مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (١٠) العدد (٦) ٢٠٢٦
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (10) No. (6) 2026

أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة 2011–2025

د. مهدي الكل *

د. فراس شعبو **

وسيم عبد الحميد المنصور ***

(تاريخ الإيداع ١ / ٣/ ٢٠٢٦ – تاريخ النشر ١٠/ ٥/ ٢٠٢٦)

□ ملخّص □

يهدف هذا البحث إلى تحليل أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١–٢٠٢٥) باستخدام بيانات ربع سنوية. تم قياس تقلبات سعر الصرف من خلال العوائد اللوغاريتمية وتقديرها باستخدام نموذج(1,1) EGARCH، فيما قيست السيولة بمؤشري معدل دوران الأسهم ومقياس أميهود لعدم السيولة. واعتمد البحث على نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) لتحليل العلاقة بين المتغيرات، بالإضافة إلى اختبار السببية لغرانجر للكشف عن اتجاه العلاقة الزمنية بينها. حيث أظهرت النتائج وجود تأثير لتقلبات سعر الصرف في معدل دوران الأسهم، حيث تبين أن تقلبات سعر الصرف تؤثر في نشاط التداول عبر فترات زمنية متأخرة، في حين لم يظهر أي تأثير معنوي في مقياس أميهود لعدم السيولة. كما أظهر اختبار غرانجر وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تقلبات سعر الصرف إلى معدل دوران الأسهم، دون وجود علاقة سببية مع مقياس أميهود. كما بينت النتائج أن تأثير تقلبات سعر الصرف في السيولة السوقية يتسم بالمحدودية وعدم الاستقرار، وأن ضعف السيولة يرتبط بعوامل هيكلية، مثل محدودية عمق السوق وهيمنة قطاعات محددة وتوجه جزء من السيولة نحو بدائل استثمارية خارج السوق الرسمية. ويوصي البحث بتوسيع قاعدة الشركات المدرجة، وتحسين البيئة الاستثمارية، وإجراء دراسات مستقبلية باستخدام بيانات أعلى تكراراً ومتغيرات إضافية.

الكلمات المفتاحية: تقلبات سعر الصرف، سيولة السوق المالية، معدل دوران الأسهم، مقياس أميهود، نموذج EGARCH، سوق دمشق للأوراق المالية.

*أستاذ مساعد قسم إدارة الاعمال، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة ادلب، سورية.

**مدرس، كلية الاقتصاد، جامعة باشاك شهير.

***طالب دراسات عليا (ماجستير)، قسم إدارة الاعمال، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة ادلب، سورية.

مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (١٠) العدد (٦) ٢٠٢٦
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (10) No. (6) 2026

The Impact of Exchange Rate Volatility on the Liquidity of the Damascus Securities Exchange An Applied Study for the Period 2011–2025

Dr. Mahdi Al-Kall *
Dr. Firas Shaabo **
Wassim Abdulhamid Al-Mansour ***

(Received 1/3/2026.Accepted 10/5/2026)

□ABSTRACT □

This study aims to analyze the impact of exchange rate volatility on the liquidity of the Damascus Securities Exchange during the period (2011–2025) using quarterly data. Exchange rate volatility was measured using logarithmic returns and estimated through the EGARCH(1,1) model, while market liquidity was measured using the turnover ratio and the Amihud illiquidity measure. The study relied on the Vector Autoregression (VAR) model to analyze the relationship between the variables, in addition to the Granger causality test to identify the direction of the temporal relationship between them. The results revealed the existence of an effect of exchange rate volatility on stock turnover, indicating that exchange rate fluctuations influence trading activity through lagged time periods, while no significant effect was found on the Amihud illiquidity measure. The Granger causality test also showed a unidirectional causal relationship running from exchange rate volatility to stock turnover, with no causal relationship detected with the Amihud measure. The findings further indicated that the impact of exchange rate volatility on market liquidity is limited and unstable, and that weak liquidity is associated with structural factors such as limited market depth, sectoral concentration, and the diversion of liquidity toward alternative investments outside the formal market. The study recommends expanding the base of listed companies, improving the investment environment, and conducting future research using higher-frequency data and additional variables.

Keywords: Exchange Rate Volatility, Market Liquidity, Stock Turnover Ratio, Amihud Illiquidity Measure, EGARCH Model, Damascus Securities Exchange.

* Assistant professor, Department of Business Administration, Faculty of Economics and Management, Idlib University, Syria
** Lecturer, Faculty of Economics, Başakşehir University.
*** Master's Student, Department of Business Administration, Faculty of Economics and Management, Idlib University, Syria.

مقدمة

تُعدّ الأسواق المالية من الركائز الأساسية في الاقتصاد الحديث لما تؤديه من دور في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، حيث أصبحت تمثل المكان الذي يلتقي فيه الأفراد والمؤسسات ذوي الفائض النقدي والمؤسسات الذين هم في حاجة إلى تمويل (حسن، ١٩٩٣، ٥) وتمثّل السيولة السوقية أحد أهم مؤشرات كفاءة الأسواق المالية، إذ تعكس قدرة السوق على تنفيذ عمليات التداول بسرعة وبتكلفة منخفضة، ودون إحداث تقلبات سعرية حادة، كما تُعد مؤشراً على ثقة المستثمرين واستقرار بيئة التداول. (IOSCO, 2007, p. 7)

في المقابل، يُعد استقرار سعر الصرف أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية، إذ تؤدي تقلباته إلى زيادة حالة عدم اليقين الاقتصادي، الأمر الذي قد ينعكس على قرارات المستثمرين وسلوكهم الاستثماري. وتزداد أهمية العلاقة بين تقلبات سعر الصرف والسيولة السوقية في الاقتصادات التي تعاني من عدم الاستقرار النقدي، كما تشر إليها مجموعة من المؤشرات التي من أبرزها الارتفاع الكبير في معدلات التضخم، وتعدد أسعار الصرف بين الرسمي والموازي، واتساع الفجوة بينهما، إضافة إلى تذبذب سعر الصرف الرسمي على شكل صدمات متقطعة.

وفي هذا السياق، شهد الاقتصاد السوري منذ عام ٢٠١٢–٢٠١٣ تقلبات حادة في سعر صرف الليرة السورية، ترافقت مع تغيرات ملحوظة في أداء سوق دمشق للأوراق المالية من حيث مستويات السيولة وحجم التداول. الأمر الذي يثير تساؤلات علمية حول طبيعة وحدّة تأثير تقلبات سعر الصرف على سيولة السوق، وهو ما يسعى هذا البحث إلى تحليله وقياسه باستخدام أدوات قياسية وبيانات زمنية نصف سنوية.

الدراسات السابقة:

١- **دراسة ميدو (٢٠١٦)، بعنوان: أثر**

تقلبات أسعار الصرف في الأسواق المالية: دراسة تحليلية لسوق دمشق للأوراق المالية. هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تقلبات سعر صرف الليرة السورية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال تحليل العلاقة بين سعر الصرف وأداء السوق في البيئة السورية. واعتمدت الدراسة سعر الصرف كمتغير مستقل، في حين مثّلت أسعار الأسهم (أو مؤشر السوق) المتغير التابع، بالاعتماد على بيانات زمنية شهرية خلال الفترة (٢٠١٠–٢٠١٦)، حيث تم استخدام سلة من العملات الرئيسية لتمثيل سعر الصرف، وتم قياس التقلبات من خلال تتبع التغيرات في مستويات سعر الصرف عبر الزمن وإدخالها في النموذج القياسي، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات سعر الصرف وأسعار الأسهم في السوق، إلا أن هذه العلاقة اتسمت بالضعف.

٢- **دراسة صابرين، (2021)، بعنوان:**

أثر تقلبات سعر الصرف في أداء المصارف السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. هدفت هذه الدراسة إلى قياس مدى تأثر مؤشرات الأداء المالي للمصارف بتغيرات سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (٢٠١١–٢٠٢١). واعتمدت الدراسة تقلبات سعر الصرف كمتغير مستقل، ومؤشرات الأداء المالي للمصارف كمتغيرات تابعة، مستخدمة المنهج القياسي ونماذج الانحدار على بيانات زمنية، حيث تم تمثيل تقلبات سعر الصرف من خلال القيم الزمنية المباشرة لسعر الصرف دون اشتقاق مقياس إحصائي

مستقل للتقلب. وأظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف على بعض مؤشرات الأداء المالي، في حين لم يظهر هذا التأثير على مؤشرات أخرى.

٣- دراسة **Pham, *et al*** ، **(2022)، بعنوان:**

عوائد الأسهم وسيولة سوق الأوراق المالية: تحليل في بورصة هوشي منه. تناولت دراسة Pham, et al (2022) العلاقة بين سيولة سوق الأوراق المالية وعوائد الأسهم في بورصة هوشي منه، وهدفت إلى تحليل دور السيولة السوقية في تفسير عوائد الأسهم في سوق ناشئة. واعتمدت الدراسة عوائد الأسهم كمتغير تابع، وسيولة سوق الأوراق المالية كمتغير مستقل، حيث جرى قياس السيولة باستخدام خمسة مقاييس تمثلت في مقياس الفارق السعري، وحجم التداول، وقيمة التداول، ونسبة دوران الأسهم، ومقياس أميهود لعدم السيولة. وأظهرت نتائج الدراسة أن السيولة السوقية تؤدي دوراً جوهرياً في تفسير عوائد الأسهم، كما بينت أن مقياس أميهود يُعد من أكثر المقاييس كفاءة في قياس السيولة في سوق الأوراق المالية الفيتنامية، وأن نموذج العوامل الثلاثة المعزَّز بعامل السيولة هو الأكثر ملاءمة في تفسير التغيرات المرتبطة بالسيولة السوقية.

٤- دراسة **Mlambo, et al** ، **(2013)، بعنوان:**

آثار تقلبات سعر الصرف على سوق الأوراق المالية: دراسة حالة جنوب أفريقيا. بحثت دراسة Mlambo, et al (2013) أثر تقلبات سعر الصرف في سوق الأوراق المالية في جنوب أفريقيا، وهدفت إلى تحليل طبيعة العلاقة بين تقلبات سعر الصرف وأداء السوق في اقتصاد يُصنَّف ضمن الأسواق الناشئة. واعتمدت الدراسة تقلبات سعر الصرف كمتغير مستقل، في حين مثّل أداء سوق الأوراق المالية المتغير التابع، ذلك بالاعتماد على بيانات زمنية شهرية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٠)، واستخدام نموذج الانحدار الشرطي غير المتجانس المعمم GARCH لقياس تقلبات سعر الصرف وتحليل أثرها، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ضعيفة وغير مستقرة بين تقلبات سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية، ما يشير إلى أن تأثير تقلبات سعر الصرف في الأسواق الناشئة لا يكون بالضرورة مباشراً أو حتمياً، ويتأثر بعوامل هيكلية ومؤسسية خاصة بكل سوق.

التعقيب على الدراسات السابقة: يتضح من استعراض الدراسات السابقة، العربية منها والأجنبية، أن الأدبيات ركزت إما على السيولة السوقية أو على تقلبات سعر الصرف بصورة منفصلة في معظم الأحيان، كما انصبّ اهتمام عدد من الدراسات على عوائد الأسهم أو أداء القطاعات المالية، مع محدودية الدراسات التي اختبرت العلاقة الكمية المباشرة بين تقلبات سعر الصرف والسيولة السوقية، ولا سيما الأسواق الوليدة مثل سوق دمشق للأوراق المالية. ومن هنا تنبع أهمية البحث الحالي في محاولة سد هذه الفجوة من خلال دراسة أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام مؤشرات سيولة تداولية فعلية وبيانات زمنية ربع سنوية.

مشكلة البحث: تُعد سيولة الأسواق المالية من المؤشرات الأساسية التي تعكس كفاءة السوق وقدرته على تنفيذ عمليات التداول دون إحداث تقلبات سعرية حادة، كما تمثل عاملاً حاسماً في جذب الاستثمارات وتعزيز الاستقرار المالي. وفي هذا السياق، لا تتحدد السيولة بعوامل داخلية فقط، بل تتأثر أيضاً بعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وفي مقدمتها سعر الصرف.

ويُعد سعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية المحورية في الاقتصاد الحديث، نظراً لتأثيره المباشر في التجارة الدولية والاستثمار وتقييم الأصول المالية، كما أن طبيعته المتقلبة تجعله مصدراً رئيسياً لعدم اليقين، الأمر الذي ينعكس على سلوك المستثمرين وقراراتهم الاستثمارية، وبالتالي على نشاط التداول ومستوى السيولة في الأسواق المالية (Copeland, 2104, p. 2).

وفي هذا الإطار، توصلت بعض الدراسات التطبيقية إلى وجود علاقة بين تقلبات سعر الصرف ومؤشرات السيولة، حيث أظهرت دراسة (محمد، ٢٠٢٣) على سوق العراق للأوراق المالية وجود علاقة طويلة الأجل بين سعر الصرف ومعدل دوران الأسهم، مما يشير إلى أن تقلبات سعر الصرف تسهم في التأثير على نشاط التداول ومستوى السيولة السوقية.

وفي ظل ما يشهده الاقتصاد السوري منذ عام ٢٠١٢–٢٠١٣ من تقلبات حادة في سعر صرف الليرة السورية، وما يقابله من ضعف واضح في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية، يبرز تساؤل جوهري حول مدى إسهام تقلبات سعر الصرف في تفسير هذا الضعف في السيولة السوقية.

وانطلاقاً من ذلك يسعى هذا البحث إلى الإجابة عن التساؤل الرئيس التالي:

ما أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2011–2025)؟

ويتفرع عن هذا التساؤل الرئيس التساؤلين الفرعيين التاليين:

١. ما أثر تقلبات سعر الصرف في معدل دوران الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2011–2025)؟

٢. ما أثر تقلبات سعر الصرف في مقياس أميهود في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2011–2025)؟

أهمية البحث:

تنبع أهمية هذا البحث من تناوله أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١–٢٠٢٥)، وهي فترة شهدت تحولات نقدية واقتصادية جوهرية في سورية. وتتمثل أهميته العلمية في إثراء الأدبيات المتعلقة بالعلاقة بين تقلبات سعر الصرف وسيولة الأسواق المالية في البلدان النامية محدودة العمق. كما تبرز أهميته التطبيقية في المساهمة بفهم مدى تأثر نشاط التداول والسيولة بتقلبات سعر الصرف، بما يدعم الجهات المعنية في تطوير السوق المالية السورية وتحسين كفاءتها خلال مرحلة التعافي الاقتصادي.

أهداف البحث: يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين تقلبات سعر الصرف والسيولة السوقية في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2011–2025)، وذلك من خلال اختبار هذه العلاقة، وصولاً إلى استخلاص نتائج يمكن البناء عليها في تقديم توصيات عملية. ويتحقق ذلك عبر الأهداف الآتية:

١– اختبار أثر تقلبات سعر الصرف في معدل دوران الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، بوصفه مؤشراً مباشراً لنشاط التداول.

٢– اختبار أثر تقلبات سعر الصرف في مقياس أميهود لعدم السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية، بوصفه مؤشراً يعكس حساسية الأسعار لحجم التداول.

فرضيات البحث: يسعى هذا البحث إلى اختبار أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية من خلال الفرضية الرئيسية:

لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2011–2025)

والتي يتفرع عنها الفرضيتين الفرعيتين:

١– لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف في معدل دوران الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١–٢٠٢٥).

٢– لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف في مقياس أميهود لعدم السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠١١–٢٠٢٥).

منهجية البحث: اعتمد البحث على المنهج الوصفي–التحليلي باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة (٢٠١١–٢٠٢٥)، تم الحصول عليها من سوق دمشق للأوراق المالية ومصرف سورية المركزي، وذلك لدراسة أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية. حيث تم قياس تقلبات سعر الصرف باستخدام نموذج EGARCH(1,1) المستند إلى العوائد اللوغاريتمية لسعر الصرف الرسمي، في حين تم قياس سيولة السوق باستخدام مؤشري معدل دوران الأسهم (TURNOVER)ومقياس أميهود لعدم السيولة (AMIHUD).

ولغرض اختبار فرضيات البحث، تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى اختبار السببية لغرانجر للكشف عن اتجاه العلاقة الزمنية بين المتغيرات، وقد تم تنفيذ التحليل باستخدام برنامج EViews.

طرق قياس متغيرات البحث:

اعتمد البحث على تقلبات سعر الصرف بوصفه متغيراً مستقلاً، في حين تمثلت المتغيرات التابعة في معدل دوران الأسهم ومقياس أميهود لعدم السيولة.

تم قياس تقلبات سعر الصرف من خلال تقدير التباين الشرطي للعوائد اللوغاريتمية لسعر الصرف الرسمي باستخدام نموذج EGARCH(1,1)، وذلك وفق المعادلة الآتية:

$$\ln(\sigma_t^2) = \omega + \alpha \mid \frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}} \mid + \gamma \left(\frac{\varepsilon_{t-1}}{\sigma_{t-1}}\right) + \beta \ln(\sigma_{t-1}^2)$$

حيث تمثل σ_t^2التباين الشرطي للتقلبات، وω الحد الثابت، وα أثر حجم الصدمة، وγ معامل عدم التماثل الذي يعكس اختلاف تأثير الصدمات الموجبة والسالبة، وβ معامل استمرارية التقلبات عبر الزمن.

أما معدل دوران الأسهم، فقد استُخدم كمؤشر لسيولة السوق، وتم قياسه من خلال نسبة إجمالي قيمة التداول إلى متوسط الرسملة السوقية، وفق المعادلة الآتية:

$$TURNOVER_t = \frac{Value\ of\ Trading_t}{Average\ Market\ Capitalization_t}$$

في حين تم قياس مقياس أميهود لعدم السيولة، والذي يعكس مدى تأثر الأسعار بحجم التداول، باستخدام المعادلة الآتية:

$$AMIHUD_t = \frac{\mid R_t \mid}{Value\ of\ Trading_t}$$

حيث يمثل Rtعائد السوق خلال الفترة الزمنية t، ويمثل Value of Trading t قيمة التداول خلال الفترة نفسها، وتشير القيم المرتفعة لمؤشر أميهود إلى انخفاض مستوى السيولة السوقية.

الإطار النظري للبحث:

١ – مفهوم سعر الصرف وأنواعه:

١-١- مفهوم سعر الصرف:

يعرف سعر الصرف على انه نسبة استبدال وحدة من العملة المحلية بما يقابلها من العملة الأجنبية. (محمد، 2023، صفحة 281)، كما يعرف عدد وحدات العملة المحلية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية. (ياره، 2018، صفحة 56)

يتضح من التعريفين السابقين أن سعر الصرف ويعكس سعر الصرف في جوهره القيمة النسبية للعملة الوطنية وقوتها الشرائية تجاه العملات الأخرى، ما يفسر حساسيته العالية للتغيرات الاقتصادية والنقدية.

١-٢- **أنواع سعر الصرف:** تتعدد أنواع سعر الصرف تبعاً لاختلاف أساليب القياس وأغراض التحليل الاقتصادي،

ويمكن التمييز بين الأنواع الآتية:

أ- سعر الصرف الاسمي: وهو السعر الذي تُتبادل به العملات في سوق الصرف، ويتحدد وفق قوى العرض والطلب ونظام الصرف المعتمد، وقد يتخذ شكل سعر رسمي وسعر موازي في حال وجود قيود أو تدخلات إدارية. (ازهر، 2022، الصفحات 144-145)

ب- سعر الصرف الحقيقي: يعبر عن سعر الصرف الاسمي بعد تعديله بمعدلات التضخم بين الدول، ويُستخدم كمؤشر على القوة الشرائية الحقيقية للعملة الوطنية. (ميدو، 2016، صفحة 10)

ج- سعر الصرف الفعال: يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما مقابل سلة من العملات الأخرى، ويعكس تطور قيمة العملة المحلية في العلاقات التجارية الدولية. (نفادي، 2017، صفحة 5)

٢ – مفهوم تقلبات سعر الصرف:

تعكس تقلبات سعر الصرف التغيرات المستمرة وغير المستقرة في قيمة العملة، والتي تنتج عن التغير المتواصل في توقعات المتعاملين بشأن العوامل الاقتصادية المختلفة، مثل التضخم وعرض النقود والتجارة الخارجية، وهو ما يجعل أسعار الصرف شديدة الحساسية للأخبار والتطورات الاقتصادية. (Mishkin, 2011, p. 513)

٣ – مفهوم الأسواق المالية ومؤشرات قياس أدائها:

٣-١- **مفهوم الأسواق المالية:** يعرف بأنه مكاناً لالتقاء عرض الأموال من خلال المدخرين بالطلب عليها من خلال المستثمرين، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي. (دوابه، 2006، صفحة 298).

٣-٢- **مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية:** تُعد مؤشرات الأسواق المالية أدوات مرجعية لقياس أداء السوق وتتبع اتجاهاته، إذ تعبّر عن قيم رقمية أو أرقام قياسية تُستخدم للمقارنة والرصد والتحليل، كما تعكس بصورة غير مباشرة اتجاهات النشاط الاقتصادي الكلي. (داغر، 2017، صفحة 212) ونذكر منها:

١- مؤشر حجم السوق: يعكس حجم السوق درجة نضجه وكفاءته، ويُقاس من خلال الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة. وتعبّر نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن قدرة السوق على تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر، في حين يسهم ارتفاع عدد الشركات المدرجة في توسيع حجم السوق وتعزيز كفاءة تخصيص الاستثمارات. (سراي و بن مرزوق، 2020، الصفحات 72-73)

٢- مؤشر تذبذب السوق: يشير هذا المؤشر إلى مدى التذبذبات في الأسعار، ويقاس من الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام. وبصفة عامة كلما انخفضت التقلبات كانت السوق أكثر تطوراً. (حاج موسى، 2018، صفحة 100)

٣- مؤشر درجة التركيز: يعكس هذا المؤشر مدى هيمنة عدد محدود من الشركات على رسملة السوق أو قيمة التداول، وغالباً ما يُقاس بحصة أكبر عشر شركات. وتُعد درجة التركيز المرتفعة مؤشراً سلبياً لكونها تحدّ من تنويع الاستثمار وتؤثر سلباً على سيولة السوق. (شنافة، 2022، صفحة 389)

٤- مؤشر سيولة السوق: تُعرَّف سيولة السوق بقدرتها على تنفيذ الصفقات بسرعة وبتكاليف منخفضة دون إحداث تقلبات سعرية كبيرة، وهو ما ينعكس في ضيق الفارق بين سعري العرض والطلب وسرعة تنفيذ الأوامر. (IOSCO, 2007, p. 7) ويُعد السوق السائل سوقاً يتسم بعمق واتساع قاعدة المتعاملين. (Mishkin, 2011, p. 84)

٤- مقاييس سيولة الأسواق المالية: نظراً للطابع المتعدد لأبعاد للسيولة، تعتمد الأدبيات المالية على مجموعة من المقاييس الكمية، من أبرزها:

١- معدل صفقات التداول: يقيس عدد الصفقات المنفذة خلال فترة زمنية معينة، ويعكس سرعة التنفيذ وانخفاض تكاليف المعاملات. (محمد و عدنان، 2014، صفحة 182)

٢- مؤشر حجم التداول: ويعني القيم الناتجة عن تداول الأسهم والسندات وبأسعار مختلفة وبمدة زمنية معينة، إن هذا المؤشر يوضح السيولة في السوق المالي بصورة عامة. (الموسوي و الحلاوي، 2024، صفحة 58)

٣- معدل الدوران: يمثل نسبة قيمة التداول إلى القيمة السوقية، ويُعد من أكثر المقاييس ملاءمة لقياس السيولة النسبية في السوق، المالية كونه يمثل قيمة التداول منسوبة إلى القيمة السوقية أي بيان السيولة الموجودة في السوق نفسه. (المولى، 2011، صفحة 122)

٤- مقياس اميهود: يقيس الأثر السعري للتداول من خلال ربط العائد المطلق بحجم التداول . (Hallberg & Ryhage, 2019, p. 6)، ويُستخدم مقياس أميهود بوصفه مؤشراً تقريبياً لتأثير الصفقات المجمّعة على الأسعار، ويساعد في توضيح العلاقة بين حجم التداول والتغير السعري. (Alkan, 2024, p. 373)، حيث كلما ارتفعت قيمة المؤشر، دلّ ذلك على ارتفاع عدم السيولة. (Carvajal & Bebczuk, 2024, p. 10)

يرى الباحث أن تنوع مقاييس سيولة السوق الواردة أعلاه يعكس الطابع المركب لمفهوم السيولة، حيث لا يمكن لمؤشر واحد أن يقدم صورة متكاملة عن مستوى السيولة في السوق. وبناءً عليه، فإن الجمع بين أكثر من مقياس يتيح تقييماً أكثر دقة وشمولاً لسيولة سوق الأوراق المالية، ولا سيما في حالة سوق دمشق للأوراق المالية التي تتأثر بدرجة عالية بالعوامل النقدية والهيكلية.

المناقشة والنتائج:

أولاً: نبذة عن سعر الصرف في سوريا خلال فترة الدراسة

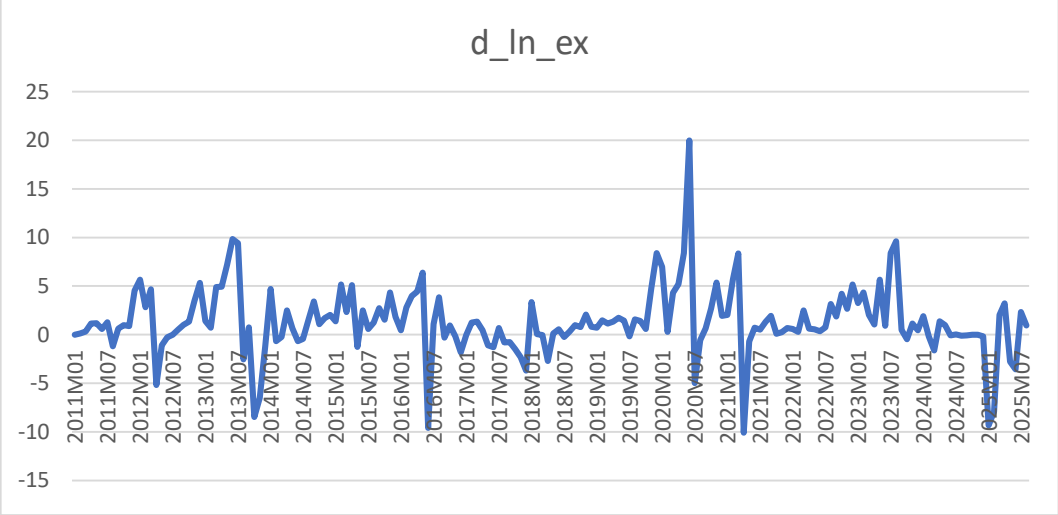
شهد سعر الصرف في سورية خلال فترة الدراسة تحولات حادة عكست عمق الاختلالات الاقتصادية والنقدية التي رافقت سنوات الأزمة، حيث كان السعر الرسمي في بداية عام ٢٠١١ بحدود 46.88 ليرة سورية للدولار الأمريكي، في حين كان السعر الموازي قريباً من هذا المستوى عند نحو 46.91 ليرة، بما يشير إلى

محدودية الفجوة السعرية آنذاك. ومع تفاقم الأوضاع الاقتصادية وتراجع الإنتاج المحلي وانخفاض تدفقات القطع الأجنبي، بدأت الفجوة بين السعر الرسمي وسعر السوق الموازية بالاتساع تدريجياً، إذ بلغ السعر الرسمي في كانون الأول ٢٠١٥ نحو 306.42 ليرة مقابل 391.69ليرة في السوق الموازية، ثم اتسعت بصورة أكبر في كانون الأول ٢٠١٩ ليبلغ السعر الرسمي 436ليرة مقابل 870.07ليرة في السوق الموازية. وبلغت الفجوة مستويات أكثر حدة خلال سنوات لاحقة، حيث سجل السعر الرسمي في آذار ٢٠٢١ نحو 1,256 ليرة مقابل 4,003.86ليرة في السوق الموازية، كما بلغ في كانون الأول ٢٠٢٣ نحو 12,562.50ليرة مقابل 13,970.97 ليرة في السوق الموازية. وتعكس هذه التطورات تعرض الليرة السورية لضغوط مستمرة نتيجة العقوبات الاقتصادية، وارتفاع الاعتماد على المستوردات، وتراجع الموارد الأجنبية. وفي مواجهة ذلك، اعتمد مصرف سورية المركزي سياسة التعديل المتكرر لسعر الصرف الرسمي وإصدار نشرات متعددة موجهة لأغراض مختلفة، بهدف استقطاب النقد الأجنبي وتقليص الفجوة السعرية. إلا أن استمرار الاختلالات الهيكلية ومحدودية الموارد الأجنبية جعلا سعر الصرف الرسمي في كثير من الأحيان بعيداً عن السعر المتكوّن في السوق الموازية، بما انعكس على قرارات الاستثمار والادخار وسلوك المتعاملين في الأسواق الرسمية وغير الرسمية. (صابرين، ٢٠٢٣، الصفحات ٢٨-٣٠)

ثانياً: اختبار السلسلة الزمنية للعوائد النسبية لسعر الصرف:

من أجل حساب تقلبات عوائد سعر الصرف لابد في البداية من تحديد سلسلة العوائد المراد حساب تقلبها من أجل ضمان الحصول على مخرجات جيدة ويمكن الاعتماد عليها في التحليل.

يوضح الشكل (١) تطور العوائد النسبية (اللوغاريتمية) لسعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي خلال فترة الدراسة، بما يعكس اتجاهات التغير النسبي في سعر الصرف وحدّة التقلبات التي شهدتها السلسلة الزمنية.



الشكل رقم (١): العوائد النسبية لسعر الصرف الرسمي لليرة السورية مقابل الدولار الأميركي

المصدر: إعداد الباحث

يبين الشكل (١) أن العوائد النسبية لسعر الصرف الرسمي لليرة السورية اتسمت بتقلبات متفاوتة الحدة خلال فترة الدراسة، حيث تخللت السلسلة فترات من الاستقرار النسبي وأخرى من التذبذب المرتفع، بما يعكس

تعرض سعر الصرف الرسمي لصدمات متكررة وتغيرات غير منتظمة عبر الزمن. وقد تم اعتماد العوائد النسبية (اللوغاريتمية) في هذه الدراسة، والمحسوبة وفق العلاقة: $\ln\left(\frac{EX_t}{EX_{t-1}}\right)$

وذلك لعدة اعتبارات منهجية، من أبرزها قدرتها على الحد من أثر القيم المتطرفة(Outliers) ، وجعل توزيع البيانات أكثر ملاءمة للنمذجة الإحصائية (Kiliç, 2007)، فضلاً عن أنها توفر تفسيراً اقتصادياً أدق للتغير النسبي المستمر في سعر الصرف، وهو ما يجعلها من المقاييس الشائعة الاستخدام في الدراسات المالية التطبيقية .(Suwondo et al., 2026) .

كما تُظهر المعاينة الأولية لسلسلة عوائد أسعار الصرف النسبية وجود ظاهرة تجمع التقلبات Volatility) (Clustering، حيث يُلاحظ أن فترات الاضطراب الحاد يتبعها اضطرابات مماثلة، بينما تميل فترات الاستقرار النسبي إلى الاستمرار لفترات زمنية معينة. وبناءً عليه، فإن الاعتماد على التباين البسيط الذي يفترض الثبات عبر الزمن (Homoscedasticity) سيؤدي حتماً إلى تقديرات غير فعالة ومضللة، مما يفرض ضرورة الانتقال إلى نماذج التباين الشرطي المتغير (GARCH Models) القادرة على التقاط هذه الديناميكيات الزمنية المعقدة.

ومع ذلك، فإن الواقع الاقتصادي يشير إلى أن أثر الارتفاع في سعر الصرف (الصدمات السلبية للعملة) يختلف جذرياً في حدته واتجاهه عن أثر الانخفاض، وهو ما يُعرف بـ الأثر غير المتماثل Asymmetric) .(Effectوحيث إن نماذج GARCH التقليدية تفترض استجابة متطابقة للصدمات الإيجابية والسلبية من حيث الحجم، فقد تم اعتماد نموذج GARCH الأسّي (EGARCH) في هذه الدراسة. يتيح هذا النموذج نمذجة صريحة لعدم التماثل، مما يسمح لنا بقياس أثر ردود الفعل المتباينة للسوق تجاه الأزمات النقدية مقابل فترات التحسن، وهو ما يوفر فهماً أعمق لطبيعة انتقال الصدمات إلى سيولة السوق المالية السورية.

وللوصول إلى التوصيف الأمثل لديناميكيات التقلب، تم تطبيق سلسلة من الإجراءات الإحصائية التمهيدية التي أفضت في النهاية إلى تبني نموذج EGARCH (١،١) كأفضل نموذج قادر على محاكاة سلوك السلسلة الزمنية محل الدراسة.

١- استقرارية العوائد النسبية:

كخطوة أولى، تم إجراء اختبار لاستقرارية العوائد النسبية كون نموذج EGARCH يفترض استقرار السلسلة الزمنية. ومن أجل ذلك تم الاعتماد على اختباري ديكي-فولر الموسع واختبار فيليبس-بيرون.

جدول رقم (١): نتائج اختبارات جذر الوحدة (ADF & PP) لسلسلة عوائد سعر الصرف(d_ln_ex)

القرار	*القيمة الاحتمالية*	*إحصائية الاختبار*	*العوامل الخارجية*	*الاختبار*	*الترتيب*	*السلسلة الزمنية*
$I(0)$	0.0000	-9.856	ثابت	ADF	مستوى	d_ln_ex
	0.0000	-9.842	ثابت	PP	مستوى	

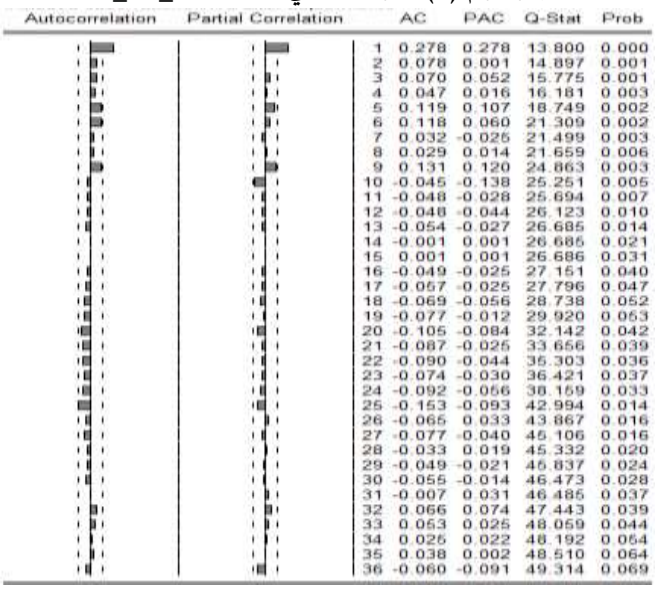
المصدر: من إعداد الباحث باستخدام مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من الجدول (١) أن سلسلة العوائد النسبية لسعر الصرف الرسمي السوري مستقرة عند المستوى وبالتالي فإنها تصلح للاستخدام في نموذج EGARCH الذي يفترض أن تكون السلسلة مستقرة عند المستوى.

٢- فحص الارتباط الذاتي للعوائد النسبية لسعر الصرف:

تم تحليل الارتباط الذاتي باستخدام دالتي الارتباط الذاتي (ACF) والارتباط الذاتي الجزئي (PACF) حتى ٣٦ رتبة تأخير وكانت النتائج كما موضح بالجدول الآتي:

جدول رقم (٢): الارتباط الذاتي لسلسلة d_Ln_EX



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.278	0.278	13.800	0.000
		2	0.078	0.001	14.897	0.001
		3	0.070	0.052	15.775	0.001
		4	0.047	0.016	16.181	0.003
		5	0.119	0.107	18.749	0.002
		6	0.118	0.060	21.309	0.002
		7	0.032	-0.025	21.499	0.003
		8	0.029	0.014	21.659	0.006
		9	0.131	0.120	24.863	0.003
		10	-0.045	-0.138	25.251	0.005
		11	-0.048	-0.028	25.694	0.007
		12	-0.048	-0.044	26.123	0.010
		13	-0.054	-0.027	26.685	0.014
		14	-0.001	0.001	26.686	0.021
		15	0.001	0.001	26.686	0.031
		16	-0.049	-0.025	27.151	0.040
		17	-0.057	-0.025	27.796	0.047
		18	-0.069	-0.056	28.738	0.052
		19	-0.077	-0.012	29.920	0.053
		20	-0.105	-0.084	32.142	0.042
		21	-0.087	-0.025	33.656	0.039
		22	-0.090	-0.044	35.303	0.036
		23	-0.074	-0.030	36.421	0.037
		24	-0.092	-0.056	38.159	0.033
		25	-0.153	-0.093	42.994	0.014
		26	-0.065	0.033	43.867	0.016
		27	-0.077	-0.040	45.106	0.016
		28	-0.033	0.019	45.332	0.020
		29	-0.049	-0.021	45.837	0.024
		30	-0.055	-0.014	46.473	0.028
		31	-0.007	0.031	46.485	0.037
		32	0.066	0.074	47.443	0.039
		33	0.053	0.025	48.059	0.044
		34	0.025	0.022	48.192	0.054
		35	0.038	0.002	48.510	0.064
		36	-0.060	-0.091	49.314	0.069

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

تشير نتائج الجدول (٢) إلى وجود ارتباط ذاتي معنوي إحصائياً عند الرتبة الأولى، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط الذاتي (AC) عند التأخر الأول حوالي 0.278، وكانت قيمة إحصائية Ljung-Box (Q-Stat) عند نفس الرتبة 13.80 مع احتمال 000. 0 (Prob)، مما يشير إلى رفض فرضية العدم (عدم وجود ارتباط ذاتي) عند مستوى دلالة ٥%. كما لوحظ أن الارتباطات عند التأخيرات الأعلى كانت أقل حدة، لكنها ظلت معنوية بشكل متقطع. هذا يؤكد الحاجة إلى تضمين حدود انحدار ذاتي (AR) في معادلة المتوسط.

٣- تحديد رتبة السلسلة الزمنية للعوائد:

أظهرت نتائج اختبار الارتباط الذاتي وجود ارتباط ذاتي لدى المتغير. ومن أجل ذلك لابد من تحديد الصيغة الأفضل لمعادلة المتوسط باستخدام ARMA.

لتحديد البنية الأنسب لمعادلة المتوسط، تم استخدام أداة Automatic ARIMA Forecasting في EViews، والتي قامت بتقدير ٢٢٥ نموذجاً مختلفاً من نماذج ARMA بحدود قصوى (2,2)0(٤,4) للجزء الارتباط الذاتي والمتوسط المتحرك، كما موضح بالجدول الآتي:

الجدول (٣): نموذج ARMA لمتغير d_Ln_EX

Automatic ARIMA Forecasting
Selected dependent variable: D_LN_EX
Date: 04/11/26 Time: 23:57
Sample: 2011M01 2025M08
Included observations: 175
Forecast length: 0
Model maximums: (4,4)0(2,2)
Regressors: C

Number of estimated ARMA models: 225
Number of non-converged estimations: 0
Selected ARMA model: (1,0)(0,0)
SIC value: 5.34108747479

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

تُظهر نتائج الجدول رقم (٣) أنه استناداً إلى معيار شوارتز (SIC) ، تم اختيار نموذج ARMA (1,0) (0,0) أي نموذج انحدار ذاتي من الرتبة الأولى فقط ($AR(1)$)، حيث بلغت قيمة SIC للنموذج المختار 5.341087 . بالتالي تم تقدير معادلة المتوسط وفق الصيغة التالية:

$$D_LN_EX_t = c + \phi D_LN_EX_{t-1} + \varepsilon_t$$

٤- تقدير نموذج التقلب:

نظراً لخصائص سلسة التقلبات النسبية، تم تقدير نموذج $\boldsymbol{EGARCH(1,1)}$ بطريقة الإمكان الأعظم (ML) مع افتراض توزيع t-Student للبواقي. تم تضمين معادلة المتوسط المحددة أعلاه (بحد ثابت C وحد $\boldsymbol{AR(1)}$) داخل تقدير نموذج التباين الشرطي. أظهرت النتائج ما يلي:

الجدول (٤): نموذج EGARCH (1,1) لقياس تقلبات سعر الصرف

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
LOG(GARCH) = C(3) + C(4)*ABS(RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1))) + C(5)
*RESID(-1)/@SQRT(GARCH(-1)) + C(6)*LOG(GARCH(-1))

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	1.025539	0.176626	5.806280	0.0000
AR(1)	0.280162	0.072646	3.856526	0.0001
Variance Equation				
C(3)	0.015964	0.246607	0.064737	0.9484
C(4)	1.067042	0.466624	2.286729	0.0222
C(5)	0.452803	0.250577	1.807040	0.0708
C(6)	0.723798	0.089690	8.070033	0.0000
T-DIST. DOF	2.731193	0.784124	3.483115	0.0005

R-squared	0.073154	Mean dependent var	1.346126
Adjusted R-squared	0.067766	S.D. dependent var	3.500432
S.E. of regression	3.379747	Akaike info criterion	4.685951
Sum squared resid	1964.702	Schwarz criterion	4.813040
Log likelihood	-400.6778	Hannan-Quinn criter.	4.737506
Durbin-Watson stat	1.994687		
Inverted AR Roots	.28		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

تُظهر نتائج الجدول رقم (4) أن معادلة المتوسط تتضمن حداً ثابتاً مقداره ١.٠٢٥٥وكان معنوياً عند مستوى ٥% (قيمة z = 5 .806، Prob = 0 .0000)، بالإضافة إلى معامل الانحدار الذاتي $AR(١)$ الذي بلغ ٠ .٢٨٠٢ وكان معنوياً أيضاً عند ٥% (قيمة z = 3 .857، Prob = 0 .0001). كما كانت درجات حرية التوزيع (T-DIST. DOF) مساوية لـ ٢,٧٣١٢ ومعنوية عند ٥% (Prob = 0 .0005)، مما يدعم ملاءمة هذا التوزيع لبيانات العوائد.

كما تبين أن معامل حجم الصدمة ((C(4)) جاء موجباً ومعنوياً إحصائياً، مما يشير إلى أن الصدمات السابقة، بغض النظر عن اتجاهها، تؤدي إلى زيادة التقلبات الحالية في سعر الصرف، وهو ما يعكس حساسية التقلبات للتغيرات المفاجئة في المعلومات. في حين جاء معامل عدم التماثل ((C(5)) موجباً لكنه غير معنوي إحصائياً، مما يدل على أن تأثير الصدمات الموجبة والسالبة لا يختلف بشكل جوهري.

أما معامل الاستمرارية ((C(6)) فقد جاء موجباً ومعنوياً بقيمة مرتفعة، مما يشير إلى استمرار أثر التقلبات عبر الزمن، مما يرجح وجود ذاكرة طويلة الأجل في التقلبات، وهو ما يعكس نمطاً تراكميّاً في سلوك التقلبات. في المقابل، لم يكن الثابت في معادلة التباين ((C(3)) ذا دلالة إحصائية، مما يدل على أن التقلبات لا تعتمد على مستوى ثابت بقدر ما تتشكل نتيجة لتأثير الصدمات السابقة.

كما بلغ معامل التحديد 073. 0 (R-squared)، وهو ما يفسر محدودية القوة التفسيرية للنموذج، في حين كانت إحصائية Durbin-Watson مساوية لـ ١,٩٩٥، مما يشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي من الرتبة الأولى في البواقي.

ثالثاً: التعريف بمتغيرات البحث وطرق قياسها:

يوضح الجدول (٥) المتغيرات المعتمدة في الدراسة، متضمناً الرموز المستخدمة في التحليل القياسي، وطبيعة كل متغير من حيث كونه مستقلاً أو تابعاً، إضافة إلى التعريف الإجرائي لكل منها.

الجدول (5): متغيرات البحث

المتغير	الاسم	النوع	التعريف
تقلبات سعر الصرف	EXVOL	مستقل	التبيان الشرطي لنموذج EGARCH(1,1)
معدل الدوران	TURNOVER	تابع	نسبة إجمالي قيمة التداول إلى متوسط الرسملة السوقية (كلما زاد فذلك يعني سيولة أعلى)
مقياس أميهود	AMIHUD	تابع	القيمة المطلقة للعائد مقسومة على قيمة التداول (كلما زاد دل على سيولة أقل).

المصدر: من إعداد الباحث

يتضح من الجدول (٥) اعتماد تقلبات سعر الصرف (EXVOL) بوصفه المتغير المستقل في الدراسة، في حين تم قياس سيولة السوق المالية باستخدام مؤشرين تابعين هما معدل دوران الأسهم (TURNOVER) ومقياس أميهود لعدم السيولة(AMIHUD) ، وذلك بهدف قياس السيولة من أكثر من منظور وتحقيق قدر أكبر من الدقة في التحليل.

رابعاً: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:

لعرض الخصائص العامة لمتغيرات الدراسة، تم احتساب مجموعة من الإحصاءات الوصفية التي توضح الاتجاه العام للبيانات ودرجة تشتتها وطبيعة توزيعها الإحصائي، وذلك كما هو موضح في الجدول رقم (٦):

الجدول رقم (٦): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	EX	T	A
Mean	3.80604247...	1.00868859...	1.01159134...
Median	3.1565698035	0.64033725...	0.3394088545
Maximum	14.74334607	11.32225886	10.48302938
Minimum	1.309344492	0.134539473	0.007028688
Std. Dev.	2.29791377...	1.54689920...	1.69453121...
Skewness	2.16126981...	5.53187584...	3.74335625...
Kurtosis	10.3164009...	36.7784353...	19.7660602...
Jarque-Bera	168.499499...	2947.90835...	786.687164...
Probability	2.57512655...	0	1.48954211...
Sum	213.138378...	56.4865613...	56.649115493
Sum Sq.	1101.63614...	188.586694...	215.234736...
Sum Sq. Dev.	290.422425...	131.609344...	157.928981...

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

تُظهر نتائج الإحصاءات الوصفية وجود تباين واضح بين متغيرات الدراسة، حيث بلغ المتوسط الحسابي لتقلبات سعر الصرف (EX) نحو (٣,٨١)، في حين بلغ المتوسط الحسابي لمعدل دوران الأسهم (T) نحو (١,٠١)، ولمقياس أميهود لعدم السيولة (A) نحو (١,٠١). كما تُظهر قيم الانحراف المعياري وجود درجة مرتفعة نسبياً من التشتت، خاصة في متغير تقلبات سعر الصرف، مما يعكس طبيعة التقلبات التي شهدها سعر الصرف خلال فترة الدراسة. كذلك، جاءت قيم الالتواء (Skewness) موجبة لجميع المتغيرات، مما يشير إلى أن توزيعاتها تميل نحو اليمين، في حين أظهرت قيم التفرطح (Kurtosis) ارتفاعاً ملحوظاً مقارنة بالتوزيع الطبيعي، وهو ما

يعكس وجود قيم متطرفة وتقلبات حادة في البيانات. كما أظهرت نتائج اختبار Jarque-Bera أن القيم الاحتمالية كانت أقل من مستوى الدلالة المعتمد، مما يشير إلى أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهو أمر شائع في السلاسل الزمنية المالية التي تتسم بالتقلب وعدم الاستقرار.

خامساً: اختبارات الاستقرارية لمتغيرات الدراسة (Unit Root Tests):

من أجل فحص استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة تم استخدام اختبارين هما اختبار ديكي–فولر الموسع وفيلبس–بيرون. وذلك من أجل زيادة متانة الاستنتاجات، لأن لكل منهما حساسية مختلفة تجاه وجود الارتباط التسلسلي والتغاير. اختبار PP يصحح للارتباط التسلسلي والتغاير تلقائياً، بينما ADF يعتمد على إدراج فترات إبطاء صريحة. فالجمع بينهما يقلل احتمالية قبول فرضية جذر الوحدة خطأً بسبب ضعف أحد الاختبارين. يُظهر الجدول (٧) أدناه قيمة $t - statistic$ عند المستوى.

الجدول (٧): نتائج اختبارات جذر الوحدة (ADF & PP) لمتغيرات الدراسة

السلسلة الزمنية	الترتيب	الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية	القرار
AMIHUD	مستوى	ADF	-5 .877	0.0000	$I(0)$
	مستوى	PP	-5 .927	0.0000	
EXVOL	مستوى	ADF	−4 .٥٨١٩	0.0005	$I(0)$
	مستوى	PP	-4.5630	0.0005	
TURNOVER	مستوى	ADF	-7 .430	0.0000	$I(0)$
	مستوى	PP	-7 .433	0.0000	

المصدر: من اعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج Eviews

تكشف نتائج اختبارات جذر الوحدة أنه وفقاً لكلا الاختبارين فإن المتغيرات جميعها مستقرة عند المستوى، مما يعني أن الصدمات المؤثرة فيهما تكون مؤقتة وتتلاشى بمرور الزمن.

سادساً: التبرير المنهجي لاختيار النموذج القياسي:

أظهرت اختبارات الاستقرارية أن جميع متغيرات الدراسة ساكنة عند المستوى(I(0، مما يدل على صلاحيتها للاستخدام في النماذج القياسية دون الحاجة إلى إجراء الفروق. وبناءً على طبيعة الدراسة التي تهدف إلى تحليل العلاقة بين تقلبات سعر الصرف وسيولة سوق دمشق للأوراق المالية، تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR)، كونه من النماذج الملائمة لتحليل التفاعلات المتبادلة بين المتغيرات الزمنية، ودراسة أثر القيم المتأخرة لكل متغير في تفسير سلوك المتغيرات الأخرى عبر الزمن. كما تم استخدام اختبار السببية لغرانجر بهدف الكشف عن اتجاه العلاقة الزمنية بين المتغيرات وتحديد ما إذا كانت القيم السابقة لأحد المتغيرات تسهم في تفسير التغيرات اللاحقة في المتغير الآخر. ولضمان سلامة النتائج القياسية، تم إجراء اختبارات استقرار النموذج للتحقق من ثبات المعاملات خلال فترة الدراسة (٢٠١١–٢٠٢٥)، ولا سيما في ظل الظروف الاقتصادية الاستثنائية التي مر بها الاقتصاد السوري خلال فترة الدراسة.

سابعاً: اختبار الفرضيات: بعد التحقق من استقرارية المتغيرات محل الدراسة وصلاحيتها للتحليل القياسي، تم الانتقال إلى اختبار فرضيات البحث بهدف تحليل أثر تقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى اختبار السببية لغرانجر للكشف عن اتجاه العلاقة الزمنية بين المتغيرات.

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف في سيولة سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

لاختبار هذه الفرضية الرئيسية، تم قياس السيولة من خلال مؤشرين هما معدل دوران الأسهم ومقياس أميهود لعدم السيولة، وعليه جرى اختبار فرضيتين فرعيتين بشكل مستقل لقياس أثر تقلبات سعر الصرف في كل مؤشر، ومن ثم الاستناد إلى نتائجهما في الحكم على الفرضية الرئيسية.

١- **اختبار الفرضية الفرعية الأولى:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف في معدل دوران الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

لاختبار هذه الفرضية، تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR)، وذلك لتحليل العلاقة بين تقلبات سعر الصرف (EXVOL) ومعدل دوران الأسهم (TURNOVER)، من خلال دراسة تأثير القيم المتأخرة لكل متغير في تفسير سلوك المتغير الآخر عبر الزمن. وقد تم اعتماد فترتي إبطاء (Lag 2) استناداً إلى معايير اختيار الإبطاء المناسبة، وكانت النتيجة كما موضح بالجدول (٨) الآتي:

الجدول رقم (٨): نتائج تقدير نموذج VAR بين تقلبات سعر الصرف ومعدل دوران الأسهم

Included observations: 54 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	T	EX
T(-1)	-0.026252	-0.120358
	(0.13129)	(0.19212)
	[-0.19996]	[-0.62647]
T(-2)	0.001375	-0.151371
	(0.13129)	(0.19213)
	[0.01047]	[-0.78786]
EX(-1)	-0.227273	0.390385
	(0.09833)	(0.14390)
	[-2.31127]	[2.71295]
EX(-2)	0.306002	-0.003405
	(0.09782)	(0.14314)
	[3.12829]	[-0.02379]
C	0.685509	2.664111
	(0.55374)	(0.81033)
	[1.23796]	[3.28770]
R-squared	0.188151	0.196801
Adj. R-squared	0.121877	0.131017
Sum sq. resids	104.3447	223.4481
S.E. equation	1.459275	2.135454
F-statistic	2.839004	2.997714
Log likelihood	-94.40801	-114.9680
Akaike AIC	3.681778	4.443257
Schwarz SC	3.865943	4.627423
Mean dependent	0.983713	3.896185
S.D. dependent	1.557264	2.290787
Determinant resid covariance (dof adj.)		9.425027
Determinant resid covariance		7.760456
Log likelihood		-208.5695
Akaike information criterion		8.095166
Schwarz criterion		8.463498
Number of coefficients		10

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

تُظهر نتائج نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) وجود تأثيرات جزئية لتقلبات سعر الصرف في معدل دوران الأسهم، حيث جاءت معاملات تقلبات سعر الصرف المتأخرة (EXVOL(-1) و EXVOL(-2)) معنوية إحصائياً عند مستوى (٥%). ويلاحظ أن معامل (EXVOL(-1)) جاء سالباً، مما يشير إلى أن تراجع نشاط التداول في الفترة الحالية مرتبطاً في ارتفاع تقلبات سعر الصرف في الفترة السابقة، وهو ما يمكن تفسيره بحالة عدم اليقين التي تدفع المستثمرين إلى تقليل تعاملاتهم في الأجل القصير.

في المقابل، جاء معامل (EXVOL(-2)) موجباً، مما قد يشير إلى أن زيادة نشاط التداول في الفترة الحالية مرتبطةً في تقلبات سعر الصرف في الفترة السابقة، نتيجة تكيّف السوق تدريجياً مع الصدمات، إلا أن هذا الأثر لا يعكس علاقة مستقرة أو مباشرة، نظراً لتباين إشارات المعاملات عبر فترات الإبطاء المختلفة.

كما تبين من الجدول وجود تأثير سببي احادي الاتجاه لتقلبات سعر الصرف في معدل الدوران، وبشكل عام، تعكس هذه النتائج أن تأثير تقلبات سعر الصرف في معدل الدوران لا يتسم بالثبات أو المباشرة، وإنما يظهر من خلال تأثيرات زمنية متغيرة.

٢- اختبار الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات سعر الصرف في مقياس أميهود لعدم السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه(VAR) ، لتحليل العلاقة بين تقلبات سعر الصرف (EXVOL)ومقياس أميهود لعدم السيولة(AMIHUD) ، من خلال دراسة تأثير القيم المتأخرة لكل متغير في تفسير سلوك المتغير الآخر عبر الزمن. وقد تم اعتماد فترتي إبطاء (Lag 2)، وكانت النتيجة كما موضح بالجدول (٩) الآتي:

الجدول رقم (٩) :نتائج تقدير نموذج الانحدار الذاتي المتجه (VAR) بين تقلبات سعر الصرف ومقياس أميهود

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	EX	A
EX(-1)	0.409592 (0.14279) [2.86844]	-0.108244 (0.09846) [-1.09943]
EX(-2)	0.032735 (0.14169) [0.23104]	0.103979 (0.09769) [1.06434]
A(-1)	0.105915 (0.18986) [0.55787]	0.272780 (0.13091) [2.08378]
A(-2)	0.067828 (0.19100) [0.35512]	0.390960 (0.13169) [2.96873]
C	1.994563 (0.69697) [2.86175]	0.334350 (0.48056) [0.69575]
R-squared	0.193255	0.322349
Adj. R-squared	0.127389	0.267031
Sum sq. resids	224.3786	106.6713
S.E. equation	2.139896	1.475454
F-statistic	2.934482	5.827164
Log likelihood	-115.0802	-95.00342
Akaike AIC	4.447413	3.703830
Schwarz SC	4.631578	3.887996
Mean dependent	3.896185	1.009682
S.D. dependent	2.290787	1.723388
Determinant resid covariance (dof adj.)		9.900810
Determinant resid covariance		8.152210
Log likelihood		-209.8992
Akaike information criterion		8.144414
Schwarz criterion		8.512744
Number of coefficients		10

المصدر: مخرجات برنامج Eviews

تُظهر نتائج نموذج VAR عدم وجود تأثير معنوي لتقلبات سعر الصرف في مقياس أميهود لعدم السيولة، حيث جاءت معاملات تقلبات سعر الصرف المتأخرة (-1) EXVOL و (-2)EXVOLغير معنوية إحصائياً عند مستوى (٥%)، مما يشير إلى أن تقلبات سعر الصرف لا تمثل عاملاً مؤثراً في تفسير سلوك عدم السيولة في سوق دمشق للأوراق المالية.

وعليه، ولتعميق التحليل والتحقق من اتجاه العلاقة الزمنية بين المتغيرات، تم اللجوء إلى اختبار السببية لغرانجر(Granger Causality Test) ، بهدف الكشف عن طبيعة العلاقة واتجاهها بين تقلبات سعر الصرف والسيولة السوقية.

٣- اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test):

تم تطبيق اختبار السببية لغرانجر لتحديد اتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة، وذلك من خلال اختبار ما إذا كانت التغيرات في أحد المتغيرات تسبق التغيرات في المتغير الآخر، بما يسمح بالكشف عن طبيعة العلاقة الزمنية بين تقلبات سعر الصرف والسيولة السوقية. وكانت النتيجة كما موضح بالجدول (١٠) الآتي:

الجدول رقم (١٠): نتائج اختبار السببية لغرانجر بين متغيرات الدراسة

العلاقة السببية	F-Statistic	Prob	النتيجة
EX → T	2.74632	0.0403	معنوي
T → EX	0.25703	0.9037	غير معنوي
EX → A	1.33472	0.2725	غير معنوي
A → EX	0.88125	0.4831	غير معنوي

المصدر: من اعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج Eviews

تُظهر نتائج اختبار السببية لغرانجر وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تقلبات سعر الصرف (EX) إلى معدل دوران الأسهم (T)، حيث بلغت القيمة الاحتمالية (٠,٠٤٠٣)، وهي أقل من مستوى الدلالة (٥%)، مما يشير إلى أن تحركات سعر الصرف في الفترات السابقة ترتبط بالتغيرات اللاحقة في نشاط التداول. في المقابل، لم تُظهر النتائج وجود علاقة سببية عكسية من معدل الدوران إلى تقلبات سعر الصرف، إذ جاءت القيمة الاحتمالية مرتفعة (0.9037).

أما بالنسبة لمقياس أميهود لعدم السيولة (A)، فقد بيّنت النتائج عدم وجود علاقة سببية ذات دلالة إحصائية بينه وبين تقلبات سعر الصرف في كلا الاتجاهين، حيث تجاوزت القيم الاحتمالية مستوى الدلالة المعتمد.

وبالربط مع نتائج نموذج VAR، يتضح أن تأثير تقلبات سعر الصرف على السيولة السوقية يقتصر على معدل دوران الأسهم وبطبيعة محدودة، دون أن يمتد إلى مقياس أميهود، مما يعكس اختلاف استجابة مؤشرات السيولة للصدمات المرتبطة بسعر الصرف.

ثامناً: النتائج والتوصيات:

- **النتائج:**

١- أظهرت نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى وجود تأثير سببي معنوي احادي الاتجاه من تقلبات سعر الصرف في معدل الدوران، في حين لم يكن هنام أي أثر سببي لمعدل الدوران في تقلبات سعر الصرف، مما يشير إلى أن نشاط التداول تأثر بصورة غير مباشرة خلال الفترات الزمنية بتذبذبات سعر الصرف خلال فترة الدراسة .

٢- أظهرت النتائج أن تأثير تقلبات سعر الصرف اقتصر على معدل دوران الأسهم دون مقياس أميهود لعدم السيولة، مما يشير إلى أن تقلبات سعر الصرف في سوق دمشق للأوراق المالية أثرت بصورة أكبر في نشاط التداول والكميات المتداولة، أكثر من تأثيرها في الأثر السعري للتداول أو سيولة العمق السوقي. ويُفسَّر ذلك بأن معدل الدوران يعكس الاستجابة السريعة للمستثمرين تجاه المتغيرات الاقتصادية والنقدية، في حين يرتبط مقياس أميهود بكفاءة السوق في استيعاب التداولات دون تغيرات سعرية حادة. كما تعكس هذه النتيجة طبيعة السوق السورية خلال فترة الدراسة، حيث أدت الأزمات الاقتصادية والنقدية إلى انكماش النشاط التداولي وتراجع أحجام التداول، دون أن تصل إلى حد تعطّل السوق أو انهيار آلية التسعير بصورة كاملة.

٣- أظهرت نتائج اختبار السببية لغرانجر وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تقلبات سعر الصرف إلى معدل دوران الأسهم، مما يشير إلى أن تحركات سعر الصرف في الفترات السابقة تُعد أحد العوامل المؤثرة في التغيرات في نشاط التداول، في حين لم تظهر أي علاقة سببية مع مقياس أميهود لعدم السيولة.

٤- توضح النتائج بأن قرارات المستثمرين المتعلقة بزيادة أو تخفيض نشاط التداول لم تكن مدفوعة بتحركات سعر الصرف، وإنما بعوامل أخرى أكثر تأثيراً خلال فترة الدراسة.

- **التوصيات:**

١- إجراء دراسات مستقبلية أكثر تعمقاً من خلال استخدام سعر الصرف في السوق الموازية بوصفه متغيراً أكثر تعبيراً عن الواقع الاقتصادي السوري، مع إدراج متغيرات ضابطة إضافية مثل معدلات التضخم، أسعار الفائدة، إلى جانب اعتماد مقاييس بديلة للسيولة وبيانات شهرية أو يومية بدلاً من البيانات ربع السنوية، بما يسهم في التقاط العلاقات قصيرة الأجل ورفع دقة النتائج القياسية.

٢- تطوير منظومة الخدمات الرقمية في السوق المالية السورية من خلال تبسيط وتسريع إجراءات فتح الحسابات الاستثمارية، وتسهيل تنفيذ عمليات التداول، وتحسين الخدمات الإلكترونية المساندة للمستثمرين، بما يسهم في رفع كفاءة السوق وزيادة ثقة المستثمرين.

٣- تقديم حوافز تشجيعية لإدراج الشركات في سوق دمشق للأوراق المالية، من خلال تبسيط وتسريع إجراءات الإدراج، وتقديم الدعم الفني والاستشاري للشركات الراغبة، وتعزيز المزايا المرتبطة بالإدراج، بما يسهم في توسيع قاعدة الشركات المدرجة وزيادة عمق السوق وتنويع الفرص الاستثمارية.

٤- نوصي الجهات المختصة بتقليص الفجوة بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي، لما لذلك من دور في تقليل عدم اليقين، وتحسين كفاءة التسعير، وتعزيز جاذبية القنوات والأسواق الرسمية للمستثمرين.

المراجع:

المراجع العربية:

- أرشيد، عبد المعطي رضا؛ خريوش، حسني علي؛ جودة، محفوظ أحمد. 2011، *الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات*، ط١. دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- أزهر، علي عماد محمد. ٢٠٢٢، *أثر تقلبات سعر الصرف على النمو الاقتصادي التركي*. مجلة Revue TADAMSA D – UNEGMU، المجلد الثاني، العدد الأول، 414-152.
- الجميل، سرمد كوكب. ٢٠١٨، *المدخل الى الاسواق المالية*. ط١. شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ٣٤٨.
- حاج موسى، منصوري. ٢٠١٨، *كفاءة الاسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي*. رسالة ماجستير، ورقلة، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح.
- حسن، محروس. ١٩٩٣، *الأسواق المالية والأستثمارات المالية*. ط١. كتب عربية، عين شمس، مصر، ٢٠٧.
- خروبي، رياض ايوب. ٢٠١٨، *أثر تقلبات سعر الصرف على سعر السهم*. رسالة ماجستير، ورقلة، الجزائر، جامعة قاصدي مرباح.
- داغر، محمود محمد. ٢٠١٧، *قياس وتحليل العلاقة بين تقلبات مؤشرات اسواق المال الامريكية وتقلبات اسعار النفط الخام*. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد الرابع والعشرون، العدد مئة وأربعة، 210-238.

- دوابه، أشرف محمد. ٢٠٠٦، *دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمارات طويلة الاجل في المصارف الإسلامية*. ط١. دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ٣٤٠.
- سراي، صالح، ومرزوق، نبيل. ٢٠٢٠، *دراسة اقتصادية تحليلية لأثر التضخم على مؤشرات أداء الاسواق المالية: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 1980–2015*. مجلة بحوث الادارة والاقتصاد، 69–80.
- شنافة، جهرة. ٢٠٢٢، *أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي دراسة قياسية للملكة العربية السعودية*. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، المجلد التاسع، العدد الأول، 380–410.
- صابرين، ميساء. ٢٠٢٣، *أثر تقلبات سعر الصرف في أداء المصارف السورية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية*. مجلة جامعة البعث، المجلد الخامس، والاربعون العدد العاشر، ١١–٥٢.
- محمد، إياد طاهر، وعدنان، محمد حمدان. ٢٠١٤، *سيولة الاسواق المالية وأثرها في عوائد الاسهم العادية*. *مجلة العلوم الاقتصادية والادارية*، العدد السادس والسبعون، 176–195.
- محمد، شهد جاسم. ٢٠٢٣، *تحليل أثر تغيرات سعر الصرف على أداء مؤشر معدل الدوران في سوق العراق للأوراق المالية*. مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد الثامن عشر، العدد الثامن والستون، 275–294.
- مريم، سماي. ٢٠٢٠، *أثر تقلبات سعر الصرف على توازن الميزان التجاري*. رسالة ماجستير، القليعة، الجزائر، المدرسة العليا للتجارة.
- الموسوي، حيدر يونس، والحلاوي، آيات صالح. ٢٠٢٤، *أثر الاستثمار الأجنبي على سيولة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية في البورصة العراقية للفترة (2005–2016)*. المجلة العراقية للعلوم الإدارية، 46–74.
- الحلو، حكمت ددو. ٢٠٢٢، *منهجية البحث العلمي في العلوم السلوكية*. دائرة المكتبة الوطنية، عمان، الأردن، ٣٣٨.
- المولى، إيمان عبد المطلب. ٢٠١١، *مؤشرات قياس سيولة سوق الاوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي*. مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد السابع، العدد الثالث والعشرون، 117–129.
- ميدو، معتز بالله محمد. ٢٠١٦، *أثر تقلبات سعر الصرف في الاسواق المالية*. رسالة ماجستير، دمشق، سوريا، جامعة دمشق.
- نفادي، خولة. ٢٠١٧، *أثر تقلبات أسعار الصرف على الاداء المالي للبنوك التجارية*. رسالة ماجستير، قالمة، الجزائر، جامعة 8 ماي 1945.
- ياره، سمير عبد الصاحب. ٢٠١٨، *أثر تقلبات اسعار صرف العملة في قيمة مؤشر السوق المالي دراسة تحليلية في سوق العراق المالية*. المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد الثامن والخمسون، 53–74.

- **المراجع الأجنبية**

1– ALKAN, S. 2024, *Liquidity and Market Efficiency in Borsa Istanbul*. *Hacettepe University Journal of Economics and Administrative Sciences*, 471-384.

2– CARAFAJAL, A, F؛ Bebczuk, R. 2024, *Liquidity in Corporate Markets: A Literature Review. Washington: The World Bank Group – Equitable Growth*, Finance & Institutions Insight.

3– COPELAND, L. 2014, *Exchange Rates and International Finance*, Vol. 6, Harlow, England: Pearson Education Limited.

4- HALLBERG, M؛ RYHAGE, M. 2019*, Effects of Monetary Policy on Stock Market Liquidity Empirical Analysis on the Swedish Market*. Uppsala, Sweden, Department of Economics, Uppsala University.

5- IMF. (Various years). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. International Monetary Fund (IMF).

6- IOSCO. 2007, *Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets*. Madrid, Spain, Iosco.

7- MISHKIN, F. S. 2011, *The economics of money, banking, and financial markets*. Pearson Education, Inc, Boston, MA, United States, 672.