the study, the descriptive approach was relied upon in studying previous literature related to financial markets and indicators. It also adopted the analytical approach through testing hypotheses and analyzing daily data on variables. The study was extracted from the Damascus Securities Exchange website during the period (9/11/2023 - 12/2/2024) based on Excel and the statistical program Spss v23. The study found that there were no significant differences with statistical significance in the short term at the 5% significance level in the volume and value of trading in the Damascus Securities Exchange before and after the announcement of the launch of the Islamic Market Index during the study period. While the study showed that there were significant differences with statistical significance in the short term at a significance level of 5% in the market value of the Damascus Securities Exchange before and after the announcement of the launch of the Islamic Market Index during the study period. In addition, there are significant differences with statistical significance in the short term at a significance level of 5% in the volume of investors in the Damascus Securities Exchange before and after the announcement of the launch of the Islamic Market Index during the study period.

Key Words: Islamic index, Performance Exchange, Efficiency Securities Exchange, Damascus Securities Exchange.

1- الدراسة المرجعية:**1.1- المقدمة Introduction:**

تسعى الأسواق المالية لجذب المستثمرين (محلين أم خارجيين) بكافة أشكالهم سواء كانوا أفراداً أم شركات أم مؤسسات أم جمعيات أو صناديق استثمارية، وذلك لتوظيف أموالهم وتوجيهها نحو قطاعات مختلفة تساهم في نمو اقتصاد البلد. وبما أن سوق دمشق للأوراق المالية كان قد باشر عمله بنهاية عام 2009 ولم يتجاوز فيه عدد الشركات المدرجة 28 شركة حتى نهاية عام 2023، كما أنه مرّ بأزمةٍ خلال سنوات الحرب التي عانت منها سورية منذ عام 2011. ونظراً لإحجام العديد من الأفراد والمؤسسات عن التعامل مع السوق، حيث لا يزال عدد المستثمرين الذين لديهم حسابات للتداول لدى شركات الوساطة في السوق ضئيلاً فهو لم يتجاوز 22900 مستثمراً تقريباً، وعدد الشركات التي لديها حسابات للتداول لدى شركات الوساطة حوالي 165 شركة بنهاية عام 2023 (www.dse.com). لذلك ظهرت الحاجة إلى إطلاق مؤشر إسلامي يتضمن الشركات التي تتعامل وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وتحقق شروط معايير أيوفي الإسلامية، فكان الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية (DIX) خياراً إضافياً أمام إدارة السوق يسعى لاستقطاب شريحة من الأفراد والمؤسسات وإعادة توجيهها في مجالات استثمارية تعود بالنفع العام، ولتزويد المستثمرين بالمعلومات التي تساعدهم للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، وللتعريف بالشركات ذات الطابع الإسلامي.

2.1- مشكلة البحث Research Problem:

رُغم مرور خمسة عشر عاماً لتاريخه على إنشاء سوق دمشق للأوراق المالية، إلا أنها لم تلقى قبولاً واسعاً من قبل الأفراد والمؤسسات في استثمار أموالهم، حيث لم يتجاوز وسطي عدد المستثمرين (أفراداً وشركات) الذين يمارسون عملية التداول اليومي في السوق حوالي 180 مستثمراً، كما لم تتجاوز قيم التداول اليومي قرابة المليار ليرة سورية (حوالي 75000 \$) إلا في أيام معدودة. فكانت السوق وما تزال أحد الخيارات الاستثمارية المتاحة للمستثمرين، خاصة وأنّ أرباحها مُعفاة من الضرائب، حيث تخضع قيم الصفقات إلى عمولاتٍ متفق عليها مع شركات الوساطة لا تتجاوز الواحد بالمائة كحد أقصى. من هنا جاءت فكرة هذا البحث لبيان أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير. وانطلاقاً مما سبق ولمساعدة إدارة السوق المالية في معرفة أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي لاستمرارية عمل السوق ونجاحها في الوصول إلى أهدافها، وللإحاطة بكافة جوانب البحث يمكن طرح التساؤل الرئيس الآتي:

هل كان هناك أثراً للإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير؟

وللإجابة على هذا التساؤل الرئيس نطرح التساؤلات الفرعية الآتية:

- هل أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في حجم تداول سوق دمشق للأوراق المالية؟
- هل أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في قيمة تداول سوق دمشق للأوراق المالية؟
- هل أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في القيمة السوقية لسوق دمشق للأوراق المالية؟
- هل أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في حجم المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية؟

3.1- أهمية البحث Research Importance:

تبرز أهمية البحث العلمية في أنّه محاولة لسد الفجوة البحثية في معرفة أثر إطلاق مؤشر إسلامي في سوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12)، كما أنّ هناك أهمية خاصة لمعرفة العوامل المؤثرة وحجم التأثير وطبيعته. فضلاً عن تقديم إطار نظري عن المؤشرات الإسلامية للأسواق المالية. كما يساهم البحث من الناحية العملية من

خلال تقديمه المعلومات وبعض النتائج والتوصيات التي ستمكن إدارة السوق والمستثمرين والجهات المشرفة من إدارة السوق المالية بكفاءة أكبر، انتهاءً باعتباره حافزاً للباحثين الذين يودون التعرف على هذا الموضوع وإجراء المزيد من الأبحاث بدول محددة وبمتغيرات مختلفة، وخلال مدد زمنية مختلفة.

4.1- أهداف البحث Research Objectives:

هدف البحث إلى وضع إطار نظري للموضوع ثم إجراء الاختبارات اللازمة لمعرفة أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12) وسعى لتحقيق الآتي:

- تسليط الضوء على بعض العوامل المؤثرة في مؤشرات الأسواق المالية
- معرفة أهم النظريات المُفسرة لسلوك مؤشرات الأسواق.
- التعرف على مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية.
- معرفة أثر الإعلان عن مؤشر إسلامي في بعض مؤشرات أداء سوق دمشق للأوراق المالية.
- تقديم بعض النتائج والتوصيات لمساعدة إدارة سوق دمشق للأوراق المالية والهيئات المشرفة والجهات المهتمة في تعزيز أداء وكفاءة السوق وزيادة الاستثمار فيها.

5.1- حدود البحث Research Limits:

- 1- الحدود الزمانية: تمتد الدراسة خلال المدة الزمنية (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12). (باستخدام بيانات يومية).
- 2- الحدود المكانية: تتم هذه الدراسة في سورية وتطبق في سوق دمشق للأوراق المالية.

6.1- مجتمع وعينة البحث Research Society And Sample:

- 1- مجتمع البحث: يشمل مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية.
- 2- عينة البحث: تشمل المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية.

7.1- فرضيات البحث Research Hypotheses:

- H0:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لإطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).
وتنتفرج عنها أربعة فرضيات فرعية:
- H01:** لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم التداول اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).
- H02:** لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط قيمة التداول اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).
- H03:** لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط القيمة السوقية اليومية قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).
- H04:** لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم المستثمرين اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية في الأمد القصير وخلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).

8.1-متغيرات البحث Research Variables:

■ المتغيرات التابعة: يُعبّر عنها بالقيم الآتية:

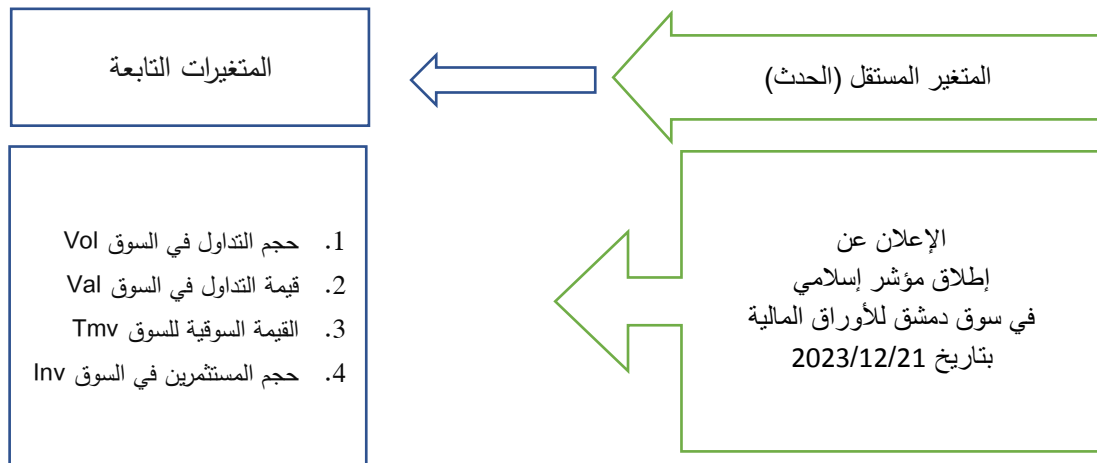
- 1- حجم التداول في السوق: وهي تُشير إلى كمية الأسهم المتداولة في السوق (عدد الأسهم المباعة والمشتراه من قبل المستثمرين)، خلال مدة محددة (يوم، شهر وسنة)، إذ تُعد أحد مقاييس سيولة السوق، تعطى هذه الكمية وفق الآتي:
حجم التداول اليومي في السوق = إجمالي حجم الصفقات العادية + إجمالي حجم الصفقات الاستثنائية المنفذة باليوم
- 2- قيمة التداول في السوق: أحد مؤشرات السوق المالي وتُحتسب من خلال قيم إجمالي الصفقات المنفذة في السوق خلال مدة محددة، حيث تُعتبر هذه القيمة مقياساً لنشاط السوق وتُعطى هذه القيمة من خلال:
قيمة التداول اليومي في السوق = قيم إجمالي الصفقات العادية + قيم إجمالي الصفقات الاستثنائية المنفذة باليوم
- 3- القيمة السوقية للسوق: تُعدّ من أهم المؤشرات التي تُعبّر عن حجم السوق، ويحسب من خلال عملية ضرب عدد الأسهم المدرجة في السوق بالقيمة السوقية للسهم عند الإغلاق يومياً.
القيمة السوقية للسوق = مجموع (سعر إغلاق سهم كل شركة x عدد أسهم الشركة المدرجة)
- 4- حجم المستثمرين في السوق: يُعبّر هذا المؤشر عن حجم المستثمرين المسجلين لدى شركات الوساطة المرخصة في السوق الذين يمارسون الاستثمار في السوق أثناء أيام التداول من خلال شركات الوساطة.

■ المتغير المستقل: يُعبّر عنه بالإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في سوق دمشق للأوراق المالية.

تمّ قياس المتغير المستقل من خلال استخدام متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ قيمة صفرية 0 في الأيام التي تسبق الإعلان بالإضافة ليوم الإعلان ويأخذ قيمة 1 في الأيام التالية للإعلان، تمّ اختيار فترة 30 يوم على افتراض أن السوق سوف يستوعب المعلومات التي تمّ الإعلان عنها خلال فترة لا تتجاوز 30 يوم عمل في الأمد القصير ولأنّ السوق غير كفؤة عند المستوى الضعيف.

ليكون بذلك أنموذج البحث وفق الشكل الآتي:

الشكل (1): أثر المتغير المستقل في المتغيرات التابعة



9.1- منهج البحث Research Methodology:

لتحقيق أهداف البحث استُخدم المنهج الوصفي التحليلي وفق الآتي:

1. المنهج الوصفي: من خلال دراسة واستعراض الأدبيات السابقة وذات الصلة بمؤشرات الأسواق المالية، ودراسة أثر هذه المؤشرات على أداء الأسواق المالية.
2. المنهج التحليلي: من خلال الدراسة التطبيقية التي استخدمت أدوات الاقتصاد القياسي في تحليل البيانات واختبار الفرضيات اعتماداً على البرنامج الإحصائي Spss v23. كما استخدم أسلوب دراسة الحدث لاختبار فرضيات البحث.

10.1- الدراسات السابقة Literature Reviews:

10.1-1: الدراسات العربية:

هدف بحث (قبلان، 2011) إلى التعرف على ماهية المؤشرات في أسواق الأوراق المالية وأهميتها وتكوينها وكيفية تسجيلها وحسابها، بالإضافة إلى تسليط الضوء على مؤشر سوق دمشق لأوراق المالية ودلالته وأهميته. توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات الأسواق المالية تعكس الحالة الاقتصادية للدولة، كما تعتبر أداة مهمة للتنبؤ بالوضع الاقتصادي مستقبلاً. وخلصت أيضاً إلى أن للمؤشرات استخدامات عديدة تفيد المستثمرين والأطراف التي تتعامل مع الأسواق منها: (تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري، مقياس للمخاطر المنتظمة، وإمكانية استخدامها للحد من المخاطر المالية). أما دراسة (الربابعة، 2011) فكان هدفها البحث عن المعايير الأقرب للصواب التي تبين شروط دخول الشركات في المؤشر الإسلامي دون غيرها، لتكون المعايير أكثر قبولاً وإقناعاً للمستثمرين. ولتحقيق ذلك تم استعراض النصوص الفقهية وتحليلها ثم مقارنة استدلالات الفقهاء، وترجيح ما تعضده النصوص الشرعية من الكتاب والسنة. خلصت الدراسة إلى أن معيار نسبة الإيرادات الربوية العرضية إلى إجمالي الإيرادات والبالغة 2.5% لها مستند شرعي، كما اعتمدت معيار نسبة إجمالي الديون الربوية للشركة (ما لها وعليها) إلى متوسط القيمة السوقية للشركة والبالغة 33% أخذاً بمبدأ الغلبة والكثرة. بينما هدف بحث (نصبة وآخرون، 2017) إلى معرفة أنواع المؤشرات الإسلامية في أسواق الأسهم العالمية بشكل عام مع دراسة حالة ماليزيا بشكل خاص. بينت الدراسة أن الهندسة المالية وفق المنهج الإسلامي أعطت بديلاً مناسباً للتعامل بالمؤشرات، حيث أنشأت مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفقاً لمبادئ الاقتصاد الإسلامي، وأن هذه المؤشرات تسيّر على خطى الأسهم الخاضعة للشرعية الإسلامية في كل أنحاء العالم، وبالتالي فهي تتيح للمستثمرين الإسلاميين أدوات شاملة مبنية على منظور استثماري عالمي حقيقي، ووجدت الدراسة أن إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية تنوعت إلى: مؤشرات داو جونز الإسلامية ومؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية. وقد أوضحت أن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية قررت بجواز التداول بمؤشر كوالالمبور للشرعية ومؤشر داوجونز الإسلامي الماليزي طالما كانا متوافقين مع الشرعية، بحيث يتكون المؤشر من الأسهم المتوافقة مع الشرعية. كما هدفت دراسة (بوسته، 2018) إلى معرفة كيف تساهم الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية، كي تزيد من كفاءة وتنافسية الأسواق المالية، وعليه فقد تمّ السعي من خلال هذا البحث إلى التعريف بالهندسة المالية الإسلامية والتقليدية، وعرض مختلف الابتكارات المالية وأحكامها الشرعية حسب آراء الفقهاء المعاصرين. تمّ التوصل إلى أن أهم أدوات التمويل التي تلقى قبولاً من طرف أغلب الفقهاء هي الصكوك المالية الإسلامية كأهم الإبداعات المالية المتأصلة في الهندسة المالية الإسلامية، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار (بما فيها صناديق المؤشرات المتداولة) الناتجة عن محاكاة الهندسة المالية الإسلامية للهندسة المالية التقليدية، والتي تختلف أحكامها الشرعية باختلاف أصولها وطبيعتها معاملتها. بينما حاولت دراسة (بوزيد، وآخرون، 2018) قياس كفاءة أحد أهم المؤشرات المالية الإسلامية الدولية، وهو مؤشر داو جونز الإسلامي. استخدمت الدراسة أدوات قياس الأداء للأصول المالية، وهي مؤشر شارب، مؤشر ترينور، وألفا جنسن لتقييم أداء مجموعة مؤشرات لداو جونز الإسلامي حسب أربعة

مناطق؛ آسيا وأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية والعالم. دلّت النتائج على أن الأداء المالي للمؤشرات المدروسة كان متعثراً خلال فترات الدراسة، بالإضافة إلى أن أداء المؤشرات الإسلامية كان متقارباً بشكل كبير مع المؤشرات المرجعية التي قورنت معها، ومن خلال نمذجة عوائد المؤشر الإسلامي فإن 80% من التغيرات التي تحدث في عوائد هذا الأخير، تُفسر بالتغيرات التي تحدث في عوائد مؤشر داو جونز الصناعي، فعوائد مؤشر داو جونز الإسلامي مرتبطة بشكل كبير بعوائد مؤشر داو جونز الصناعي. كما قام بحث (الطار، 2023) باستعراض مؤشرات قياس أداء السوق المالي ومدى تطوره، وحساب وتحليل هذه المؤشرات في دراسة تطبيقية على سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك باستخدام مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية متعددة الأبعاد التي تشمل بُعد حجم السوق المالي، بُعد الوصول الذي يُركز على سلاسة الدخول للسوق المالي للشركات ومقدار المنافسة في السوق وتكاليف التداول في السوق، وبُعد الاستقرار الذي يُركز بشكل رئيس على عدم تذبذب السوق في العوائد. تم إجراء الدراسة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2021)، ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام المنهج الوصفي لعرض الجانب النظري من الدراسة، ومن ثم استخدام المنهج القياسي التحليلي في التطبيق العملي. وقد أظهرت نتائج البحث وجود تقدم ملحوظ في أداء سوق دمشق للأوراق المالية بدءاً من عام 2010 بُعيد افتتاح السوق، لينخفض بشكل ملموس في الأعوام التالية بسبب الحرب وآثارها ومنعكساتها الاقتصادية، ليعود ويسجل أعلى مستوياته عام 2021. وحاولت دراسة (حسيني، 2023) تسليط الضوء على ماهية المؤشرات المالية وبيان أحكامها شرعاً وأحكام استخداماتها. أكد البحث على ضرورة إيجاد بدائل للمؤشرات المالية وفق المنهج الإسلامي، وانتهى البحث إلى ضرورة إيجاد البديل الإسلامي للمؤشرات المالية التقليدية، وذلك لضرورة استقلال النظام الاقتصادي الإسلامي عن أدوات النظام التقليدي. مع إمكانية الأخذ بمنهجية معدلات المؤشرات المالية التقليدية للاسترشاد بها حتى إيجاد مؤشر إسلامي بديل، يقوم على أسس متفقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

10.1-2: الدراسات الأجنبية:

هدفَ بحث (Boujelbène, 2012) دراسة المخاطر والعوائد لمؤشرات السوق الإسلامية مقابل مؤشرات نظيراتها التقليدية. ولهذا الغرض تم استخدام بيانات دولية لـ 35 مؤشراً تجمع بين الأسواق المتقدمة والناشئة وأسواق دول مجلس التعاون الخليجي خلال المدة (2002-2012). كما تم استخدام اختبار t لمعرفة فرق متوسط العوائد بين كلا النوعين من المؤشرات. وأظهرت النتائج أنه لا يوجد فرق كبير في المتوسط بين المؤشرات الإسلامية والتقليدية باستثناء مؤشرات إيطاليا وأستراليا. وكشفت نتائج تقدير EGARCH عن وجود خطر تأثير الرافعة المالية في جميع المؤشرات المدروسة. إن دراسة الأداء المعدل للمخاطر لمؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية مقابل المؤشرات النظرية التقليدية باستخدام اختبار نسبة الفروق في شارب ونموذج CAPM أظهرت أنه في الفترة بأكملها وكذلك في فترة الأزمة لا يوجد فرق بين أداء كافة أنواع المؤشرات على أساس العائد المعدل بالمخاطر. وبالتالي، يمكن للمستثمرين المسلمين متابعة استثمارات الأسهم بما يتوافق مع معتقداتهم الدينية دون التضحية بالأداء المالي. بينما سعت دراسة (Khamlichi et al, 2004) إلى المساهمة في الأدبيات التجريبية من خلال استكشاف كفاءة هذه المؤشرات وقدرتها على التنويع مقارنة بالمعايير التقليدية. وما إذا كانت المؤشرات متكاملة أم لا. ومن ثم تم تحليل مستوى الكفاءة الضعيفة من خلال اختبار فرضية السير العشوائي باستخدام اختبارات نسبة التباين. تضمنت عينة البحث مؤشرات إسلامية ومؤشرات سائدة تقليدية لأربع عائلات من المؤشرات؛ من بينها، مؤشران متوافقان مع الشريعة الإسلامية لم تتم دراستهما من قبل في الأدبيات الأكاديمية. أظهرت النتائج أن المؤشرات الإسلامية لديها نفس مستوى (عدم) الكفاءة مثل المؤشرات التقليدية، ومؤشرات عائلتي MSCI و FTSE هي الأقل كفاءة. وفيما يتعلق بتحليل التكامل المشترك، لا يوجد لدى المؤشرات الإسلامية لداو جونز وستاندرد آند بورز علاقات تكامل مشتركة مع معايير كل منهما، مما دلّ إلى وجود فرص للتنويع على المدى الطويل. حاولت دراسة (Bayram et al, 2016) إلى أولاً مقارنة أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية في تركيا، وهي KATILIM50 و BIST 100 باستخدام اختبار الفرضية المكون من عينتين خلال الفترة من 15 مايو 2015 إلى 31 ديسمبر 2016. وثانياً، لدراسة العلاقة

السببية بين مؤشري سوق الأسهم في المدى القصير باستخدام اختبار السببية جرانجر. كشفت نتائج اختبار Z البارامترية أنه لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين أداء كلا المؤشرين مؤشر KATILIM 50 ومؤشر BIST 100 في سوق الأوراق المالية التركية خلال الإطار الزمني للدراسة. علاوة على ذلك، أشارت نتائج علاقة السببية لجرانجر إلى عدم وجود علاقة سببية بين مؤشري سوق الأوراق المالية على المدى القصير. وبين هذا إلى أن أسواق الأوراق المالية في تركيا تتسم بالكفاءة من الناحية المعلوماتية ولا تنتهك فرضية السوق الفعالة فيما يتعلق بالمعلومات المتاحة لكلا المؤشرين. وبالتالي فإن نتائج هذه الدراسة ستوفر قناة مفيدة للمستثمرين المسلمين للمشاركة في سوق رأس المال التركي المتوافق مع الشريعة الإسلامية. وهدفت دراسة (Rusmita et al, 2021) لفهم التقلبات والارتباط بين عوائد الأصول بمرور الوقت لأهميته بالنسبة للمستثمرين (المحليين والدوليين) بهدف تنويع محافظهم الاستثمارية للتحوط من المخاطر المتوقعة. استخدم في البحث أسلوب DCC MGARCH لفحص العلاقة بين البلدين (ماليزيا وإندونيسيا) للإشارة إلى درجة التكامل المالي، مع بيانات يومية من نيسان 2012 حتى كانون الأول بعام 2017 واستخدام مؤشر 3 فئات (مركب، إسلامي، تقليدي). بينت نتائج البحث أن ماليزيا وإندونيسيا لديهما علاقة قوية. ومن بين المؤشرات الإسلامية، فإن المؤشرات المركبة والتقليدية لديها تكامل مالي، ولكن المؤشر التقليدي في ماليزيا يتمتع بأقل تكامل من المؤشرات الأخرى مما يجعله مناسباً للتنويع. ولسوء الحظ، فإن المؤشر التقليدي لم يكن مناسباً للمستثمر الذي لديه توجه للشريعة الإسلامية. وعلى عكس مؤشر إندونيسيا، فإن العائد ربما يعتمد على التاريخ. كما توصل البحث إلى أن المستثمر الإسلامي لا يمكن أن يكون لديه أفضل تنويع في سوق ماليزيا وإندونيسيا، لأن المؤشر الإسلامي كان مرتبطاً بشكل قوي. وحاول بحث (Audi et al, 2021) معرفة فروق الأداء بين المؤشرات الإسلامية وبين مؤشرات الأسهم والسندات التقليدية في الدول النامية والناشئة. خلال المدة (2007-2018) بالنسبة للأسهم، والمدة (2014-2018) بالنسبة للديون. توصلت الدراسة إلى أن مؤشرات الأسهم الإسلامية كانت أفضل أداءً من المؤشرات التقليدية خلال الأزمات المالية في أغلب الدول المختارة. كما أصبحت المؤشرات الإسلامية تحظى باهتمام واسع كبديل عن المؤشرات التقليدية.

11.1- ما يُميّز هذا البحث:

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة تتضح أهمية دراسة إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية، بسبب تباين أهداف ونتائج الدراسات من دولة إلى أخرى وخصوصية كل سوق وكل دولة. حيث وجدنا أن غالبية الدراسات اعتمدت دراسة أداء المؤشر الإسلامي ومقارنته مع المؤشرات التقليدية، إضافة إلى دراسة مخاطر وعوائد هذه المؤشرات. إلا أن هذا البحث يهدف ويركز على معرفة أثر الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي في أداء السوق في الأمد القصير. لذلك يُعدّ هذا البحث امتداداً وإضافةً مُكمّلة لما قامت به الأبحاث السابقة حيثُ اختلف عنها بالهدف وهو تحديد أثر إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية. وتميز عنها بمكان إجراء الدراسة، واختلف عنها في مجال اختبار مؤشرات أداء مختلفة، فضلاً عن كون البحث يتطرق لإطار نظري مختلف إلى حد ما عما ورد في الدراسات السابقة، كما أنه يأخذ منحى خاص في المدة الزمنية (2023-2024) والمغطاة ببيانات يومية.

2. الإطار النظري:

2.1- مؤشرات الأسواق المالية:

أولاً: أهمية ونشأة مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية:

تهتم إدارات الأسواق المالية بالمؤشرات الصادرة عنها لتزويد المستثمرين بالمعلومات المالية التي تساعدهم وتمكنهم من اختيار فرص الاستثمار المتاحة في السوق المالي، وتعد مؤشرات الأسواق المالية البوصلة التي توجه المستثمرين خلال أوقات محددة نحو الإقدام على الاستثمار أم لا. وتتشأ أهمية مؤشرات الأسواق من أهمية مكوناتها وطريقة حسابها ومدى تعبيرها عن حالة الاقتصاد وأداء السوق، حيث يمثل المؤشر دليلاً لفئة من المستثمرين ومرشداً لهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. كما أن مؤشرات الأسواق المالية تعبر عن حالة الاستثمار في قطاع معين (صناعي- زراعي- خدمي...) أو إجمالي القطاعات المدرجة في السوق. ظهر أول مؤشر للأسهم في عام 1896 في أمريكا باسم مؤشر داو جونز في بورصة نيويورك. وظلت المؤشرات التقليدية للأسواق المالية سائدة في القرن العشرين. ونظراً لتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية ظهرت الحاجة لتطوير المنتجات الإسلامية من خلال الهندسة المالية الإسلامية مما ساهم وأدى بالتوسع والاهتمام عالمياً بالاستثمار والتمويل الإسلامي إلى أن ظهرت المؤشرات الإسلامية في نهاية القرن العشرين بعد تطور الهندسة المالية الإسلامية.

ظهر أول مؤشر إسلامي للسوق المالية الإسلامية بتاريخ 1999/2/9 بالبحرين باسم داو جونز للسوق الإسلامي (DJIMI) ، يتكون المؤشر من 600 شركة تحقق المعايير الإسلامية في 30 دولة في العالم، وهو مؤشر مالي مصمم لتوفير خيارات استثمارية للمستثمرين المسلمين متوافقة مع معايير ومبادئ الشريعة الإسلامية، ولتلبية احتياجات المستثمرين الذين يرغبون بالالتزام بالمبادئ الإسلامية عبر مشاركتهم بالاستثمار في الأسواق المالية العالمية. حالياً تضم عائلة مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي قرابة 50 مؤشراً. ثم ظهرت بعد ذلك مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامي العالمي (GIIS) بتاريخ 2000/7/13 وتضم خمسة مؤشرات (مؤشر لكل العالم- مؤشر لأمريكا- مؤشر لأوروبا- مؤشر لآسيا والباسفيك ومؤشر لإفريقيا) تغطي 29 دولة في العالم. (النجار، 2005، 6-9) و(نصبه، 2017، 101-102).

ثانياً: أهداف مؤشرات الأسواق المالية: هناك العديد من الأهداف نذكر منها:

- تشجيع الاستثمار: تُعد مؤشرات الأسواق المالية حافزاً رئيساً لتوجيه مدخرات وأموال الراغبين بالاستثمار والباحثين عن فرص استثمارية سواء كانوا أفراداً أو شركات أو مؤسسات مالية. فكلما كانت المؤشرات تعبر بشفافية عن حالة السوق وكانت السوق كفاءة أيضاً كلما شجع ذلك على الاستثمار. ولتحقيق هدف تعزيز الاستثمار لابد من إيجاد مؤشرات تعبر بشفافية عن حالة السوق لتوجيه المستثمرين نحو قطاعات معينة تساهم في النمو الاقتصادي، إضافة إلى رفع كفاءة السوق.
- تطوير أداء السوق: إنّ أحد أهداف مؤشرات الأسواق المالية هو تطوير أداء السوق، فكلما ازدادت حجوم وقيم تداول السوق أظهر ذلك مؤشراً إيجابياً لأداء السوق، بينما إذا تراجعت حجوم وقيم التداول أعطى ذلك مؤشراً سلبياً لأداء السوق. ولمعرفة أداء السوق لابد من إيجاد مؤشرات تعبر عن حالة السوق وتوجه المستثمرين نحو الأسهم الأكثر نشاطاً وتحقق عائداً أفضل.
- لذلك تعمل إدارات الأسواق على تعزيز ثقة المستثمرين بالسوق بشكل دائم، لأنّ المستثمر عندما يقوم بالتداول بالسوق، فإنّه يسعى للحصول على أكبر عائد ممكن ضمن مخاطرة مقبولة، لذلك فإنّ تطوير أداء السوق وسلامة أموال المستثمرين يجب أن تكون ضمن أولوياته.
- التعبير عن أسعار الأوراق المالية: تساعد مؤشرات الأسواق المالية في معرفة أسعار الأوراق المالية والتقلبات التي تطرأ عليها من خلال الصفقات المنفذة. حيث تستقبل السوق المالي أوامر العرض وأوامر الطلب على الأسهم وعندما تلقى هذه الأوامر عند سعر محدد تنفذ الصفقات. بعد انتهاء جلسة التداول يعبر عن هذه الصفقات بالمؤشر سواءً بارتفاع أسعار الأوراق المالية أم انخفاضها.

ثالثاً: أنواع مؤشرات الأسواق المالية:

- تقسم مؤشرات أسواق الأوراق المالية وفق الغاية التي أنشأت من أجلها إلى:
- مؤشرات عامة: تتضمن كافة الشركات المساهمة المدرجة في السوق (تقليدية وإسلامية).
 - مؤشرات خاصة: تعبر عن حالة أو نشاط خاص مثل: الشركات المساهمة الأكثر تداولاً في السوق، أو أكبر الشركات المساهمة المدرجة في السوق.
 - مؤشرات قطاعية: تتضمن شركات مساهمة بقطاع معين مثل مؤشر داوجونز الصناعي
 - مؤشرات إسلامية: تتضمن الشركات المساهمة التي تتوافق أعمالها وتتدرج ضمن أنشطة الشريعة الإسلامية.

رابعاً: العوامل المؤثرة في مؤشرات الأسواق المالية:

- هناك العديد من العوامل التي تؤثر في مؤشرات الأسواق المالية نذكر منها:
- **تقلبات أسعار الأسهم السوقية:** تتأثر أسعار الأسهم بإفصاحات الشركات وحالة الاقتصاد ووضع البلد (استقرار أم أزمة)، فهناك علاقة طردية ترتبط بين مؤشر السوق وأسعار الأسهم المكونة للمؤشر، فإذا ارتفعت أسعار غالبية الأسهم أدى هذا إلى ارتفاع مؤشر السوق، بينما إذا انخفضت أسعار غالبية الأسهم فإن المؤشر سينخفض .
 - **الوزن النسبي للشركات المكونة للمؤشر:** يؤثر الوزن النسبي للشركات الداخلة في المؤشر بقيمة مؤشر السوق. غالباً ما تستحوذ عدد محدود من الشركات على النسبة الأكبر في المؤشر أي يكون لها وزن نسبي كبير ومؤثر في قيمة المؤشر. وهذا يؤدي إلى وجود علاقة طردية بين أسعار هذه الأسهم وقيمة المؤشر بغض النظر عن تقلب أسعار الأسهم المتبقية المكونة للمؤشر .
 - **سلوك المستثمر:** إن سلوك المستثمرين في السوق يفوق المؤشر إما للارتفاع أو للانخفاض أو للثبات. فإذا أقدم المستثمرين على شراء الأسهم المكونة للمؤشر ورافق هذا الشراء ارتفاع أسعار الأسهم أدى ذلك إلى ارتفاع قيمة المؤشر، وبالمقابل إذا كان هناك عزوف للمستثمرين عن شراء الأسهم المكونة للمؤشر وتراجع أسعار الأسهم فسيؤدي هذا السلوك والتصرف إلى انخفاض قيمة المؤشر. أما إذا كان هناك توازن بالأسعار وبين عرض الأسهم والطلب عليها فإن هذا سيقود إلى ثبات قيمة المؤشر .
 - **الحروب والاضطرابات:** تساهم الحروب والاضطرابات في بث الذعر والخوف بين المواطنين مما يؤدي إلى عدم الطمأنينة وعدم الاستقرار والذي بدوره يشجع زيادة الطلب على العملات الأجنبية والمعادن الثمينة لحفظ أموالهم من انخفاض قيمتها. (الشلبي، 2021، ص 229). وهذا يؤدي إلى تراجع مؤشرات الأسواق المالية نتيجة تحول الاستثمارات إلى مدخرات.
 - **العقوبات الاقتصادية:** تتأثر أي بلد بالعقوبات الاقتصادية الخارجية التي تفرضها بعض البلدان المهيمنة على الاقتصاد العالمي لأسباب عديدة، مما يؤدي إلى تخوف المواطنين والمؤسسات من آثار هذه العقوبات، وهذا يدعوهم إلى اقتناء العملات الأجنبية والمعادن الثمينة تحوطاً من حدوث أزمات وانخفاض قيمة العملة. (الشلبي، 2021، ص 229). وهذا يقود إلى تأثر مؤشرات الأسواق المالية بهذا البلد.

2-2: لمحة عن سوق دمشق للأوراق المالية:

أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها والتي تأسست بموجب القانون رقم 22 لعام 2005، وبحيث يكون المقر الرئيس للسوق مدينة دمشق، يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء. يقسم السوق إلى: سوق نظامية، سوق موازية أ وسوق موازية ب. تمّ الافتتاح الرسمي للسوق في 2009/3/10، أيام التداول من يوم الأحد ولغاية الخميس من كل أسبوع. يبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 28 شركة لغاية تاريخ 2024/3/10 م تتكون من 15 مصرفاً (منها 4 مصارف إسلامية)، 6 شركات تأمين (منها شركة واحدة تأمين تكافلي)، 2 شركة اتصالات، 2 شركة صناعية، 2 شركة خدمات وشركة زراعية واحدة فقط. يتم افتتاح السوق بتمام الساعة 11.00 والإغلاق بتمام

الساعة 1.00 ظهراً، وتقسّم أوقات التداول إلى ثلاث جلسات: جلسة ما قبل الافتتاح (10.30 - 11.00)، جلسة التداول المستمر (11.00 - 1.00) وجلسة الصفقات الضخمة (1.00 - 1.15). ولقد أثرت الحرب على سوق دمشق للأوراق المالية حيث تراجع مؤشر السوق إلى مستويات غير مسبوقه وانخفضت أحجام التداول إلى أقل من مليون ليرة سورية يومياً. (المصري، وكنعان. 2023. ص 9).

2-3: مؤشرات سوق دمشق للأوراق المالية:

أولاً: مؤشر دمشق المثقل بالقيمة السوقية (DWX):

رافق هذا المؤشر بداية انطلاق عمل السوق حيث يعتمد هذا المؤشر أسلوب التثقل بالقيمة السوقية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعبئة ككل، وبما أن أعداد الشركات المدرجة في السوق كان وما زال ضئيلاً، فإن المؤشر يتكون من جميع الشركات المدرجة في السوق النظامي والموازي. تمّ تحديد أسعار الأساس للشركات الداخلة بالمؤشر بتاريخ 2009/12/31، حيث بلغت القيمة السوقية للشركات آنذاك / 58841220000 / ل.س، وقيمة المؤشر 1000 نقطة (قيمة المعامل). وإطلاق المؤشر كان ببداية عام 2010.

ثانياً: مؤشر دمشق للأسهم القيادية المثقل بالأسهم الحرة (DLX):

لقد تمّ تحديد تاريخ 2019/02/28 كفترة أساس باعتبار أنّ إطلاق المؤشر سيكون بتاريخ 2019/3/1. وتتكون عينة المؤشر من مجموعة من الشركات المدرجة في السوق والتي تحقق شروط معينة للدخول في معادلة المؤشر، ويتم إعادة قياس الشروط بعد انتهاء كل نصف سنة حيث تخضع بيانات المؤشر للتعديل في اليوم العاشر من الشهر التالي لانتهاء النصف. تحتسب القيمة السوقية تبعاً للأسهم الحرة القابلة للتداول، بحيث تعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل نسبة أسهمها الحرة من إجمالي الأسهم الحرة القابلة للتداول في السوق.

ثالثاً: مؤشر دمشق الإسلامي (DIX):

يضم المؤشر الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والتي تتوافق أنشطتها مع الشريعة الإسلامية وتحقق المعايير الشرعية الآتية والمعتمدة لدخول الشركة ضمن عينة المؤشر الإسلامي: (www.scfms.com)

- ألا ينص النظام الأساسي للشركة المدرجة على تعاملها بالربا.
- ألا يتجاوز إجمالي المبلغ المقترض بالربا نسبة 30% من القيمة السوقية لأسهم الشركة.
- ألا يبلغ إجمالي المبلغ المودع بالربا نسبة 30% من القيمة السوقية لأسهم الشركة.
- ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناجم من عنصر محرّم شرعاً نسبة 5% من إجمالي إيراد الشركة.
- ألا يقل حجم التداول السنوي على الورقة المالية عن 15 ألف سهم.

بعد تطبيق المعايير السابقة الذكر على الشركات المدرجة في السوق وفحص بياناتها المالية تبين وجود ثمانية شركات تنطبق عليها هذه المعايير، وبذلك يتكون المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية DIX من ثمانية شركات مساهمة مُدرجة في السوق تنطبق عليها شروط محددة في المعايير الشرعية المعتمدة من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (الأيوبي) للدخول في معادلة المؤشر.

يعتمد المؤشر على أسلوب التثقل بالقيمة السوقية الكلية للشركات الداخلة في احتساب معادلته، حيث تُعطي كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للشركات كافة الداخلة في المؤشر، وتخضع بيانات المؤشر للتعديل في الأول من شهر تموز من كل عام من خلال مراجعة عينة المؤشر وفحص مدى تحقق شروط دخول الشركات ضمن عينة المؤشر، وذلك اعتماداً على البيانات المالية النهائية لهذه الشركات، حيث سيتم حذف الشركات التي لا تحقق الشروط المحددة وسيتم إضافة الشركات التي تحقق الشروط.

قيمة المعامل = 1000 حين انطلاق المؤشر. ويتم تعديل المعامل عند حدوث أيّ تغيير في إجراءات الشركات (إدخال أو إخراج شركة إلى/من) المؤشر.

سعر الأساس = متوسط سعر السهم لآخر جلسة قبل إدخاله في معادلة احتساب المؤشر، حيث تم تحديد تاريخ آخر يوم تداول في عام 2023 وهو 2023/12/21 كفترة أساس.

ومن الجدير بالذكر أنه عند إدراج الورقة المالية لشركة ما لأول مرة، فإنّ هذه الورقة لن تدخل في احتساب المؤشر إلا بعد حصولها على سعر وسطي. تُحسب نسبة التغير في المؤشر بناءً على قيمة إغلاقه في الجلسة السابقة.

3-1: أهم النظريات المُفسرة لسلوك مؤشرات الأسواق:

أولاً: نظرية كفاءة الأسواق ومستوياتها: ترى هذه النظرية أنّه عندما تتوفر المعلومات والبيانات الصادرة عن السوق لكل المستثمرين والأطراف المعنية بالسوق بنفس الوقت وبدون تكاليف إضافية عن الأسهم فإنها تنعكس على أسعار الأسهم المكونة للمؤشرات فإنّ السوق تكون كفوء. وتفترض السوق الكفوء وجود مستثمرين عقلانيين، حرية انتقال ومجانية المعلومات، عدم وجود تكاليف للصفقات، تعدد المستثمرين وتوفر السيولة. (مبارك، 2017، 88). وهناك ثلاثة مستويات لكفاءة أسواق الأوراق المالية:

- **المستوى الضعيف لكفاءة أسواق الأوراق المالية:** يقوم على أنّ سعر الورقة المالية يعكس المعلومات التاريخية المرتبطة بها والمتعلقة بالتداول، فإنّ المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح استثنائية (غير طبيعية) من خلال الاعتماد على المعلومات والبيانات التاريخية، أي أنّ أسعار الأوراق المالية في السوق تتحرك بشكل عشوائي ينفي وجود ارتباط بين أسعار اليوم وبين الأسعار التاريخية السابقة، مما يتوافق مع فكرة الحركة العشوائية للأسعار. (Brigham et al, 2005, 270)

فإذا كان سائداً في السوق الأسعار العشوائية فيشير ذلك إلى وجود كفاءة عند المستوى الضعيف، أما إذا كان هناك تحركات غير عشوائية لأسعار الأسهم في السوق فيدل ذلك إلى أنّ السوق غير كفوء عند المستوى الضعيف، حيث تظهر الانحرافات المؤقتة للقيمة السوقية للورقة المالية عن القيمة العادلة لها.

وفي هذا الصدد لا بد أن نذكر أن سوق دمشق للأوراق المالية غير كفوء عند المستوى الضعيف. (المصري، 2023، 15)

- **المستوى المتوسط لكفاءة أسواق الأوراق المالية:** يكون عندما تنعكس المعلومات والبيانات العامة (تاريخية كانت أم آنية) على أسعار الأوراق المالية بشكل مباشر. لذلك لا يستطيع بعض المستثمرين في هذه الأسواق تحقيق أرباح استثنائية (غير طبيعية) اعتماداً على هذا النوع من المعلومات لأنها تكون متاحة لكافة المستثمرين في الوقت نفسه. كما يصبح التحليل الأساسي غير مجدٍ في هذه الأسواق.

- **المستوى القوي لكفاءة أسواق الأوراق المالية:** يرتبط عندما تنعكس كافة البيانات والمعلومات (الخاصة، الحالية، والتاريخية) على أسعار الأوراق المالية في السوق مباشرة، ونتيجة لذلك لا يستطيع أيّ مستثمر تحقيق أرباح استثنائية بناءً على هذه المعلومات والبيانات المتاحة لكافة المستثمرين بنفس الوقت. وهذا يؤدي إلى عدم وجود نقلاً بأسعار الأسهم وتتساوى فيه القيمة العادلة للورقة المالية مع القيمة السوقية.

ثانياً: نظرية المالية السلوكية: ظهرت نظرية المالية السلوكية لتفسير التشوّهات السعرية التي تحدث وتُلاحظ في الأسواق المالية والتي تخالف فرضيات النظرية التقليدية (نظرية الكفاءة). حيثُ تفترض هذه النظرية أنّ المستثمرين يتصرفون بعدم الرشادة والعقلانية التامة لوجود تحيّزات سلوكية في تصرفاتهم وقراراتهم. إنّ سلوك المستثمرين غير عقلائي في حالة عدم التأكد في السوق المالي، وأنّ الأفراد لا يتصرفون بعقلانية تامة بل تحكّم قراراتهم تحيّزات سلوكية (التفاؤل، المحافظة والثقة المبالغ فيها ...) وأخطاء إدراكية تدفعهم إلى الإفراط في التفاؤل أو التشاؤم. (الدكي، 2018، 9) وهناك العديد من الأساليب التي تفسر سلوكيات وتصرفات المستثمرين في السوق نذكر منها: التقليد، أو شلالات المعلومات، العدوى المالية، اتباع القائد، الموضة وسلوك القطيع. إنّ ظهور شلالات المعلومات يؤدي إلى تغاير في الأنشطة المالية وخصوصاً ما يرتبط بسير المعلومة المالية من مصدرها الأولي إلى مستهلكها النهائي، مما يسهم ذلك في تحريك النشاط المالي بخطى قد تُعدّ صحيحة للوهلة الأولى. (المعاضدي، 2009، 127).

وأنَّ أيَّ صدمة مالية في سوق ما من المتوقع أن تؤدي إلى أزمة في سوق مماثل نتيجة ما يُعرف بالعدوى المالية المكتسبة من سلوك المستثمر .

3-2: علاقة الإعلان عن إطلاق مؤشر جديد بأداء الأسواق المالية:

حتى تؤدي السوق المالي الدور المُناط بها، يتطلب من الجهات المشرفة والناظمة لعمل السوق توفير مناخ استثماري ملائم يتمتع بمستوى مقبول من الشفافية والإفصاح بمختلف أنواعه (مالي - نوعي - طارئ...) بما يعكس صورة فعلية وحقيقية لواقع الشركات المدرجة في السوق وبالتالي عدالة أسعار هذه الأوراق، كل ما سبق يساهم في إيجاد مناخ ثقة لدى المستثمرين ليساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بما يحقق الربحية وما يطمحون له من زيادة للثروة.

تقوم إدارة السوق بمهمتها بنشر أيّة معلومة تخص السوق كإفصاحات عادية أم طارئة، ومن المفترض أن تؤثر هذه الإفصاحات بأسعار الأوراق المالية ذات الصلة وينسب واتجاهات متفاوتة وكذلك بأداء السوق، وقد يرتبط هذا الأثر (إيجابي أم سلبي) بمدى أهمية المعلومة ونوعها، فالإفصاح هو الإعلان عن المعلومات والأحداث ذات التأثير في السوق بهدف إتاحة المعلومات للعموم بالوقت نفسه وإعلام المساهمين والمستثمرين والأطراف كافة ذات الصلة بالسوق بغية الوصول إلى الشفافية واتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

حيث تُعبّر مؤشرات الأسواق المالية عن أداء السوق وحالة الاقتصاد بشكل عام. ويتأثر أداء الأسواق المالية بالعديد من العوامل والمؤشرات الاقتصادية والمالية، ومن ضمن هذه المؤشرات مؤشرات الأسواق الجزئية التي تُعبّر عن جزءٍ محددٍ من الأسهم سواء لناحية نوع النشاط أم الحجم أو لأيّ تصنيف آخر. فإن إصدار مؤشر جديد في السوق المالي سيكون له تأثير على أداء السوق (سلباً أم إيجاباً)، لذلك يُعتبر الإعلان عن إطلاق أيّ مؤشر جديد يُعد نوعاً من الإفصاح من طرف إدارة سوق الأوراق المالية.

4. الإطار التطبيقي للبحث:

4-1: مؤشر سوق دمشق الإسلامي:

أولاً: مكونات مؤشر سوق دمشق الإسلامي:

الجدول الآتي يبين أسعار الأساس وعدد الأسهم والقيمة السوقية والوزن النسبي للشركات الداخلة في معادلة احتساب المؤشر:

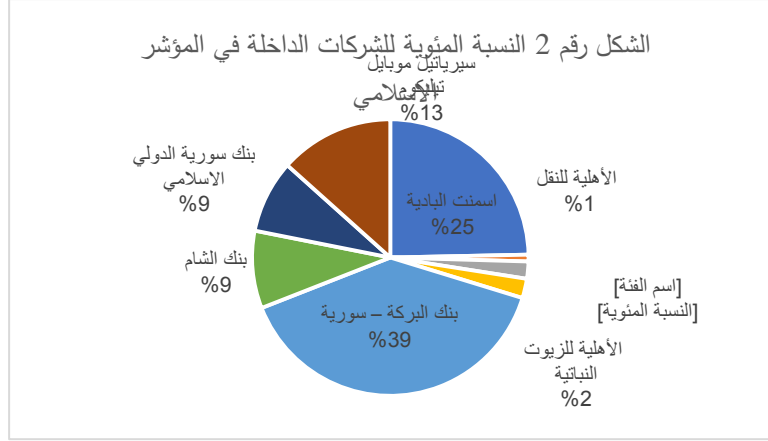
الجدول رقم 1 يوضح مكونات المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية بتاريخ 2023/12/21

الرمز	اسم الشركة	القطاع	عدد الأسهم	سعر الأساس	القيمة السوقية/ل.س	الوزن النسبي
1	ABC	شركة اسمنت البادية	97,600,000	12,663.55	1,235,962,480,000	0.2467
2	AHT	الشركة الأهلية للنقل	10,000,000	3,956.00	39,560,000,000	0.0079
3	ATI	شركة العقيلة للتأمين التكافلي	50,000,000	2,014.09	100,704,500,000	0.0201
4	AVOC	الشركة الأهلية للزيوت النباتية	15,000,000	7,571.84	113,577,600,000	0.0227
5	BBSY	بنك البركة - سورية	600,000,000	3,283.37	1,970,022,000,000	0.3932
6	CHB	بنك الشام	120,000,000	3,785.68	454,281,600,000	0.0907
7	SIIB	بنك سورية الدولي الاسلامي	150,000,000	2,842.47	426,370,500,000	0.0851
8	SYTEL	شركة سيرياتيل موبايل تيليكوم	33,500,000	20,002.83	670,094,805,000	0.1337
	المجموع				5,010,573,485,000	1.0000

المصدر: من إعداد الباحث وباعتماد على موقع سوق دمشق للأوراق المالية.

نلاحظ من الجدول السابق أن بنك البركة - سورية استحوذ على الحصة الأكبر في المؤشر حيث قُدّر الوزن النسبي له بـ 39% تقريباً أيّ ما يزيد عن الثلث، تلاه شركة اسمنت البادية بـ 25% تقريباً والتي شكلت ربع المؤشر. بذلك تكون

الشركتان قد استحوذتا على أكثر من نصف الوزن النسبي للمؤشر، وهذا يؤدي إلى تأثر المؤشر بشكل مباشر بتقلبات أسعارهما. ومن ناحية أخرى نجد أن القطاع المصرفي الإسلامي يمثل حوالي 57% من حجم المؤشر الإسلامي وبالتالي هذا يشير إلى حجم الأثر الكبير الذي تساهم فيه المصارف الإسلامية في المؤشر. والشكل الآتي يوضح ذلك:

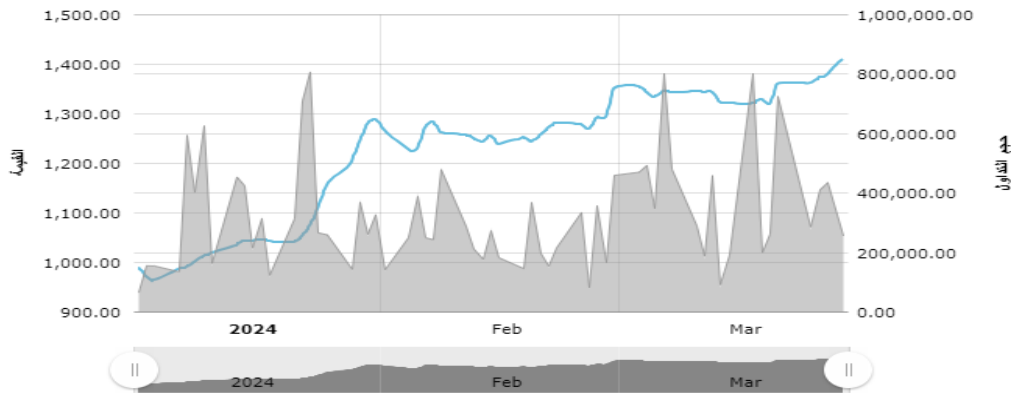


المصدر: من اعداد الباحث

ثانياً: تطور مؤشر سوق دمشق الإسلامي:

يوضح الشكل الآتي تطور قيمة المؤشر الإسلامي وحجم التداول خلال الأشهر الثلاثة الأولى من عام 2024

الشكل رقم 3 تطور قيمة المؤشر الإسلامي وحجم التداول خلال المدة (1/1-2024/3/28)



المصدر: موقع سوق دمشق للأوراق المالية

نلاحظ من الشكل المذكور أعلاه أنّ قيمة المؤشر الإسلامي انخفضت بشكل طفيف من 1000 نقطة ببداية العام إلى 963 نقطة في الأسبوع الأول من التداول في عام 2024، ثم شهدت بعد ذلك ارتفاعاً ملحوظاً ومضطرباً خلال الأشهر الثلاثة الأولى من عام 2024 حيث وصلت قيمة المؤشر إلى 1409 نقطة بتاريخ 2024/3/28. بينما تأرجح حجم تداولات أسهم الشركات المكونة للمؤشر ما بين أعلى حجم 807990 سهماً وأدنى حجم 82010 سهماً.

2-4: دراسة الحدث

لمعرفة أثر الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في أداء سوق دمشق للأوراق المالية، وفي نطاق ذلك سنقوم بإجراء الدراسة واختبار الفرضيات بالاعتماد على البيانات المالية اليومية لمتغيرات الدراسة وباستخدام أسلوب دراسة الحدث.

أولاً: مصادر بيانات متغيرات الدراسة وفترة الدراسة والحدث:

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على المصادر الأولية والمتمثلة في جمع البيانات الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من موقع سوق دمشق للأوراق المالية: www.dse.sy خلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).

الحدث: آخر يوم تداول بالسوق بتاريخ 2023/12/21 حيث تمّ الإعلان عن إطلاق مؤشر إسلامي في سوق دمشق للأوراق المالية بنهاية هذا اليوم.

فترة الحدث (أو نافذة الحدث): 30 مشاهدة قبل إطلاق المؤشر و30 مشاهدة بعد إطلاق المؤشر. (نظراً لعدم كفاءة السوق على المستوى الضعيف). حيث امتدت من تاريخ 2023/11/9 ولغاية 2024/2/12.

حيث تهتم منهجية دراسة الحدث بالتحقق من تأثير الحدث على المتغير التابع المتمثل بمؤشرات أداء السوق. وتسعى دراسة الحدث لبيان امكانية تحقيق عوائد فعلية تفوق المتوقعة أو وجود فروق ذات دلالة معنوية من جراء استخدام بيانات الحدث المعلن عنه في بناء استراتيجيات تداول. ومن هذا، يمكن للباحث استنتاج أهمية وتأثير هذا الحدث.

تمّ استخراج بيانات مؤشرات أداء السوق ثم القيام بتفريغ وإدخال بيانات التداول اليومية وقيم المتغيرات المتعلقة بأداء السوق على برنامج الإكسل، ومن ثم تم تحويل هذه المؤشرات إلى برنامج التحليل الإحصائي Spss v23. وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك فرق بين متوسط تقلبات مؤشرات أداء السوق قبل الإعلان ومتوسط تقلبات مؤشرات أداء السوق بعد الإعلان.

المتغير المستقل:

الإعلان عن مؤشر إسلامي: تمّ قياسه من خلال استخدام متغير وهمي Dummy Variable يأخذ قيمة صفرية (0) في الأيام التي تسبق الإعلان وبأخذ قيمة (1) في الأيام الثلاثين التالية للإعلان، تم اختيار فترة 30 يوم تداول على افتراض أن السوق سوف يستوعب المعلومات التي تم الإعلان عنها خلال فترة لا تتجاوز ثلاثين يوم عمل في الأمد القصير. وفي سبيل ذلك سنقوم باختبار الفرضيات للوصول إلى أهم النتائج والتوصيات.

ثانياً: اختبار فرضيات البحث:

للتحقق من اختبار فرضيات البحث تمّ اختبار وجود فروق جوهرية في كل من المتغيرات التابعة الآتية: (حجم التداول في السوق، قيم التداول في السوق، القيمة السوقية للسوق، حجم المستثمرين) قبل وبعد الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي، والذي تم بتاريخ 2023/12/21، سيتم الاختبار على 30 يوم تداول قبل، و30 يوم تداول بعد إطلاق المؤشر. حيث تمّ اختبار القيم من تاريخ 2023/11/9 وحتى 2024/2/12، وذلك بتطبيق اختبار paired samples t-test لاختبار وجود فروق جوهرية بين متوسط القيم قبل وبعد الإعلان عن المؤشر.

الفرضية الأولى: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم التداول اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).

للتحقق من اختبار الفرضية الأولى تم إجراء اختبار paired samples t-test على متغير حجم التداول اليومي قبل وبعد الإعلان وكانت النتائج كالآتي:

جدول رقم 2 الوصف الاحصائي لمتغير حجم التداول قبل وبعد الإعلان عن المؤشر

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Vol before	640271.30	30	1772326.66	323581.10
	Vol after	1208542.53	30	4621983.65	843854.90

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

يظهر من الجدول السابق أن متوسط حجم التداول (خلال 30 يوم تداول) قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي كان 640271 سهماً بينما أصبح متوسط حجم التداول (خلال 30 يوم تداول) بعد الإعلان عن هذا المؤشر 1208543 سهماً. ولمعرفة ما إذا كان هذا الفارق ذو دلالة إحصائية أم لا سنقوم بعرض وتحليل نتائج الدالات الإحصائية لاختبار ت للمقارنات Paired Differences Test لمقارنة الفروق في حجم التداول قبل الإعلان عن المؤشر وبعده.

الجدول رقم 3 الدالات الإحصائية لاختبار الفروق لقيم حجم التداول قبل الإعلان عن المؤشر وبعده

Paired Samples Test

	Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower				Upper
Vol before – Vol after	-568271.23	5033865.70	919053.93	-2447947.58	1311405.11	0.618	29	0.541

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

من الجدول السابق نجد أن قيمة دالة اختبار الفروق $t=0.618$ وأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية المقابل لاختبار T تساوي 0.541 وهي أكبر من 0.05 مما يشير إلى أنه لا يوجد فروق جوهرية بين متوسط حجم التداول قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي وبعد الإعلان عنه، كون قيمة الدلالة الإحصائية الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 0.05. وبالتالي نقبل فرضية العدم القائلة بأنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم التداول اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة الممتدة ما بين (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).

الفرضية الثانية: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط قيمة التداول اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة (2023/11/9 ولغاية 2024/2/12).

الجدول رقم 4 الوصف الإحصائي لمتغير قيم التداول قبل وبعد الإعلان عن المؤشر

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 Val before	2234910928	30	5745090438	1048905209
Val after	14623128611	30	71593400791	13071106861

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

يظهر من الجدول السابق أن متوسط قيمة التداول في السوق (خلال 30 يوم تداول) قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي كان 2234910928 ل.س بينما أصبح متوسط قيمة التداول في السوق (خلال 30 يوم تداول) بعد الإعلان عن هذا المؤشر 14623128611 ل.س.

ولمعرفة ما إذا كان هذا الفارق ذو دلالة إحصائية أم لا سنقوم بعرض وتحليل نتائج الدالات الإحصائية لاختبار ت للمقارنات Paired Differences Test لمقارنة الفروق في قيم التداول قبل الإعلان عن المؤشر وبعده.

الجدول رقم 5 الدالات الإحصائية لاختبار الفروق لقيم التداول قبل الإعلان عن المؤشر وبعده

	Paired Differences					t	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference			
				Lower	Upper		
Val before – val after	(12,388,217,683)	72,144,927,104	13,171,801,328	(39,327,576,200)	14,551,140,833	0.941	0.355

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

من الجدول السابق نجد أن قيمة دالة اختبار الفروق $t=0.941$ وأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية المقابل لاختبار T تساوي 0.355 وهي أكبر من 0.05 مما يُشير إلى أنه لا يوجد فروق جوهرية بين متوسط قيم التداول قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي وبعد الإعلان عنه، كون قيمة الدلالة الإحصائية الاحتمالية أكبر من مستوى المعنوية 0.05. وبالتالي نقبل فرضية العدم القائلة بأنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط قيم التداول اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة الممتدة ما بين (2023/11/9) ولغاية (2024/2/12).

الفرضية الثالثة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط القيمة السوقية اليومية قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة (2023/11/9) ولغاية (2024/2/12).

الجدول رقم 6 الوصف الإحصائي لمتغير القيمة السوقية قبل وبعد الإعلان عن المؤشر

Paired Samples Statistics					
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Tmv before	9772716313084	30	257100152694	46939851056
	Tmv after	12296930726274	30	1204121146651	219841437997

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

يظهر من الجدول السابق أن متوسط القيمة السوقية اليومية للسوق (خلال 30 يوم تداول) قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي كان 9772716313084 ليرة سورية بينما كان متوسط القيمة السوقية اليومية للسوق (خلال 30 يوم تداول) بعد الإعلان عن هذا المؤشر هو 12296930726274 ليرة سورية. ولمعرفة ما إذا كان هذا الفارق ذو دلالة إحصائية أم لا سنقوم بعرض وتحليل نتائج الدالات الإحصائية لاختبارت للمقارنات Paired Differences Test لمقارنة الفروق في القيمة السوقية قبل الإعلان عن المؤشر وبعده.

الجدول رقم 7 الدالات الإحصائية لاختبار الفروق للقيمة السوقية قبل الإعلان عن المؤشر وبعده

Paired Differences					t	Sig. (2-tailed)
Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference			
			Lower	Upper		
-2524214413189.97	1000435019894.47	182653609238.11	-2897782989046.24	-2150645837333.70	13.82	.000

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

من الجدول السابق نجد أن قيمة دالة اختبار الفروق بلغت $t=13.82$ وأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية المقابل لاختبار T أقل من 0.001 وهي أصغر من 0.05 مما يُشير إلى أنه يوجد فروق جوهرية بين متوسط القيمة السوقية قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي وبعد الإعلان عنه، كون قيمة الدلالة الإحصائية الاحتمالية أصغر من مستوى المعنوية 0.05.

وبالتالي نرفض فرضية عدم القائل بأنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط القيمة السوقية قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2023/11/9) ولغاية (2024/2/12).

الفرضية الرابعة: لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم المستثمرين اليومي قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة (2023/11/9) ولغاية (2024/2/12).

الجدول رقم 8 الوصف الاحصائي لمتغير حجم المستثمرين قبل وبعد الإعلان عن المؤشر

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Inv before	130.3667	30	23.70724	4.32833
	Inv after	177.5667	30	28.95976	5.28730

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

يظهر من الجدول السابق أن متوسط حجم المستثمرين اليومي في السوق (خلال 30 يوم تداول) قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي كان 130 مستثمراً بينما أصبح متوسط حجم المستثمرين اليومي في السوق (خلال 30 يوم تداول) بعد الإعلان عن هذا المؤشر 178 مستثمراً. ولمعرفة ما إذا كان هذا الفارق ذو دلالة إحصائية أم لا سنقوم بعرض وتحليل نتائج الدالات الإحصائية لاختبارت للمقارنات Paired Differences Test لمقارنة الفروق في حجم المستثمرين قبل الإعلان عن المؤشر وبعده.

الجدول رقم 9 الدالات الإحصائية لاختبار الفروق لقيم حجم المستثمرين قبل الإعلان عن المؤشر وبعده

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Inv before – Inv after	-47.20000	36.87855	6.73307	-60.97068	-33.42932	7.010	29	.000

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نتائج البرنامج الإحصائي spss

من الجدول السابق نجد أن قيمة دالة اختبار الفروق بلغت $t=7.010$ وأن قيمة مستوى الدلالة الإحصائية المقابل لاختبار T أقل من 0.001 وهي أصغر من 0.05 مما يُشير إلى أنه يوجد فروق جوهرية بين متوسط حجم المستثمرين قبل الإعلان عن مؤشر السوق الإسلامي وبعد الإعلان عنه، كون قيمة الدلالة الإحصائية الاحتمالية أصغر من مستوى المعنوية 0.05. وبالتالي نرفض فرضية عدم القائل بأنه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم المستثمرين قبل وبعد عملية الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي لسوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2023/11/9) ولغاية (2024/2/12).

ثالثاً: مقارنة متوسطات المتغيرات:

تم اعداد جدول يوضح متوسطات قيم المتغيرات التابعة المدروسة قبل وبعد عملية الإعلان وفق الآتي:

الجدول 10 رقم يوضح متوسطات قيم المتغيرات قبل الإعلان عن المؤشر وبعده

اسم المتغير	المتوسط قبل الإعلان	المتوسط بعد الإعلان	الفروقات	النمو
حجم التداول / سهم	640271	1208543	568272 +	+ 89%
قيمة التداول / ل.س	2234910928	14623128611	12388217683 +	+ 554%
القيمة السوقية / ل.س	9772716313084	12296930726274	2524214413 +	+ 25.8%
عدد المستثمرين	130	178	48 +	+ 37%

المصدر: من اعداد الباحث

ولدى قيامنا بمقارنة متوسطات المتغيرات التابعة المدروسة نلاحظ من الجدول 10 السابق أن أغلب متوسطات قيم المتغيرات التابعة المدروسة قد ازدادت في الفترة التالية للإعلان عن المؤشر وينسب مختلفة أكبرها كان من نصيب قيمة التداول التي وصلت إلى 554% مقارنة بالفترة السابقة للإعلان، تلاها حجم التداول بنسبة 89%.

النتائج Conclusions:

- 1- أوضحت الدراسة بأنّ هناك تركيز واضح للقطاع المصرفي الإسلامي في بنية المؤشر الإسلامي، حيث استحوذ على نسبة 57% تقريباً من حجم المؤشر وبالتالي فإنّ هذا يشير إلى حجم الأثر الكبير الذي تساهم فيه المصارف الإسلامية في المؤشر.
- 2- توصلت الدراسة إلى عدم وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في متوسط حجم التداول في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة. على الرغم من ذلك فإن متوسط حجم التداول ازداد من 640271 سهماً إلى 1208543 سهماً بنسبة نمو 89%.
- 3- بينت الدراسة عدم وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في متوسط قيمة التداول في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة. على الرغم من ذلك فإن متوسط قيمة التداول ارتفعت من 2.2 مليار ل.س إلى 14.6 مليار ل.س بنسبة نمو 554%.
- 4- أظهرت الدراسة وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في متوسط القيمة السوقية لسوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة. حيث ازداد متوسط القيمة السوقية من 9772.7 مليار ل.س إلى 12396.9 مليار ل.س بنسبة نمو 25.8%.
- 5- خلصت الدراسة إلى وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في الأمد القصير عند مستوى دلالة 5% في متوسط حجم المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية قبل وبعد الإعلان عن إطلاق مؤشر السوق الإسلامي خلال فترة الدراسة. حيث ارتفع متوسط حجم المستثمرين من 130 مستثمراً إلى 178 مستثمراً بعد الإعلان عن المؤشر بنسبة نمو 37%.
- 6- على الرغم من عدم وجود فروق جوهرية ذات دلالة إحصائية في قيم وحجم التداول، إلا أنّ أغلب متوسطات قيم المتغيرات التابعة المدروسة قد ازدادت في الفترة التالية للإعلان عن المؤشر وينسب مختلفة أكبرها كان من نصيب قيمة التداول التي وصلت إلى 554% مقارنة بالفترة السابقة للإعلان، تلاها حجم التداول بنسبة 89%. وهذا يعود في جزء منه للإعلان عن المؤشر.
- 7- أوضحت الدراسة أنّ مؤشرات الأسواق المالية الإسلامية تُعد دليلاً بديلاً للمستثمرين المسلمين الراغبين بالاستثمار في الأسواق المالية، وقد أصبحت تحظى باهتمام أكبر كبديل عن المؤشرات التقليدية وهذا يتوافق مع نتائج الدراسات السابقة الآتية: (Bayram et al,2016)، (Audi et al,2021)، لناحية وجود اهتمام بالمؤشرات الإسلامية كبديل عن المؤشرات التقليدية.

التوصيات Recommendations:

- 1- ضرورة قيام هيئة الإشراف على الأسواق المالية وإدارة سوق دمشق للأوراق المالية باستقطاب المزيد من المستثمرين المحليين والعرب والأجانب، عبر نشرات التوعية والدعاية والتعريف بالفرص الاستثمارية بالسوق والعوائد التي من الممكن تحقيقها.
- 2- التوسع في إدراج الشركات المساهمة مثل (المشافي والجامعات الخاصة) في سوق دمشق للأوراق المالية، لما له من أثر على تنشيط السوق وجذب المستثمرين للاستفادة من الفرص الاستثمارية والعوائد المتوقعة.
- 3- التخفيف من التركيز المصرفي في بنية المؤشر الإسلامي عبر تشجيع الشركات المساهمة المدرجة المتبقية من معالجة وتسوية أوضاعها كي تلبية متطلبات الدخول في المؤشر، إضافة إلى إلزام الجامعات والمشافي الخاصة لإدراج أسهمها في السوق.
- 4- التأكيد على إدارة السوق والهيئة المشرفة عليها للاهتمام أكثر برفع أداء وكفاءة السوق.
- 5- إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث المستقبلية لمعرفة أثر الإعلان عن إطلاق المؤشر الإسلامي على المدى الطويل وبمتغيرات مختلفة ومقارنته مع أسواق أخرى.

معلومات التمويل :

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

المراجع References:

أولاً: باللغة العربية:

- 1- بوكروشة، حليلة؛ بوهراوة، سعيد محمد. (2022). المالية السلوكية في المنظور الإسلامي . مجلة إسرا الدولية للمالية الإسلامية. مج 13، عدد: 2، ص: 3-30، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية. ماليزيا.
- 2- بوسنة، زكية. (2018): دور الهندسة المالية الإسلامية في تطوير أدوات التمويل في الأسواق المالية. أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، قسم العلوم الاقتصادية، الجزائر.
- 3- بوزيد، عصام. قدي، عبد المجيد. (2018). محاولة لقياس أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية: دراسة تطبيقية على مؤشرات داو جونز الإسلامي. مجلة الباحث، مج 18، عدد: 1، ص: 61-78. الجزائر.
- 4- الدكي، رنيم. (2018). دور سلوك المستثمر في دراسة خصائص سوق دمشق للأوراق المالية في ظل عدم التأكد. مجلة العلوم الاقتصادية وإدارة الأعمال، مج 2، عدد: 2، ص: 7-36.
- 5- الشلبي، مطيع أسعد . (2021). أثر تغير سعر الصرف في حجم ودائع المصارف الإسلامية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية، مج 37، عدد: 2، ص: 215-258.
- <https://journal.damascusuniversity.edu.sy/index.php/ecoj/article/view/1251>
- 6- قبلان، حسين. (2011). مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مج 11 عدد: 11، ص 91-110.
- 7- العطار، راما. (2023). قياس وتحليل مؤشرات أداء أسواق المال دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية (2011-2021). مجلة جامعة البعث: سلسلة العلوم الاقتصادية والسياحية، مج: 45، عدد 30.
- 8- الربابعة، أسامة علي مصطفى الفقير. (2011). المعايير الشرعية للمؤشرات الإسلامية: دراسة وتحليل. جامعة آل البيت. المفرق، الأردن.
- 9- المصري، ليلاس. كنعان، علي. (2023). نظام المزاد المستمر ومؤشرات نقص السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية، مج 39، عدد: 4، ص: 1-17.
- <https://journal.damascusuniversity.edu.sy/index.php/ecoj/article/view/2475>
- 10- المصري، ليلاس. (2023). تقييم أثر صناع السوق في تعزيز السيولة في أسواق الأسهم. رسالة ماجستير غير منشورة. كلية الاقتصاد. جامعة دمشق.
- 11- حسيني، أحمد. (2023). البدائل الإسلامية للمؤشرات المالية "دراسة فقهية". مجلة كلية الشريعة والقانون، العدد: 35، الإصدار الثاني، نيسان، أسيوط، مصر.
- 12- مبارك، بن زاير. عبد الوهاب، بن زاير. (2017). نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية. مجلة البشائر الاقتصادية. مج: 3، العدد: 1، ص: 86-97. الجزائر.
- 13- المعاضيدي، معن. العباس، حسن. (2009). تفسيرات سلوك القطيع وأثرها في حركية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية. مجلة تنمية الرافدين. مج: 31، العدد: 94، ص: 105-130. العراق: جامعة الموصل.
- 14- النجار، حنان. (2005). آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية. بحث مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية: معالم الواقع وآفاق المستقبل، دبي، 2005. ص: 1-24.
- 15- نضبه، مسعودة. محدة، ناصر. (2017). إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية. حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا. مجلة العلوم الإنسانية. مج: 17 العدد: 2، ص: 95-115. الجزائر.

ثانياً: باللغة الإنكليزية:

1. Rusmita et al, (2021). Do Islamic stock indexes integrated with conventional stock indexes: Evidence from Indonesia and Malaysia. *Asian Management and Business Review*, Volume 1 Issue 1, 2021: 57-67
2. Boujelbène, Mouna. (2012). Risk and Return of Islamic and Conventional Indices. *International Journal of Euro-Mediterranean Studies*. 5. 10.1007/s40321-012-0001-9.
3. Brigham, et al. (2005). *Financial Management Theory and Practics*. 11th edition. USA. P270-271.
4. Khamlichi, et al. (2014). Are Islamic Equity Indices More Efficient Than Their Conventional Counterparts? Evidence from Major Global Index Families. *The Journal of Applied Business Research*. Vol:30,N:4.P:1137-1150. Hodges University, United States. <https://doi.org/10.19030/jabr.v30i4.8660>.
5. Audi et al. (2021). Performance Evaluation of Islamic and Non-Islamic Equity and Bonds Indices: Evidence from Selected Emerging and Developed Countries. *Munich Personal RePEc Archive*. MPRA Paper No. 109866, posted 25 Sep 2021. University Library of Munich, Germany.
6. Al-Shalabi, Mutee Asaad. (2021). The effect of exchange rate on the Volume of deposits Of Syrian Islamic banks. *Damascus University Journal of Economic and Political Sciences*, Volume 37, Issue: 2, pp. 215-258.

ثالثاً: المواقع الإلكترونية:

www.dse.com

www.scfms.com