



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

في ميدان: علوم اقتصادية، التسيير وعلوم تجارية

شعبة: علوم مالية و محاسبة

تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان :

أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية

" دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري "

2008-2007

من إعداد الطالبة: دليلة بن خدة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 08 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذة / خيرة الداوي..... (أستاذة مساعدة ق أ ، جامعة ورقلة) رئيسا

الأستاذة / صفية صديقي..... (أستاذة مساعدة ق أ ، جامعة ورقلة) مشرفة و مقررة

الدكتورة / لمياء عماني..... (أستاذة محاضرة، جامعة ورقلة) مناقشة

السنة الجامعية: 2018/2017





جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

في ميدان: علوم اقتصادية، التسيير وعلوم تجارية

شعبة : علوم مالية و محاسبة

تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان :

أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية

" دراسة حالة سوق المغرب خلال أزمة الرهن العقاري "

2008-2007

من إعداد الطالبة :دليلة بن خدة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 08 ماي 2018

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذة / خيرة الداوي..... (أستاذة مساعدة ق أ ، جامعة ورقلة) رئيسا

الأستاذة / صفية صديقي..... (أستاذة مساعدة ق أ ، جامعة ورقلة) مشرفة و مقررة

الدكتورة / لمياء عماني..... (أستاذة محاضرة، جامعة ورقلة) مناقشة

السنة الجامعية: 2018/2017

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما ورزقنا رزاقهما...

إلى كل أفراد عائلتي كئيبا وصغيرا ...

إلى من أدين له بالكثير والشكر والتقدير لما قدمه لي من يد مساعدة طيلة

مشواري المصني والدراسي خالد بن الوليد...

إلى من وقفوا بجانبني وكانوا سندا لي بتشجيعاتهم ومساعداتهم صديقاتي الحبيبات

...فاطمة الزهراء بريك...زهور بلحمدي...خليدة بن زاوي.

إلى رفيقتنا دربي في مشواري الدراسي فاطمة الزهراء كعاسي، و مايدي يمينية

إلى كل زملائي في العمل دون استثناء

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل

تَشْكُرَات

أشكر الله عز وجل على توفيقه لإنجاز هذا العمل

كما لا يسعني وأنا بصدق وضع اللمساة الأخيرة لهذا العمل المتواضع أن أتقدم بجزيل الشكر وأسمى عبارات التقدير إلى أستاذتي ومرشدتي الأستاذة "صفية صديقي" على قبولها الإشراف على هذه المذكرة وعلى ما قدمته من ملاحظات و تشجيعات وحث على الاستمرار.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين قبلوا وتحملوا عناء قراءتها ومناقشتها.

وأقدم بالشكر للأستاذ "هتمة السعيد" والأستاذ "بن قانة إسماعيل" على توجيهاتهم. كما أقدم خالص الشكر والامتنان لزميلي في العمل "لشعب عبد الرحمان" على ما قدمه لي من مساعدة.

وأخيرا أشكر كل شخص قدم لي يد المساعدة من قريب أو بعيد لانجاز هذه المذكرة.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، للفترة 2007-2008 وذلك باختبار العلاقة السببية بين كل من مؤشر MASI للسوق المالي المغربي كمتغير تابع ومؤشر S&P500 للسوق المالي الأمريكي كمتغير مستقل، ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على اختبار السببية لغرانجر باستخدام سلاسل العوائد.

تشير نتائج الاختبار إلى أن مؤشر S&P500 لسوق المال الأمريكي يسبب مؤشر MASI لسوق المال المغربي، وهذا ما يفسر وجود أثر لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، كما أن مؤشر MASI المغربي يسبب مؤشر S&P500 الأمريكي، وهي نتيجة إحصائية يصعب تحقيقها عمليا نظرا لكون سوق المال المغربي ذو درجة انفتاح ضعيفة على السوق المالي الأمريكي عكس الأسواق المالية الناشئة أو المتطورة.

الكلمات المفتاح:

صددمات مالية، عدوى بين الأسواق، أزمة الرهن العقاري، اختبار السببية.

Abstract :

This study aims to test the impact of the mortgage crisis on the performance of the Moroccan capital market for the period 2007-2008 by testing the causal relationship between the MASI index of the Moroccan financial market as a dependent variable and the S & P 500 index of the united states financial market as an independent variable. To achieve this objective, For Ganger causality test using the return series.

The results of the test that the United States S & P 500 index is causing a MASI indicator of the Moroccan capital market, which explains the impact of the mortgage crisis on the performance of the Moroccan capital market. The Moroccan MASI index is also causing the united states S & P500 index, a statistical result which is difficult to achieve in practice because the Moroccan capital market is weakly open to the united states financial market in contrast to emerging or developed financial markets.

Key words:

Financial shocks, inter-market contagion, Mortgage crisis, causality test.

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال.....
IX	قائمة الملاحق.....
ب	مقدمة.....
الفصل الأول: عدوى الأزمات المالية	
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: عدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية.....
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
20	خلاصة الفصل.....
الفصل الثاني: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري	
22	تمهيد.....
23	المبحث الأول: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.....
28	المبحث الثاني: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي ومناقشتها... ..
31	خلاصة الفصل.....
32	الخاتمة.....
35	قائمة المراجع.....
39	الملاحق.....
45	الفهرس.....

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
5	عرض لأهم الأزمات المالية، أسبابها ونتائجها	الجدول (1-1)
28	نتائج الدراسة الوصفية	الجدول (1-2)
29	نتائج اختبار السببية	الجدول (2-2)

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
9	العدوى المالية عبر الأسواق، آلياتها، آثارها وقنوات انتقالها.	الشكل (1-1)
12	مسار مؤشر NASDAQ COMPOSITE للفترة 2007-2008.	الشكل (2-1)
12	مسار مؤشر داو جونز الصناعي الأمريكي للفترة 2007-2008 .	الشكل (3-1)
13	مسار مؤشر FTSE للفترة 2007-2008.	الشكل (4-1)
13	مسار مؤشر DAX للفترة 2007-2008.	الشكل (5-1)
14	مسار مؤشر NEKKEI للفترة 2007-2008.	الشكل (6-1)
14	مسار مؤشر HANG SENG للفترة 2007-2008.	الشكل (7-1)
15	مسار مؤشرات أسواق الأسهم لكل من مصر، تونس، عمان ومؤشر CAC40 الفرنسي للفترة 2007-2008.	الشكل (8-1)

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
40	نتائج الدراسة الوصفية	الملحق (1)
41	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي	الملحق (2)
42	نتائج اختبار الاستقرارية	الملحق (3)
44	نتائج اختبار السببية	الملحق (4)

مقدمة

أ - توطئة :

تعتبر الأزمة المالية العالمية 2008 من أخطر الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية الدولية والعربية، والتي تجسدت ملامحها في صيف 2007 كصدمة عقارات في الولايات المتحدة الأمريكية، سرعان ما انتقلت عدواها إلى مختلف الأسواق المالية الدولية نتيجة العولمة وانفتاح الأسواق المالية فيما بينها، مخلفة بذلك خسائر كبيرة في كل من بورصة "وول ستريت" و كذا العديد من البورصات الأوروبية والعربية، ولم تقتصر هذه الاضطرابات على الأسواق المالية والنقدية فحسب بل تعدت لتشمل المؤسسات المالية مثل البنوك وشركات التأمين ومؤسسات التمويل العقاري في مختلف دول العالم، حيث أعلنت أكبر المؤسسات المالية إفلاسها مثل بنك "ليمان براذرز" لذلك سارعت الكثير من حكومات الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية للتدخل وتقديم مئات الملايير من الدولارات لإنعاش بعض المؤسسات المالية، كما قامت بتأميم البعض الآخر منها، في حين لجأت الدول ذات الاقتصاديات الصغيرة إلى صندوق النقد الدولي خوفا من الإفلاس وبالرغم من هذه الإجراءات إلا أن الأزمة استمرت وأصبح تعرض الاقتصاد العالمي إلى كساد اقتصادي كبير أمر جد محتمل.

وإذا نظرنا إلى الأسواق المالية العربية فنجدها كغيرها من الأسواق المالية، تأثرت بالأزمة المالية العالمية 2008، نتيجة التكامل المالي الذي يربطها بالأسواق المالية العالمية، والذي أدى بدوره إلى انتقال الصدمات المالية من دولة إلى أخرى، كما انعكست تداعيات الأزمة المالية 2008 بشكل مباشر وجزئي على السوق المالية المغربية، حيث أن بورصة الدار البيضاء أصيبت بالعدوى منذ سبتمبر 2008 بعد التراجع الكبير الذي شهدته أسعار مؤشرات بورصة "وول ستريت"، كما ساهم خروج المستثمرين الأجانب ومن بينهم بنك "ميريل لنش" الذي يتوفر على توظيفات مالية ببورصة الدار البيضاء من تسريع وتيرة انخفاض القيم المدرجة بها، والتي تزامنت مع عملية تصحيح أسعار الأسهم في أبريل 2008 .

وبناء على ما سبق تتجلى معالم الإشكالية الرئيسية لهذا البحث فيما يلي:

ب - إشكالية البحث :

"ما مدى تأثير عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي؟"

وللوقوف عند هذه الإشكالية نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما لمقصود بالعدوى المالية بين الأسواق؟.

- هل كان تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على جميع الأسواق المالية بنفس المستوى؟ أم هناك اختلاف في درجة التأثير؟.

- هل هناك علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين مؤشر MASI المغربي ومؤشر S&P500 الأمريكي؟.

- هل يوجد تأثير لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي؟.

ت - فرضيات البحث:

وبناء على التساؤلات الفرعية نصنع الفرضيات التالية:

- إن التغيرات السلبية في أسعار الأسهم لسوق مالي تؤثر سلبا على الأسواق المالية في دول أخرى.

- يختلف أثر الأزمة المالية العالمية 2008 من سوق مالي لآخر حسب درجة ارتباطه بالسوق المالي الأمريكي.

- هناك علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين مؤشر MASI المغربي ومؤشر S&P500 الأمريكي.

- يوجد تأثير لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.

ث - مبررات اختيار الموضوع :

كان اختيار الموضوع نتيجة لعدة أسباب، منها ما هو موضوعي يكمن في الأهمية البالغة التي يكتسبها هذا الموضوع خاصة وأن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، تعد من أخطر الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي منذ عقد الثلاثينات وخلفت آثار كبيرة على الصعيدين الاقتصادي والمالي لتمتد تداعياتها إلى عدة مجالات منها السياسية والاجتماعية وغيرها .

ومنها ما هو ذاتي يتمثل في الميل الشخصي لإثراء المعرفة الذاتية في هذا الموضوع والتحكم أكثر في مفاهيم الأسواق المالية.

ج - أهمية البحث:

هناك العديد من النقاط التي تبرز أهمية هذا البحث ولعل أهمها أنها تعالج موضوع الأزمات المالية التي انعكست آثارها على مختلف دول العالم، وأدت إلى تدهور كبير في الأسواق المالية العالمية، كما تتجلى أهمية هذا البحث كذلك في تسليط الضوء على سوق المال المغربي خلال أزمة الرهن العقاري.

ح - الهدف من البحث :

نسعى في بحثنا هذا للإجابة على التساؤلات المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات المدرجة، بالإضافة إلى إظهار أثر انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى الأسواق المالية، كما يهدف إلى اختبار وجود أثر لعدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.

خ - حدود الدراسة :

- الحدود المكانية: تشمل الدراسة سوق المال المغربي والمتمثل في بورصة الدار البيضاء.
- الحدود الزمانية : تم الاعتماد على سلاسل العوائد لقيم المؤشر للفترة الممتدة من 2007/01/01 إلى 2008/12/31 .

د - منهج البحث و الأدوات المستخدمة :

لتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي في عرض الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فتم استخدام سلاسل العوائد لقيم المؤشرات وفقا لاختبار السببية لغرانجر. وتمت معالجة المعطيات التي تم الحصول عليها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي "eviews" لاختبار العلاقة السببية بين مؤشر "S&P500" لسوق المال الأمريكي ومؤشر "MASI" لسوق المال المغربي خلال فترة الدراسة.

ذ- تقسيمات البحث:

للإجابة على الإشكالية المطروحة ولتحقيق أهداف الدراسة، إرتقمنا تقسيم البحث إلى فصلين تسبقهما مقدمة عامة وتعقبهم خاتمة عامة .

تناول الفصل الأول منه عدوى الأزمات المالية وذلك في مبحثين، حيث خصص المبحث الأول لعدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية وتناولنا فيه الأزمات المالية وقنوات انتقالها بين الأسواق المالية، وعدوى أزمة الرهن العقاري وأهم أثارها.

وتم التطرق في المبحث الثاني إلى بعض الدراسات السابقة التي عالجت موضوع عدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية، بعد ذلك تم إجراء مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.

بينما الفصل الثاني فخصص لاختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي باستخدام اختبار السببية لغرانجر لقيم مؤشري S&P500 الأمريكي و MASI المغربي خلال الفترة 2007-2008 .

وفي الأخير خلص البحث بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها، وتقديم مجموعة من التوصيات والاقتراحات.

هـ- مرجعية الدراسة :

لدراسة الموضوع تم الاستناد إلى مجموعة من المصادر، فيما يتعلق بالجانب النظري وكذا التطبيقي وذلك بالاعتماد على الكتب والمقالات والمجلات والمذكرات والمواقع الإلكترونية .

و- صعوبات البحث:

- قصر الفترة الممنوحة لإنجاز المذكرة.
- عدم التطرق لدراسة السلاسل الزمنية واختبار السببية سابقا، وهذا ما تطلب مني اجتهاد خاص لإتمام الدراسة التطبيقية.



الفصل الأول

تمهيد :

خصص هذا الفصل لتحديد المفاهيم المتعلقة بالأزمات المالية، وقنوات انتقال العدوى بين الأسواق المالية بالتركيز على عدوى أزمة الرهن العقاري وأثرها على أداء أبرز الأسواق المالية العالمية.

كما سيتم عرض مجموعة من الدراسات السابقة ذات العلاقة بالموضوع، وكذا المقارنة بينها وبين المذكرة محل الدراسة.

المبحث الأول: عدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية

لقد عرف الاقتصاد العالمي العديد من الأزمات المالية في أواخر القرن الماضي وبداية القرن الجديد واختلفت آثارها من أزمة إلى أخرى، وانتشرت عدواها إلى مختلف الأسواق المالية العالمية نتيجة الانفتاح الاقتصادي والمالي لهذه الدول. فما هي الأزمات المالية؟ وما هي أهم قنوات انتقالها؟

المطلب الأول: الأزمات المالية وقنوات انتقالها بين الأسواق المالية

تعد الأزمات المالية من أكثر المصطلحات تداولاً نظراً لطبيعتها، واختلفت الآراء حول مفهومها، لذا سنتطرق لأهمها فيما يلي:

الفرع الأول: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها

- تعرف على أنها " حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة اقتصادية ثم انكماش اقتصادي عادة ما يصاحبه انحصار القروض، أزمات السيولة والنقدية وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في أسواق المال"¹.
- "وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد"².
- وتعرف أيضاً على أنها "ذلك الاضطراب الذي يمكن أن ينتشر إلى جميع متغيرات النظام المالي، نتيجة للمخاطر المرتبطة بذلك النظام"³.

ويمكن تصنيف الأزمات المالية إلى أربعة أنواع هي:

أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات، وتحدث تلك الأزمات عند اتخاذ السلطات النقدية قراراً بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهايار سعر تلك العملة، وهو شبيه بما حدث في تايلاندا وكان السبب المباشر في اندلاع الأزمة المالية في شرق آسيا عام 1997⁴.

1- الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية: انعكاساتها وحلولها، ورقة مقدمة لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 2009، ص3.

2- علي فلاح المنصور، وصفي عبد الكريم الكبابسة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها... أسبابها... تداعياتها... وسبل العلاج، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009، ص7.

3- Aglietta Michel, macro économie financière : crisis financières et régulation monétaire ,édition la découverte, 3^{ème} Edition, Paris 2001, p.7.

4- نزهان محمد سهو، الأزمة المالية العالمية الراهنة المفهوم... الأسباب... التداعيات، مجلة الإدارة والاقتصاد، دمشق، العدد 83، 2010، ص 255 .

الأزمات المصرفية: تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في طلب سحب الودائع فيما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك، وإذا حدثت مشكلة من هذا النوع وامتدت إلى بنوك أخرى، فتسمى في تلك الحالة أزمة مصرفية "Systématique Banking Crisis"¹.

أزمات أسواق المال: تكون هناك أزمة أسواق المال في حالة تعثر أو انهيار في أسواق المال، بحيث تعيق سوق المال عن تأدية دوره بشكل فعال، والتي تحدث نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة الفقاعة حيث تتكون الفقاعة عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم على سبيل المثال هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قويا لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى، سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى.

أزمات الديون: تنقسم الديون بشكل عام إلى ديون داخلية والتي تنتج عن تدفقات رؤوس الأموال بين الأفراد والمؤسسات والبنوك، وديون خارجية (دولية) والتي تعني مبلغ الالتزامات التعاقدية الجارية التي تؤدي إلى تسديدات مقيمي بلد ما اتجاه غير المقيمين به، ويشمل حتمية تسديد أصل الديون مرفوقا بالفوائد أو من دونها، أو دفع الفوائد مع أو بدون تسديد مبلغ الأصل وتحدث أزمة الديون الخارجية عندما تجد الدولة نفسها عاجزة عن خدمة أعباء ديونها الخارجية من فوائد وأقساط ، سواء كان هذا الدين الخارجي ديناً رسمياً أو تجارياً².

¹ نزهان محمد سهو، المرجع السابق، ص 256.

² مزبوع إبراهيم، قنوت تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة المدية، العدد 1، أفريل 2014، ص 177.

الفرع الثاني: عرض لبعض الأزمات المالية:

لقد شهد العالم خلال القرن العشرين العديد من الأزمات المالية والتي انعكست نتائجها على باقي الدول والجدول التالي يوضح أهمها:

الجدول رقم (1-1): عرض لأهم الأزمات المالية، أسبابها ونتائجها

الأزمات	أسبابها	نتائجها
الأزمة الاقتصادية الكبرى 1929	- انهيار في سوق الأسهم، وانخفاض مؤشر داو جونز بنسبة 89 بالمئة . - إفلاس عن ما لا يقل عن 608 مصرف، منها bank of America .	- زعزعة الاستقرار في النظام الرأسمالي بكامله . - الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة. - استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا حيث استغرقت حوالي أربع سنوات.
أزمة الدين الأمريكي 1987	- ظهور الكثير من المؤشرات حول حدوث أزمة اقتصادية مع بداية عام 1988. - تحول الكثير من المستثمرين من حيازة الأسهم إلى السندات، مما زاد في عرض هذه الأسهم ومن ثم انهيار أسعارها.	- انخفاض أسعار الأسهم وانحياز مؤشر داو جونز ونيكاي وفايننشال تايمز. - قيام الشركات بإصدار السندات التي ساعدتها بالتمويل . - تأثر البلدان والبنوك المركزية بانخفاض قيمة الدولار وخاصة البلدان النفطية ¹ .
أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997	- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وبمعدلات مرتفعة. - زيادة ما يسمى الاستثمار السلبي والاعتماد بصفة رئيسية على الصادرات كمحرك أساسي للنمو الاقتصادي. - تزايد العجز في ميزان المدفوعات لدول شرق آسيا وخاصة اندونيسيا وكوريا الجنوبية وتايلندا.	- تكبد أسواق المال في دول جنوب شرق آسيا خسائر بحوالي 600 مليار دولار فقد خسرت أسواق الأسهم حوالي 60 بالمئة من قيمتها في المتوسط للفترة من 1997/07/01 إلى 1998/02 - إفلاس وانحياز العديد من المصارف والشركات مما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة والتضخم ² .

¹ عبد الغاني بن علي، أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010، ص 15- 23 .

² بوضيغ صالح رحيمة، التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة، دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكامل الاقتصادي، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد

حبيضر، بسكرة، 2011، ص 55 .

<p>- انخفاض أسعار تلك الأسهم بسرعة وبصورة ملحوظة.</p> <p>- تزامن هذا الانخفاض مع حدوث هجمات سبتمبر 2001 والتي أدت إلى إغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.</p> <p>- استمرار الانخفاض لتهدد قيمة مؤشر التكنولوجيا المرجح لنسداك بحوالي 78 بالمئة في 2002².</p>	<p>- المضاربات المفرطة والمبالغة الشديدة في أسعار الأسهم، وخاصة أسعار أسهم شركات التكنولوجيا والمعلوماتية.</p> <p>- إدانة شركة مايكروسوفت بممارسة أنشطة احتكارية وهو ما انعكس بشكل عام على أسعار الأسهم التكنولوجية في أسواق المال الأمريكية والأوروبية على حد سواء¹.</p>	<p>أزمة فقاعة شركة الانترنت 2000</p>
<p>- تدهور حاد في نشاط الأسواق المالية العالمية جراء تأثره بالقطاع المصرفي والمالي .</p> <p>- التعثر والتوقف والتصفية وإفلاس العديد من البنوك.</p> <p>- تراجع أسعار النفط بدول منظمة الدول المصدرة للبتروك "أوبك" إلى 55 دولار للبرميل³.</p>	<p>- منح المؤسسات المصرفية قروض عقارية بقيمة 11 تريليون دولار لشراء المنازل في فبراير 2007.</p> <p>- القيام ببيع هذه القروض لشركات التوريق.</p> <p>- قامت شركات التوريق بإصدار سندات بقيمة القروض التي اشترتها من المؤسسات المالية العقارية، وطرحتها في أسواق المال والبورصات.</p>	<p>الأزمة المالية العالمية 2008</p>

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مصادر متعددة

¹ حجاج محمد الهاشمي، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة ورقلة، 2012، ص 88.

² فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية، مفهومها، أسبابها، انعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد، 20، بدون سنة.

³ مفتاح صالح، معارفي فريدة، أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي، خميس مليانة 2009.

الفرع الثالث: قنوات انتقال العدوى بين الأسواق المالية

1- مفهوم عدوى الأزمات المالية: يعني انتقال العدوى أن حدوث أزمة في دولة ما يزيد من احتمالية حدوث نفس الأزمة في مكان آخر، فانهيار أسواق المال أو أسواق العملة في دولة ما قد يترتب عليه نشوء أزمة ثقة تؤدي إلى انهيار أسواق المال في دول أخرى قد لا ترتبط بروابط اقتصادية كبيرة مع الدولة الأولى كما نعني بالعدوى من جهة أخرى، هو انتقال أزمة من قطاع إلى آخر داخل نفس الدولة¹.

2- قنوات انتقالها بين الأسواق المالية: نذكر بعض أهم قنوات انتشار الأزمات المالية فيما يلي:

1-2 التجارة الدولية (le commerce international): تؤدي التجارة الدولية دورا مهما في انتقال عدوى الأزمات المالية، خاصة بالنسبة للدولة المرتبطة ارتباطا حقيقيا فيما بينها، حيث يترتب عن تراجع عملة دولة معينة انخفاض صادراتها وارتفاع واردات شركائها التجاريين، وفي هذه الحالة ليس ضعف اقتصادياتها الذي يكون وراء نشوء الأزمة بل انتشار الأزمة التي تؤدي إلى تدهور أساسيات الاقتصاد الكلي.

2-2 الصدمات المشتركة (le choc commun): تعرف كذلك بأثر الرياح الموسمية (effet Mousson) وهي تلك الصدمة التي تؤثر على عدد كبير من الدول مثل ارتفاع معدلات الفائدة الأمريكية، تراجع في الطلب العالمي وتدهور أسعار بعض المواد الأولية، تعتبر هذه الصدمة عشوائية كما تؤثر بصفة مشابهة ومتزامنة على مجموعة من الدول.

2-3 التشابه على مستوى الاقتصاد الكلي (la similarité macro économique): إن تدهور سعر الصرف الحقيقي وضعف الجهاز المصرفي، ونقص احتياطات الصرف بالنسبة للالتزامات، من الأسباب التي تؤدي إلى انتقال عدوى الأزمات من بلد نشوئها إلى باقي دول العالم التي تشترك معها في نفس الخصائص الاقتصادية .

2-4 الروابط المالية (Les Liens financier): يترتب عن نشوء أزمة في دولة ما تغير سلوك المستثمرين لأسباب مرتبطة بتسيير المخاطر أو للبحث عن السيولة .

مثال: إذا ظهرت أزمة في دولة معينة، يلجأ المستثمر الذي لديه أصول في الدول الأخرى إلى بيعها بهدف التقليل من مخاطر انتشار الأزمة، وبالتالي يقومون ببيع الأصول لاعتقادهم أنها تساوي درجة المخاطر في دولة الأزمة .

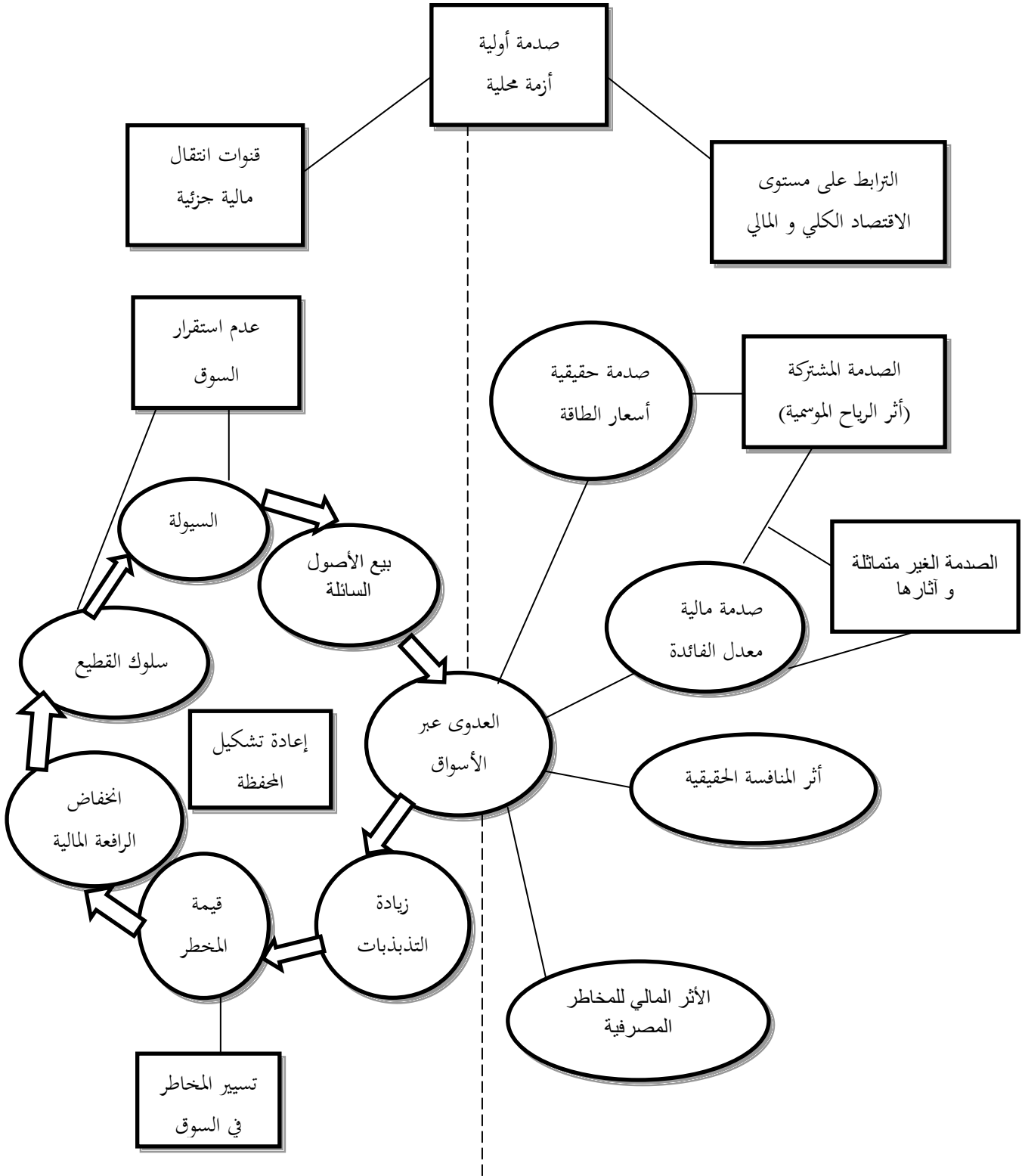
¹ أوكل نسيمة، الأزمات المالية وإمكانية التواقي منها والتخفيف من آثارها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2009، ص 315 .

2-5 سلوك القطيع (**Le mimétisme**): يعرف سلوك القطيع بأنه تلك العملية التي يقوم من خلالها عون اقتصادي ما بإتباع نفس سلوك الأعوان الآخرين في الأسواق المالية، فتوقعات القطيع هي تلك التي تتخذ من طرف عون اقتصادي بالاعتماد على توقعات عون آخر اتخذ كأفضل نموذج.

وفي كتاب كينز عنوانه « *théorie générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie* » سنة 1936، كان يعتبر أول اقتصادي الذي اعتبر أن المتدخلين في الأسواق المالية لا يبحثون عن القيمة الأساسية للأصول بل عن قيمتها التي تنتج عن الرأي المتوسط للأعوان الاقتصاديين، لذا يشبه كينز عمل الأسواق المالية بمسابقة جمال (*concours de beauté*) والتي تعني اختيار أجمل وجه من بين 100 صورة والمتفوق هو الذي يقترب اختياره من المتوسط².

² نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009 بدون صفحات.

الشكل رقم (1-1): العدوى المالية عبر الأسواق، آلياتها، آثارها و قنوات انتقالها



المصدر: من إعداد الطالبة نقلا عن الموقع الالكتروني مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

. 2018/02/20 تاريخ التصفح <https://giem.kantakji.com/article/details/ID/641>

المطلب الثاني: عدوى أزمة الرهن العقاري وأثرها على الأسواق المالية:

نتيجة التشابك والترابط ما بين الأسواق المالية أدى ذلك إلى عدم اقتصار أزمة الرهن العقاري على الولايات المتحدة فحسب، بل تعدت لتشمل معظم الأسواق العالمية. فما هي قنوات انتشار العدوى بين الأسواق المالية؟.

الفرع الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري

نشأت أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وبلغت ذروتها في سبتمبر/أكتوبر عام 2008 عندما قررت الحكومة عدم إنقاذ بنك الاستثمار "Lehman Brother's" وهو ما زعزع الاستقرار في الأسواق المالية العالمية، وقد انتقلت عدوى الأزمة إلى الأسواق المالية، حيث شهد القطاع المصرفي انهيارا في أسعار أسهمه وقد زادت الأمور توترا بعد فشل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك المركزي الأوروبي في التخفيف من تراجع المؤشرات فمثلا، تراجعت أسهم "سي تي جروب" بنسبة 15 في المئة، وهبطت أسهم "غولدمان ساكس" ب 12 في المئة وتراجعت أسهم "جي بي مورغان تشيس آند كومباني" بنسبة 10 في المئة. أما شركة "مورغان ستانلي" وهي أكبر شركات التعامل في الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فقد تراجعت أسهمها بنسبة 14 في المئة، وتملك الخوف باقي البنوك التي بدأت تضيق الخناق على عمليات الإقراض مما هدد المحرك الرئيسي للاقتصاد الأمريكي المتمثل في الائتمان.

الفرع الثاني: قنوات انتقالها بين الأسواق المالية

1- قناة الأسواق المالية: قد يؤدي أي خلل مالي في أحد الأسواق المالية الدولية الرئيسية إلى اختلالات موازية في الأسواق المالية العالمية الأخرى ما تلبث أن تتحول إلى أزمة مالية واقتصادية عالمية، وبما أن السوق الأمريكي يلعب دور القائد للأسواق العالمية، فإن أي تراجع في نشاط الاقتصاد الأمريكي يجعل الشركات في هذه الدول تعاني من انخفاض حجم مبيعاتها وتراجع ربحيتها، وعندما تظهر مؤشرات هذا التراجع تبدأ البورصات العالمية في التقهقر، وينعكس ذلك في انخفاض أسعار الأسهم على المستوى العالمي.

لقد كان **آلية التوريق** الدور الكبير في عدوى وانتشار أزمة الرهن العقاري، من خلال قيام البنوك الأمريكية بتحويل الكثير من القروض العقارية إلى سندات مغطاة بأصول وطرحها للتداول في البورصات الأمريكية بأقل من قيمتها، الشيء الذي أثار حالة تهاوت عالمية لاقتنائها، وهو السبب الجوهري الذي منح الأزمة عند نشوئها بعداعالميا¹.

¹نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر

2- قناة التجارة الخارجية وآثار التغذية العكسية: إن التحرير التجاري قد أدى إلى مضاعفة حجم التجارة الدولية في السلع والخدمات، وتعتبر السوق الأمريكية من أكبر الأسواق العالمية من حيث الحجم والقوة الشرائية فهي تحتل المرتبة الأولى في صادرات الخدمات التجارية، حيث تبلغ مساهمتها بحوالي 14 في المئة من تجارة الخدمات التجارية العالمية، كما تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أكبر مستورد في العالم. وهذا ما يوفر آلية أخرى لنقل تغيرات أسعار السلع المتاجر فيها دولياً، كما أن تأثير الدولار على أسعار السلع الأساسية يمكن أن يساهم في انتشار الأزمة من خلال قناة التجارة الخارجية، نظراً لحجم الدولار في فورة التجارة العالمية، وهو ما يعني أن دخول الولايات المتحدة الأمريكية في ركود سيؤدي إلى تراجع في اقتصاديات الدول الأخرى وبدرجات متفاوتة¹.

3 - قناة الاحتباس الدولار: أهم مساهم بشكل أساسي في تدويل الأزمة وإعطائها بعداً عالمياً هو إشكالية ما ندعوه "بالاحتباس الدولار"، باعتبار أنه ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية تحديداً ونظام النقد الدولي بل والاقتصاد العالمي برمته، محتبس ضمن العملة الأمريكية الدولار (عملة التجارة العالمية، ووحدة الاحتياطات الدولية، وآلية التسوية الدولية)².

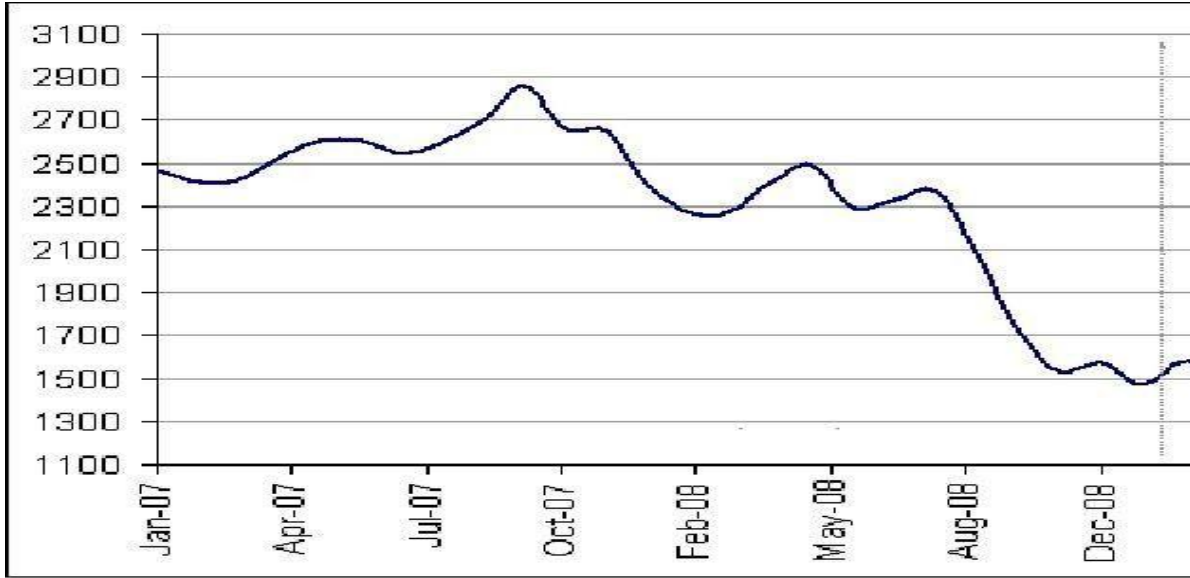
الفرع الثالث: آثارها على الأسواق المالية

لقد انتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية العالمية، فمباشرة بعد هبوط أسهم بورصة "وول ستريت" انخفض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية على النحو التالي :

¹ المرجع السابق، ص ص 188-189.

² عقبة عبد اللاوي، نور الدين جواد، الأزمات المالية "سجال التدويل" وأطروحات "التعولم الفلاني" مداخلة للمؤتمر العلمي الدولي " الأزمة المالية العالمية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية، عمان الأردن، 2010، ص 9 .

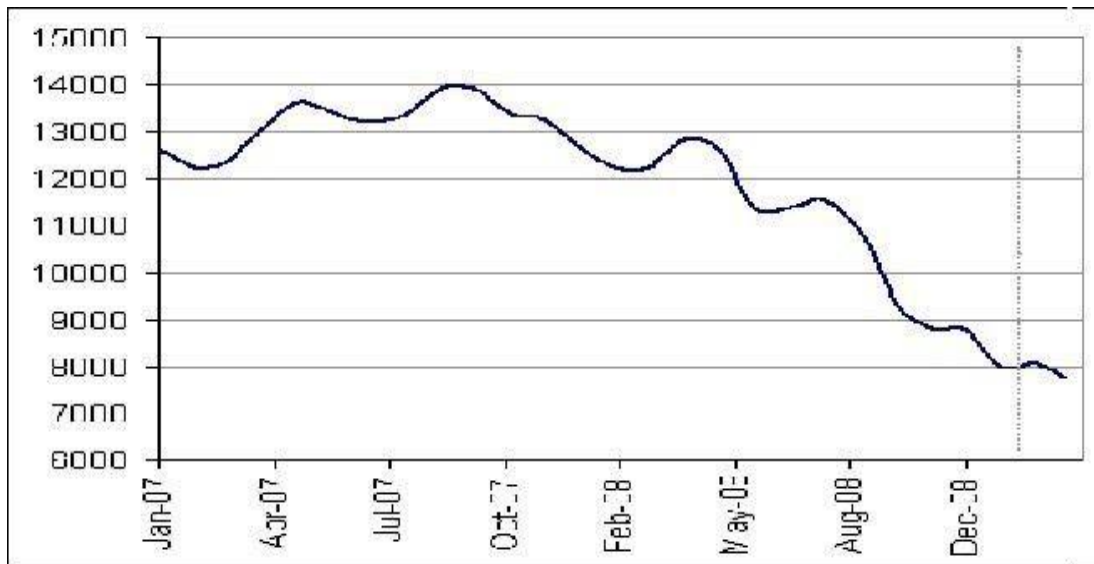
الشكل رقم (1-2): مسار مؤشر NASDAQ Composite للفترة 2007 - 2008 .



المصدر : صباغ رفيقة، الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول النامية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أوبكر بلقايد تلمسان، 2014، ص 269.

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن المؤشر قد تراجع من 2300 نقطة خلال شهر فبراير 2008 إلى 1532 نقطة في شهر فبراير 2009.

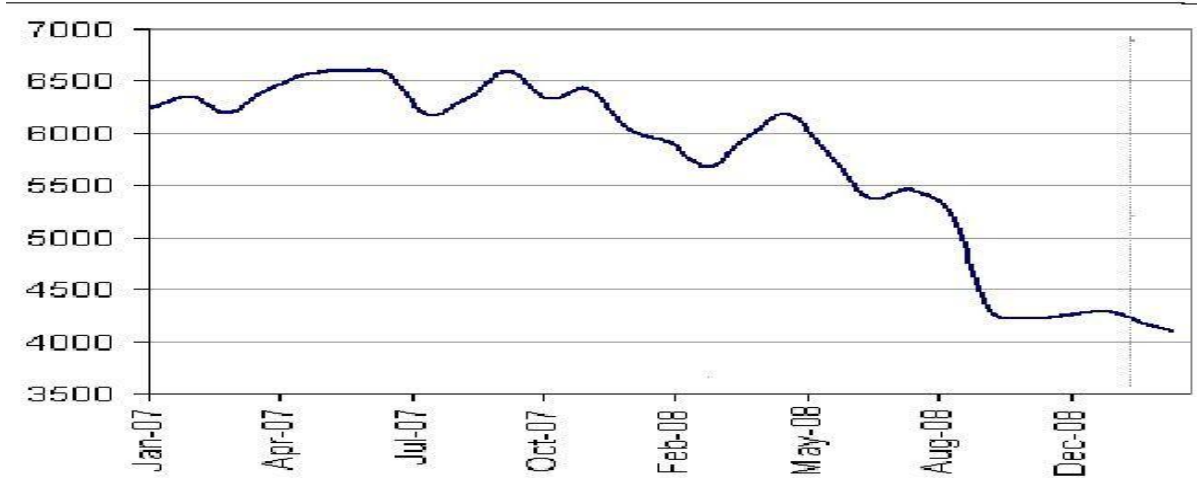
الشكل رقم (1-3): مسار مؤشر داوجونز الصناعي الأمريكي للفترة 2007 - 2008 .



المصدر: صباغ رفيقة، مرجع سابق، ص 270 .

من خلال الرسم البياني نلاحظ أن المؤشر قد تراجع من 12100 نقطة خلال شهر فبراير 2008 إلى 7950 نقطة في فبراير 2009.

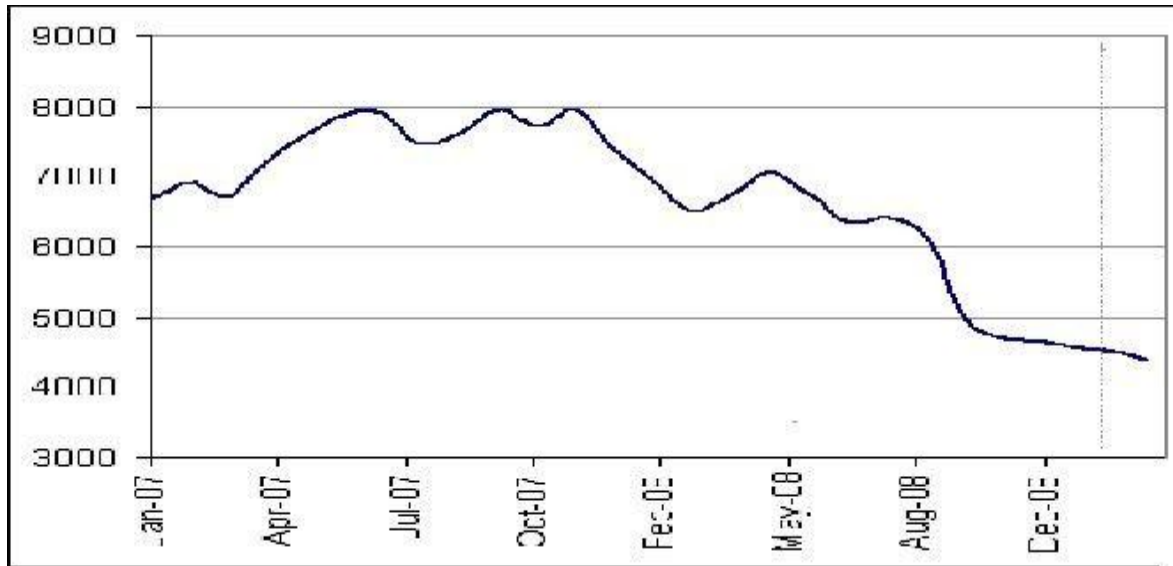
الشكل رقم (1-4): مسار مؤشر FTSE للفترة 2007 - 2008.



المصدر: صباغ رفيقة، مرجع سابق، ص 274.

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن المؤشر الرئيسي لبورصة لندن قد تراجع من 5700 نقطة خلال شهر فبراير 2008 إلى 4200 نقطة في فبراير 2009.

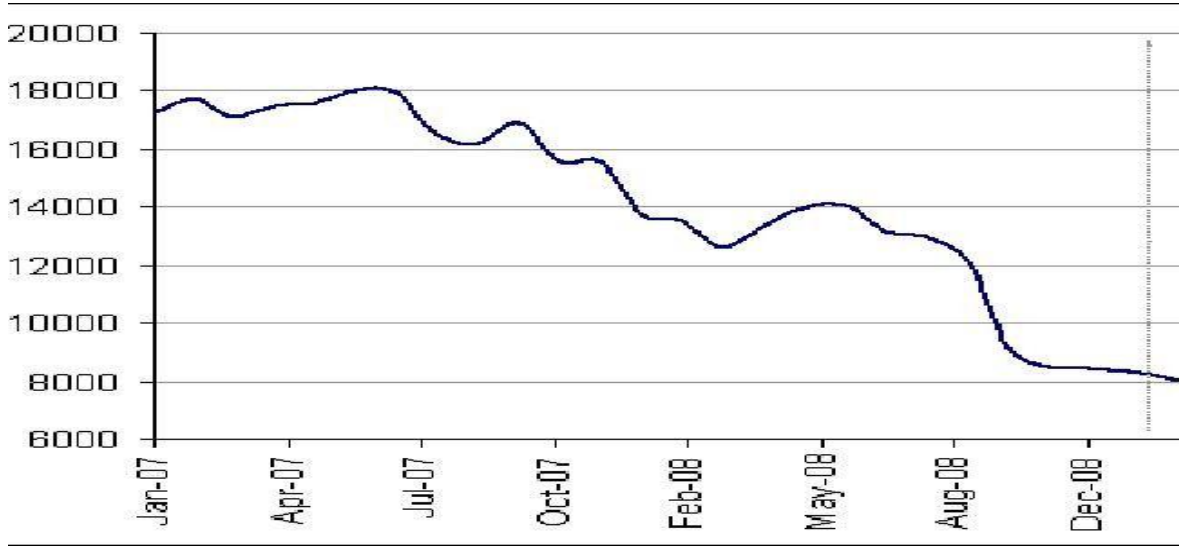
الشكل رقم (1-5): مسار مؤشر DAX للفترة 2007 - 2008.



المصدر: صباغ رفيقة، مرجع سابق، ص 274.

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن مؤشر البورصة الألمانية قد تراجع من 6500 نقطة خلال شهر فبراير 2008 إلى 4500 نقطة في فبراير 2009.

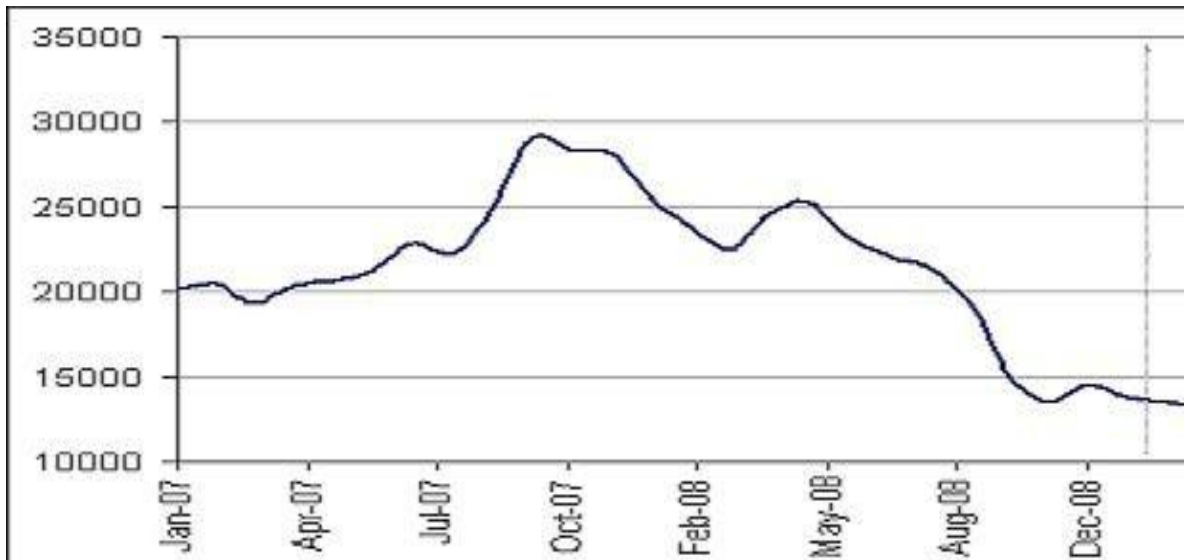
الشكل (1-6): مسار مؤشر NEKKEI للفترة 2007 - 2008 .



المصدر: صباغ رقيقة مرجع سابق، ص 276.

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن البورصة اليابانية قد تأثرت هي الأخرى بالأزمة المالية العالمية 2008 حيث تراجعت من 13000 نقطة في شهر فبراير 2008 إلى 7800 نقطة في شهر فبراير 2009 .

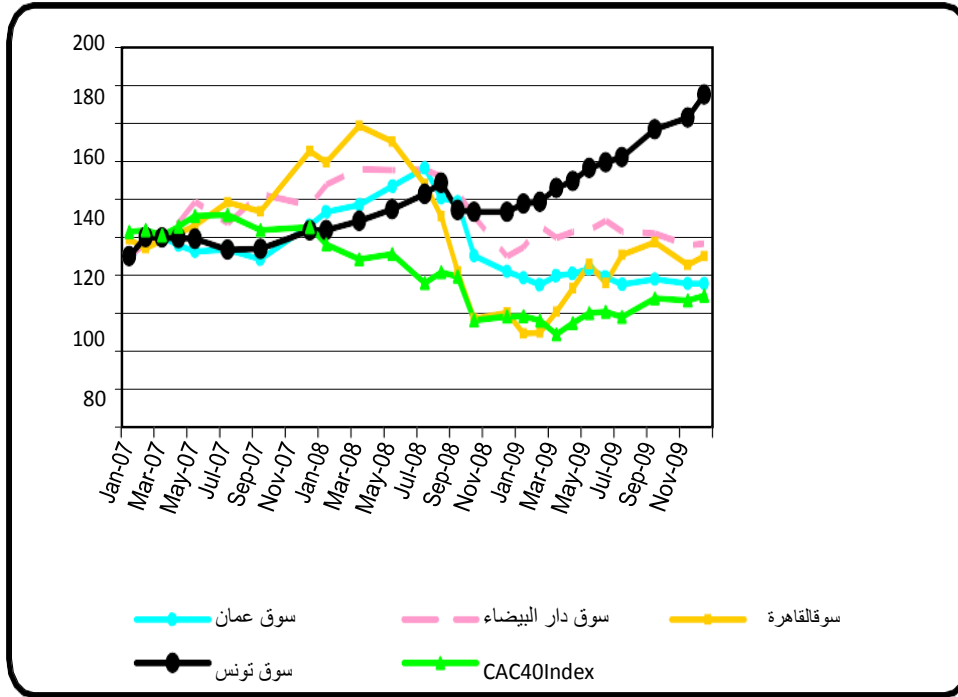
الشكل (1-7): مسار مؤشر Hang Seng للفترة 2007 - 2008 .



المصدر: صباغ رقيقة، مرجع سابق، ص 277.

الرسم البياني أعلاه يوضح أن البورصة الصينية قد تأثرت بالأزمة المالية العالمية 2008، حيث سجلت تراجعاً ملحوظاً قدر بـ 13600 نقطة في فبراير 2009 بعدما كان 23000 نقطة في فبراير 2008.

الشكل (1-8): مسار مؤشرات أسواق الأسهم لكل من مصر، المغرب، تونس، عمان ومؤشر cac40 الفرنسي للفترة 2007 – 2009.



المصدر: جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص 17.

إن التطورات التي شهدتها أسواق الأسهم العالمية منذ تفاقم الأزمة العالمية في الربع الأخير من عام 2008، أثرت سلباً على أسواق الأسهم لهذه الدول، وذلك بسبب التقلبات الحاصلة في الأسواق الدولية ومنها الأوربية بوجه خاص¹.

❖ وخلاصة مما سبق يتضح أن الأزمة المالية امتدت آثارها من سوق المال الأمريكي إلى العديد من أسواق المال على مستوى أنحاء العالم، ولكن بدرجات متفاوتة وذلك حسب درجة الارتباط بها.

¹ جمال الدين زروق، الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية، دراسات اقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011، ص 17.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

لقد تعددت الدراسات التي تناولت موضوع عدوى الأزمات المالية وتأثيرها على الأسواق المالية ومن بينها نذكر:

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

✓ الدراسة الأولى: صباغ رفيقة، 2014، "الأزمات المالية العالمية وأثرها على الدول النامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان.

تمحورت إشكالية البحث فيما يلي: ما أثر أزمة الرهن العقاري الأمريكية على اقتصاديات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي؟

وكان الهدف منها هو دراسة الإطار النظري للآزمات المالية العالمية والتكامل بين دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي وإظهار أهميته في التخفيف من حدة الآزمات، وذلك باستخدام المنهج التحليلي المقارن من خلال تحليل مؤشرات ومقاييس لكل من الاقتصاد النقدي والحقيقي ومؤشرات الأسواق المالية والتجارة الخارجية بالإضافة إلى تحليل مؤشرات التنمية الاقتصادية، وخلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية الخليجية قد تأثرت بالأزمة المالية العالمية ويتضح ذلك من خلال الخسائر الكبيرة التي منيت بها الأسواق المالية الخليجية خلال الأسبوع الأول من وقوع الأزمة، والتي قدرت بما يعادل 150 مليار دولار وكانت الأسواق المالية للإمارات المتحدة وسوق دبي خصوصا الأكثر تضررا وخسارة.

✓ الدراسة الثانية: نسيمه حاج موسى، 2009، "الأزمات المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة بومرداس.

تمثلت إشكالية البحث في: ما هي وضعية الأسواق المالية العربية في ظل الآزمات المالية الدولية بصفة عامة وأزمة الرهن العقاري بصفة خاصة؟

وهدفنا الدراسة إلى عرض الجوانب النظرية للآزمات المالية، والكشف عن وضعية الأسواق المالية العربية في ظل الآزمات المالية العالمية، وذلك باستخدام منهج دراسة الحالة، وخلصت الدراسة إلى أن توريق قروض الرهن العقاري كانت السبب في انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري إلى مختلف الدول، وأشارت نتائج الدراسة كذلك إلى أن دول مجلس التعاون الخليجي كانت من أكثر الدول العربية تأثرا بالأزمة المالية 2008 نتيجة الروابط الكبيرة بينها وبين البورصات المتقدمة كما أن الأسواق المالية العربية هي امتداد للأسواق المالية الدولية، وهو ما جعلها تتأثر بالأزمة المالية العالمية.

✓ الدراسة الثالثة : علي الزيادات، وفارس الخرابشة، "أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد 01، جامعة البلقاء التطبيقية، 2013.

تمحورت إشكالية الدراسة في: ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على سوق عمان المالي؟ والهدف منها هو الاطلاع على حيثيات الأزمة المالية العالمية، وأثرها على سوق الأوراق المالية الأردني، في ظل معايير المحاسبة الخاصة بالقيمة العادلة، واستخدام في ذلك المنهج التحليلي من خلال الاستبيان وبعض الأساليب الاحصائية مثل الانحرافات المعيارية والمتوسطات الحسابية واختبار t-test وتحليل الانحدار البسيط، وخلصت الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية أثرت على سوق الأوراق المالية الأردني بجميع قطاعاته وذلك من خلال تأثر البنوك بها والتي تعتبر وسيطا لجميع القطاعات.

✓ الدراسة الرابعة: مسعود صديقي، حجاج محمد الهاشمي، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009" مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2012.

دارت إشكالية البحث حول: ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية؟ وكان الهدف منها، هو تحليل أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007/09/01 إلى 2009/08/30. وذلك باستخدام بعض الأساليب الإحصائية مثل الانحرافات المعيارية والمتوسطات الحسابية و اختبار t-test، وأظهرت نتائج الدراسة أن الأزمة المالية العالمية انعكست أثارها على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية وذلك نتيجة لانخفاض مؤشر السوق المرجح بالقيمة السوقية للأسهم القابلة للتداول كما تشير النتائج كذلك إلى أن أداء البورصة كان أفضل في الفترة التي سبقت وقوع الأزمة.

✓ الدراسة الخامسة: ربيع بوصبيح العايشي، "دراسة قياسية لمدى تأثير السوق المالي المغربي بالأزمة الاقتصادية" مؤتمر دولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، تبسة 2013.

تمحورت إشكالية البحث في: ما مدى تأثير الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على بورصة الدار البيضاء وما مدى قدرة نموذج Garch في إبراز العلاقة بين العوائد والمخاطر المالية في ظل الأزمات المالية؟ والهدف من هذه الدراسة، هو فحص مدى تأثير السوق المالي المغربي بالأزمة المالية العالمية، وذلك باستخدام السلاسل الزمنية وفقا لنموذج Garch، وتوصل في الأخير إلى أن بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية قد تأثرت

بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وذلك من خلال التغيرات الكبيرة في سلوك الأسعار السوقية، وهذا ما يشير بوضوح إلى أن بورصة الدار البيضاء تتمتع بدرجة من الكفاءة.

الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية

✓ الدراسة الأولى : Julie viengsavanh sengsay , « **La crise financière de 2008 la volatilité des marchés boursiers canadien et américain** »,2013,mémoire de la maîtrise en économie, université du Québeca'Montréal.

تهدف إلى دراسة التقلبات في أسواق الأسهم الكندية والأمريكية خلال أزمة 2008، وذلك باستخدام نموذج Garch، خلال الفترة الممتدة من 2005//01/01 إلى 2010/07/31، وخلصت الدراسة إلى أن هناك انتقال للازمة المالية العالمية 2008 من الأسواق المالية الأمريكية إلى الأسواق المالية الكندية، وذلك من خلال زيادة حجم الارتباطات بين الدولتين خلال فترة الأزمة .

✓ الدراسة الثانية : Bong-han kim and Hyeong wookim,«**Spillover effects of the U-S financial crisis on financial marcet in emerging asian countries** »,2011,articl ssm electronic journal,issue39,Auburn University.

تهدف إلى دراسة قنوات انتشار عدوى الأزمة الأمريكية إلى الأسواق المالية لخمسة دول آسيوية ناشئة هي اندونيسيا ، كوريا، الفلبين، تايلاندا وتايوان باستخدام نموذج Garch، لتقدير الارتباطات الشرطية للعوائد المالية للولايات المتحدة الأمريكية وخمس دول آسيوية ناشئة، ونتج عن هذه الدراسة أن الأزمة المالية الأمريكية لعام 2008، كان لها تأثير جوهري على الدول الآسيوية الناشئة لكونها ضعيفة أمام الصدمات الخارجية، كما أن هناك تأثير كبير للأزمة على سوق الصرف الأجنبي مقارنة بسوق الأسهم.

✓ الدراسة الثالثة : Grima sinon,Caruanaluka,«**The effect of the financial crisis on emerging markets. A comparative analysis of the stock market situation Before and after**», 2017,scientific paper, university Malta.

تهدف إلى دراسة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية الأمريكية وعوائد الأسواق المالية في دول البريكس لكل من البرازيل، روسيا، الهند والصين، وذلك من خلال تحليل السلاسل الزمنية لقيم المؤشرات الرئيسية لهذه الدول، وفقا لنموذج Garch للفترة الممتدة من 2003 إلى 2014، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن مؤشر 500&pلسوق الأوراق المالية الأمريكي يخفض من عوائد سوق الأسهم في دول البريكس، وبشكل أساسي على المؤشرات التالية (Bovespa , Micex ,Nifty وCSI 300) وذلك قبل وبعد الأزمة، كما أشارت

النتائج كذلك إلى أن الأسواق الناشئة لدول البر يكس مرتبطة ارتباط كبير بالأسواق المالية الأمريكية وهو ما جعلها تتأثر بالأزمة المالية العالمية.

✓ **الدراسة الرابعة : impact de la crise** Taouli mustafa kamal, Krim Abdelkarim « **financière internationale sur l'économie réelle des pays maghrébins et Enjeux de développement** », journal ro' aiqtissadia, issue 16, 2013, universite Echahid Hamma Lakhdar, Eloued .

تهدف إلى دراسة قنوات وآثار الأزمة المالية الدولية على الاقتصاد الحقيقي لدول المغرب العربي، من خلال تحليل بيانات الإحصاءات المالية، وفقا لنموذج الانحدار التجميعي، لثلاث دول مغاربية (الجزائر، تونس المغرب) خلال الفترة 1980-2010 وخلصت الدراسة إلى أن آثار الأزمة قد انتشرت إلى بلدان المغرب العربي من خلال التجارة الخارجية والاستثمار الأجنبي المباشر.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة بالدراسة الحالية

بعد ما تم عرض مجموعة من الدراسات السابقة باللغتين العربية والأجنبية سنقوم بمقارنة هذه الدراسات مع الدراسة الحالية وذلك على النحو التالي:

1 - اختلفت جميع الدراسات من حيث العينة المدروسة، ما بين الأسواق المالية الخليجية والأسواق المالية الأمريكية والأسواق المالية للدول الناشئة، وعينة من الدول المغاربية، في حين اقتصرت دراسة ربيع بوصبيح العايشي والدراسة الحالية على السوق المالي المغربي.

2 - نجد أن كل الدراسات سواءا باللغة العربية أو اللغة الأجنبية لم تعتمد في طريقة المعالجة على اختبار السببية لغرنجر، بل اختلفت الطرق ما بين المنهج التحليلي ومنهج دراسة الحالة، ومنها من استخدم نموذج Garch أو اختبار t-test أو نموذج الانحدار التجميعي، واعتمدت الدراسة الحالية على اختبار العلاقة السببية بين مؤشر Masi للسوق المالي المغربي ومؤشر S&P500 للسوق المالي الأمريكي.

3 - هدفت كل الدراسات لإبراز أثر الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية محل الدراسة.

4 - تختلف الحدود الزمانية من دراسة إلى أخرى، فبالنسبة لدراسة مسعود صديقي وحجاج محمد الهاشمي كانت لثلاث سنوات، ودراسة Julie Véngsavanh ستة سنوات، ودراسة Grima sinon, Caruanaluka كانت لـ 12 سنة، ودراسة Taouli mustafa kamal, Krim Abdelkarim لـ 30 سنة، أما الدراسة الحالية فكانت لستين.

خلاصة الفصل :

تم التطرق من خلال هذا الفصل لعدوى الأزمات المالية، وذلك من خلال عرض بعض المفاهيم والأنواع المتعلقة بالأزمة المالية، كما اتضح لنا أن ارتباط الأسواق المالية الدولية فيما بينها، ساهم في انتقال عدوى الأزمات المالية عبر مختلف القنوات مثل الصدمات المشتركة والروابط المالية وسلوك القطيع الذي يؤثر على المستثمرين المحليين في الأسواق المالية الدولية.

ويمكن الكشف عن عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء السوق المالي المغربي، من خلال استخدام اختبار السببية لغرانجر وهذا ما سنحاول عرضه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني

تمهيد:

بعد التطرق للفصل الأول والذي تناولنا فيه عدوى الأزمات المالية، سنحاول في هذا الفصل والمتعلق بالجانب التطبيقي اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي خلال الفترة 2007-2008 من خلال اختبار العلاقة السببية بين كل من مؤشر $s\&p500$ لبورصة نيويورك ومؤشر $masi$ لبورصة الدار البيضاء، وتم تقسيم هذا الفصل كما يلي:

المبحث الأول: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.

المبحث الثاني: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي ومناقشتها.

المبحث الأول: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.

قصد اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، لا بد من التعرف على هذه السوق وكذا مؤشر السوق محل الدراسة والاختبار الذي سيتم استخدامه في ذلك.

المطلب الأول: تقديم عام لسوق المال المغربي

لتحقيق أهداف الدراسة سنقوم في هذا المطلب بتقديم عام لسوق المال المغربي وذلك من خلال عرض مجتمع وعينة الدراسة، التي تم اعتمادها للإجابة على إشكالية البحث واختبار الفرضيات.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة وعينتها

يتمثل مجتمع الدراسة في كل من بورصة الدار البيضاء والتي يعود تأسيسها إلى سنة 1929، وكانت تحمل اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة" وقد مرت البورصة بعدة مراحل بدأت بإنشاء مكتب تداول القيم المنقولة في سنة 1948، وفي سنة 1967 أصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، وفي سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق مدة 10 سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم .

وفي سنة 1993 شهدت البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار ثلاث نصوص مؤسسة وهي:

- نص خاص بقانون رقم 93-211-93- يتعلق ببورصة القيم.
 - نص خاص بقانون رقم 93-212-1- متعلق بمجلس القيم المنقولة والمعلومات الواجب تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب العام.
 - نص خاص بقانون 93-213-1- متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- وفي سنة 2000 تغير اسم بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.

وفي سنة 2008 كونت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة، واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض إدارة جماعية ومجلس رقابة، وفي سنة 2009 تم الاعتماد الفعلي لنظام الحوكمة. تحتوي بورصة الدار البيضاء على عدة مؤشرات منها مؤشر مادكس ومؤشر مازي وهو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم¹.

¹الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com> تاريخ الاطلاع 2018/04/06.

وبورصة نيويورك التي تأسست عام 1792 وتقع في مدينة نيويورك شارع "وول ستريت"، وهي أكبر سوق لتبادل الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من حيث تعاملاتها بالدولار، وثاني أكبر بورصة من حيث عدد الشركات المدرجة، تضم بورصة نيويورك أسهم لـ 2764 شركة، وقد اندمجت مجموعة بورصة نيويورك مع البورصة الأوروبية "يورونكست" لتشكيل Nyse Euronext والتي أصبحت بذلك أول سوق عالمي للأوراق المالية، تحوي بورصة نيويورك على عدة مؤشرات منها مؤشر داو جونز الصناعي، ومؤشر s&p500 لأكثر 500 شركة مالية أمريكية¹.

وتم استخدام بيانات يومية لسلاسل العوائد للفترة الممتدة من 2007/01/01 إلى 2008 /12/31 لكل من مؤشر s&p500 للسوق المالي الأمريكي ومؤشر masi للسوق المالي المغربي.

الفرع الثاني: متغيرات الدراسة

حددت متغيرات الدراسة كما يلي:

المتغير التابع: يتمثل في مؤشر masi للسوق المالي المغربي، وقد اعتمدنا على أسعار الإقفال اليومية للمؤشر للفترة من 2007/01/01 إلى 2008/12/31.

المتغير المستقل: أزمة الرهن العقاري معبر عنها بالمؤشر الأمريكي s&p500.

الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات

تم الحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة من خلال المصادر التالية:

- الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء.
- الموقع الإلكتروني لبورصة نيويورك.
- المذكرات ومجلات علمية.

¹ الموقع الإلكتروني لبورصة نيويورك <https://www.nyse.com> تاريخ الاطلاع 2018/04/06.

المطلب الثاني: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري

لتحليل دراستنا هذه تم الاعتماد على الاختبار التالي:

اختبار السببية لغرانجر 1969 (Granger causality test):

يستخدم اختبار جرانجر (Granger) في التأكد من مدى وجود علاقة تغذية مرتدة أو استرجاعية (Feedback) أو علاقة تبادلية بين متغيرين، وذلك في حالة وجود بيانات سلسلة زمنية. وتعد مساهمة Granger الأبرز بين باقي الدراسات التي تعرضت لمفهوم السببية، وطبقا له إذا كان لدينا سلسلتان زمنيتان تعبران عن تطور ظاهرتين اقتصاديتين مختلفتين عبر الزمن t وكانت السلسلة Y_t تحتوي على المعلومات التي من خلالها يمكن تحسين التوقعات بالنسبة للسلسلة X_t في هذه الحالة نقول إن المتغير Y يسبب المتغير X ، إذا نقول عن متغير أنه سبب فيما إذا كان يحتوي على معلومات تساعد على تحسين التوقع لمتغير آخر. ومن المشاكل التي توجد في هذه الحالة هو أن بيانات السلسلة الزمنية لمتغير ما كثيرا ما تكون مرتبطة، أي يوجد ارتباط ذاتي بين قيم المتغير الواحد عبر الزمن، ولاستبعاد أثر هذا الارتباط الذاتي يتم إدراج قيم نفس المتغير التابع لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية في العلاقة السببية المراد قياسها، يضاف لها كذلك قيم المتغير التفسيري لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية أيضا، وذلك باعتبار أن السبب يسبق النتيجة في الزمن.

بناء على ما سبق يتطلب اختبار السببية لجرانجر تقدير العلاقتين التاليتين:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i X_{t-1} + \mu_{1t} \quad (1)$$

$$X_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \omega_i X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \theta_i Y_{t-1} + \mu_{2t} \quad (2)$$

حيث μ_{1t} و μ_{2t} تمثل بواقي النموذجين (1)، (2).

وتتمثل خطوات اختبار Granger فيما يلي:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i Y_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (3)$$

أ - تقدير الصيغة المقيدة: ونقصد بها المعادلة (3) $\sum_{i=1}^p \varphi_i = 0$ في المعادلة رقم (1)، بمعنى أن المتغير X لا يؤثر على المتغير Y، ثم نحصل على مجموع مربعات البواقي المقدرة المستخرجة من معادلة الصيغة المقيدة (3): $\sum \varepsilon_{1t}^2$ ؛
ب- تقدير الصيغة غير المقيدة: التي تتمثل في المعادلة رقم (1)، ومن ثم نستطيع الحصول على مجموع مربعات البواقي المقدرة المستخرجة من معادلة الصيغة غير المقيدة (1): $\sum \mu_{1t}^2$.

ج- اختبار فرض العدم التالي: $H_0: \sum_{i=1}^p \varphi_i = 0$

$$F_C = \frac{(\sum \varepsilon_{1t}^2 - \sum \mu_{1t}^2) / P}{\sum \mu_{1t}^2 / (n-k)} \quad (4)$$

من أجل ذلك يجب حساب إحصائية فيشر (4) حيث n : حجم العينة، k : عدد المعالم المقدرة في الصيغة غير المقيدة، n-k : درجات الحرية للصيغة غير المقيدة ثم نقوم بمقارنة F_C المحسوبة مع F_t الجدولة حيث إذا كانت $F_t < F_C$ نرفض الفرضية الصفرية و نقبل الفرضية البديلة.

د- نقوم بتكرار نفس الخطوات السابقة بالنسبة للمعادلة رقم (2)، مع اختبار فرض العدم التالي: $H_0^*: \sum_{i=1}^p \theta_i = 0$

بهذا يكون لدينا أربع نتائج محتملة لاختبار السببية لـ Granger هي على النحو التالي¹:

- المتغير X يسبب (يؤثر على) المتغير Y، و المتغير Y لا يسبب المتغير X، رفض $H_0: \sum_{i=1}^p \varphi_i = 0$ ، و قبول $H_0^*: \sum_{i=1}^p \theta_i = 0$.

- المتغير X لا يسبب المتغير Y، و المتغير Y يسبب المتغير X قبول $H_0: \sum_{i=1}^p \varphi_i = 0$ ، ورفض $H_0^*: \sum_{i=1}^p \theta_i = 0$.

- المتغير X يسبب المتغير Y، و المتغير Y يسبب المتغير X، رفض $H_0: \sum_{i=1}^p \varphi_i = 0$ ، ورفض $H_0^*: \sum_{i=1}^p \theta_i = 0$.

- المتغير X لا يسبب المتغير Y، و المتغير Y لا يسبب المتغير X، قبول $H_0: \sum_{i=1}^p \varphi_i = 0$ ، وقبول $H_0^*: \sum_{i=1}^p \theta_i = 0$.

¹ شفيق عريش، عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 05

وتتلخص مراحل الدراسة فيما يلي :

المرحلة الأولى: معالجة البيانات

ويتم ذلك من خلال تحويل سلاسل الأسعار لكلا المؤشرين الى سلاسل عوائد وذلك باستخدام العلاقة

التالية :

$$r_t = 100\% \times \ln\left(\frac{p_t}{p_{t-1}}\right)$$

المرحلة الثانية: الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

ويتم فيها استخراج كل الإحصائيات الوصفية والمتمثلة في المتوسط الحسابي، الوسيط، أعلى قيمة، أدنى

قيمة، الانحراف المعياري من البرنامج الإحصائي eviews .

المرحلة الثالثة: اختبار التوزيع الطبيعي

لمعرفة ما إذا كانت سلسلي العوائد تتوزع توزيعاً طبيعياً، وذلك بالاستعانة بكل من اختبار التناظر و التفرطح والالتواء.

المرحلة الرابعة : دراسة الاستقرارية

إن عدم استقرار السلاسل الزمنية يرجع لوجود جذر الوحدة، ومن أشهر اختبارات جذر الوحدة اختبار

ديكي - فولر المطور(ADF ,1981) .

المبحث الثاني: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي

ومناقشتها

بعد التطرق في المبحث السابق إلى اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، وبعد تحديد متغيرات الدراسة سنقوم في هذا المبحث بعرض أهم النتائج المتوصل إليها مع تحليلها ومناقشتها.

المطلب الأول: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي

يتم عرض النتائج ومناقشتها باستخدام طرق مختلفة للإجابة على إشكالية الدراسة، وهذا ما سيتم تقديمه في هذا الجزء.

الفرع الأول : نتائج الدراسة الوصفية

الجدول رقم (1-2) : نتائج الدراسة الوصفية

القيم	Masi	S&p500
الوسط الحسابي	-0.287100	-0.041869
الوسيط	0.306307	0.016330
أعلى قيمة	0.583742	0.227824
أقل قيمة	-0.189038	-0.632814
الانحراف المعياري	0.196858	0.208625
معامل الالتواء	-0.762137	-1.122486
معامل التفرطح	2.605913	3.435316
Jarque bera	53.80884	113.5216
	0.0000	0.0000
ADF	0.9880	0.9298
	0.0000	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات 8 eviews.

توضح لنا نتائج الدراسة الوصفية في الجدول أعلاه التذبذبات التي تحصل في سلسلتي العوائد لكل من مؤشر masi ومؤشر S&P500 ، وذلك من خلال أكبر قيمة وأقل قيمة ومتوسط هذه القيم وانحرافها المعياري. و تبين لنا كذلك ما إذا كانت سلاسل العوائد موزعة توزيعا طبيعيا، وذلك من خلال مقارنة القيم المستخرجة من الرسم البياني مع قيم التوزيع الطبيعي والمتمثلة في معامل التفرطح والذي يجب أن يكون مساويا لثلاثة ومعامل الالتواء معدوما وإحصائية jarque bera أقل من القيمة الحرجة لتوزيع كاي تربيع.

كما تشير نتائج الدراسة إلى أن القيم الاحتمالية لاختبار جذر الوحدة (ADF) لكل من سلسلتي العوائد لمؤشر Masi ومؤشر S&P500 أكبر من 5 بالمئة ، وهذا ما يدل على عدم استقرار السلسلتين، وبعد إجراء حساب الفروق من الدرجة الأولى كانت نتائج الاحتمال لاختبار ADF أقل من 5 بالمئة وعليه فان السلسلتين مستقرتين.

الفرع الثاني: نتائج اختبار السببية

اتجاه العلاقة السببية بين المؤشرين يوضحه الجدول التالي

جدول رقم (2-2): نتائج اختبار السببية

الفرضية الصفرية	قيمة F المحسوبة	الاحتمال* Prob
Masi لا يسبب S&P500	4.89085	0.0079
S&P500 لا يسبب Masi	8.16446	0.0003

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات 8 eviews

تشير نتائج الجدول أعلاه إلى أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر أقل من 5 بالمئة لكلا المؤشرين وعليه نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة.

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

سنقوم في هذا الجزء من الجانب التطبيقي، بتحليل النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام اختبار السببية وذلك كما يلي:

الفرع الأول: تحليل نتائج الدراسة الوصفية

اعتمادا على نتائج الدراسة الوصفية المبينة في الجدول رقم (2-1) نلاحظ أن:

- قيم عوائد السلسلة لمؤشر masi خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أعلى قيمة قدرت بـ 0.584 وأقل قيمة بـ (-0.189) وبمتوسط بلغ 0.287 وانحراف معياري 0.197 و بالرغم من أن قيمة الانحراف المعياري ليست مرتفعة بشكل كبير، إلا أن فارق الزمن الكبير بين أعلى قيمة وأقل قيمة، يدل على وجود حالة اضطراب في الأسواق المالية خلال فترة الدراسة.

- وبالنسبة لمؤشر s&p500 فنلاحظ أن قيم عوائد السلسلة كانت محصورة بين أعلى قيمة قدرت بـ 0.228 وأقل قيمة بـ (-0.633) وبمتوسط بلغ (-0.042) وانحراف معياري 0.209 وبالرغم من أن قيمة الانحراف المعياري ليست مرتفعة بشكل كبير، إلا أن فارق المدى بين القيمتين العليا والدنيا يشير إلى حالة أزمة واضطراب في الأسواق المالية خلال فترة الدراسة.

- قيمة معامل التفرطح مساوية لـ 2.606 وهي أقل من 3 ومعامل التواء ذو قيمة سالبة (-0.762)، وهذا ما يفسر بأن توزيع سلسلة العوائد لمؤشر Masi توزيع غير طبيعي والقيمة الإحصائية Jarque Bera (53.809) تثبت ذلك لأنها أكبر من القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع (5.991) عند درجة حرية 2 ومستوى معنوية 5 بالمئة .
- أما قيمة معامل التفرطح بالنسبة لسلسلة العوائد لمؤشر S&P500 فهي مساوية لـ 3.435 أكبر من ثلاثة ومعامل التواء ذو قيمة سالبة (-1.122)، والقيمة الإحصائية لـ Jarque Bera (113.522) أكبر من القيمة الجدولة لتوزيع كاي تربيع (5.991)، وهذا ما يشير إلى أن السلسلة موزعة توزيع غير طبيعي.
- تشير نتائج الدراسة إلى أن القيمة الاحتمالية لاختبار جذر الوحدة لديكي - فولر المطور أكبر من 5 بالمئة بمعنى أن سلسلتي العوائد لكل من مؤشر Masi ومؤشر S&P500 غير مستقرتين، ولكن بعد حساب الفروق من الدرجة الأولى أظهرت نتائج احتمال اختبار ADF قيم أقل من 5 بالمئة، وهذا ما يدل على استقرار السلسلتين عند هذا المستوى.

الفرع الثاني : تحليل نتائج اختبار السببية

تشير نتائج الجدول رقم (2-2) إلى رفض الفرضية الصفرية، وقبول الفرضية البديلة لكلا الحالتين، أي أن مؤشر S&P500 يسبب مؤشر Masi و مؤشر Masi يسبب مؤشر S&P500.

فالعلاقة تبادلية بين المؤشرين وهو ما يفسر تأثر بورصة الدار البيضاء بعدوى الأزمة المالية العالمية 2008 بعد الانهيار الذي شهدته البورصات الأجنبية وخاصة الأمريكية، نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار مؤشرات بورصة "وول ستريت"، كما ساهم خروج مستثمرين أجنبيين من بينهم بنك "ميريل لنش" الذي يتوفر على توظيفات مالية ببورصة الدار البيضاء، في انخفاض أسعار الأسهم ويرجع خروج المستثمرين من البورصة إلى انعدام الثقة في السوق المالي المغربي وتخوفهم من عدم قدرة البورصة على الاستمرار في الصعود دون حدوث تصحيحات قبل شهر أبريل 2008، التي كان يتوقعها المستثمرون والمهتمون منذ بداية 2007 بسبب تضخم أسعار الأسهم المدرجة في البورصة، فعدم وقوع تصحيح في أسعار الأسهم منذ بداية 2007 إلى أبريل 2008 أدى بالمستثمرين الأجانب لتسريع عمليات البيع في السوق المالي المغربي، مما جعل المستثمرين المحليين في البورصة يتوقعون اقتراب الفترة التصحيحية ويقتصرون في تعاملاتهم على عمليات مضاربة تقوم على أساس شراء وبيع سريع للأسهم وتحصيل الأرباح. كما أن مؤشر Masi يسبب مؤشر S&P500 هي نتيجة إحصائية ولا يمكن تطبيقها عمليا لأن سوق المال المغربي من الأسواق المالية التي تصنف ضمن الأسواق أقل انفتاحا على سوق المال الأمريكي وذلك بسبب خصائصه الاقتصادية والجغرافية.

خلاصة الفصل:

قمنا في هذا الفصل باختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي، وذلك من خلال اختبار العلاقة السببية بين كل من مؤشر Masi لسوق المال المغربي ومؤشر S&p500 لسوق المال الأمريكي للفترة من 2007/01/01 إلى 2008/12/31 باستخدام سلاسل العوائد، وبالاعتماد على البرنامج الإحصائي 8 Eviews .

وبعد اختبار العلاقة السببية بين المؤشرين، تم عرض نتائج هذا الاختبار وتحليلها، وتبين لنا وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين المؤشرين خلال فترة الدراسة.

خاتمة

يعتبر التحرير المالي وانفتاح الأسواق المالية الدولية على بعضها البعض، من أهم العوامل التي أدت إلى انتشار عدوى الأزمات المالية بين الدول، وتعد الأزمة المالية العالمية 2008 من أخطر الأزمات التي شهدتها العالم نتيجة الآثار السلبية التي خلفتها في العديد من الأسواق المالية العالمية .

وجاءت هذه الدراسة لإبراز أثر الصدمات المالية على أداء الأسواق المالية، وللإجابة على إشكالية البحث قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين، جانب نظري تناولنا فيه عدوى الأزمات المالية وجانب تطبيقي تم فيه اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي للفترة 2007-2008 ، ومن خلال ذلك توصلنا إلى النتائج التالية:

أولا : نتائج الدراسة

تتلخص أهم النتائج التي تم التوصل إليها فيما يلي:

- 1 -تعتبر آلية توريق القروض من أهم الأسباب التي أدت إلى انتقال عدوى أزمة الرهن العقاري لمختلف الأسواق المالية الدولية.
- 2 -يعود التراجع الكبير في أداء البورصات المتقدمة إلى إفلاس أكبر مؤسساتها المدرجة في البورصة.
- 3 - السبب الرئيسي في تراجع البورصات العربية هو إتباعها لسلك القطيع.
- 4 - تختلف آثار الأزمة المالية العالمية 2008 من سوق مالي لآخر حسب درجة ارتباطه بالسوق المالي الأمريكي.
- 5 - أشارت نتائج اختبار السببية إلى وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين مؤشر Masi لسوق المال المغربي ومؤشر S&P500 لسوق المال الأمريكي.

ثانيا: نتائج اختبار الفرضيات

- تحدث العدوى المالية عندما يتأثر سوق مالي تأثير سلمي ناتج عن التغير في أسعار الأسهم لسوق مالي في دولة أخرى وهذا ما يوافق الفرضية الأولى.
- أما فيما يخص الفرضية الثانية فقد تبين لنا أن أثر الأزمة المالية العالمية 2008 يختلف من سوق مالي لآخر وذلك حسب درجة ارتباطه بالسوق المالي الأمريكي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية من خلال توضيح أثر الأزمة المالية 2008 على عينة من الأسواق المالية الدولية.
- من خلال نتائج اختبار العلاقة السببية بين مؤشر Masi لسوق المال المغربي ومؤشر S&P500 لسوق المال الأمريكي اتضح لنا وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين المؤشرين وهذا ما ينفي إثبات الفرضية الثالثة.
- بالنسبة للفرضية الرابعة فقد توصلنا إلى تأثير السوق المالي المغربي بعدوى أزمة الرهن العقاري وهذا ما تبينه نتائج اختبار السببية.

ثالثا: توصيات الدراسة

بناء على نتائج الدراسة خرجنا بالتوصيات التالية:

- ضرورة تشجيع الاستثمار المحلي في جميع القطاعات لتحقيق تنمية محلية وقوة اقتصادية قادرة على مواجهة الصدمات الخارجية.
- تكوين سلة من العملات الأجنبية دون الاعتماد على الدولار الأمريكي، لتجنب مخاطر الصدمات الخارجية وتحقيق استقرار في قيمة العملة المحلية.
- التوسع في العلاقات الاقتصادية مع الدول العربية، وإقامة مشاريع مشتركة فيما بينها للحد من التبعية الأجنبية.

رابعا: آفاق الدراسة

بعد التطرق للجانب النظري والتطبيقي في دراستنا هذه ارتقمنا الخروج بالافتراضات التالية :

- إن اختبار السببية لغرانجر في دراستنا هذه، يختبر العلاقة السببية بين سوق مالي عربي وسوق مالي أمريكي خلال الفترة 2007-2008 ، وهذا ما يقودنا إلى فتح آفاق مستقبلية لـ :
- اختبار العلاقة السببية بين عينة من الأسواق المالية الأوروبية والعربية خلال الأزمة المالية العالمية 2008.
- دراسة حالة سوق المال المغربي في ظل أزمة الرهن العقاري خلال الفترة المستقبلية لثلاث سنوات 2009-2010-2011.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

- 1- الداوي الشيخ، "الأزمة المالية العالمية: انعكاساتها وحلولها"، ورقة مقدمة للمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان 2009 .
- 2- أوكيل نسيم، "الأزمات المالية وإمكانية التواقي منها والتخفيف من آثارها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2009 .
- 3- بوصيب صالح رحيمة، "التكتلات الاقتصادية في ميزان الأزمة، دراسة في العلاقات السببية بين انتشار الأزمات والتكتل الاقتصادي"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011.
- 4- جمال الدين زروق، "الأزمة المالية العالمية وقنوات تأثيراتها على اقتصاديات الدول العربية"، دراسات اقتصادية، النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2011.
- 5- حجاج محمد الهاشمي، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الاسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012.
- 6- ربيع بوصيب العايشي، "دراسة قياسية لمدى تأثير السوق المالي المغربي بالأزمة الاقتصادية" مؤتمر دولي حول الأزمة الاقتصادية العالمية الرهنة وتأثيراتها على اقتصاديات شمال إفريقيا، تبسة، 2013 .
- 7- عبد الغاني بن علي، "أزمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية"، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010.
- 8- عقبة عبد اللاوي، نور الدين جوادي، "الأزمات المالية "سجل التدويل" وأطروحات "التعولم الثلاثي" مداخلة للمؤتمر العلمي الدولي الأزمة المالية العالمية والاقتصادية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، جامعة العلوم الإسلامية، عمان الأردن، 2010.
- 9- علي الزيادات، وفارس الخرابشة، "أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد 01، جامعة البلقاء التطبيقية، 2013.
- 10- علي فلاح المناصير، وصفي عبد الكريم الكبابسة، "الأزمة المالية حقيقتها.. أسبابها.. تداعياتها.. وسبل العلاج"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة 2009.
- 11- شفيق عريش، عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، "اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 05، 2011.
- 12- صباغ رفيقة، "الأزمة المالية العالمية وأثرها على الدول النامية"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة أبوبكر بلقايد، تلمسان، 2014.

- 13- فريد كورتل، كمال رزيق، "الأزمة المالية، مفهوماً، أسبابها، انعكاساتها على البلدان العربية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد، 20 أ، بدون سنة.
- 14- مزبود إبراهيم، "قنوات تأثير الأزمات المالية على القطاع المالي والمصرفي العربي"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة المدية، العدد1، أفريل 2014 .
- 15- مفتاح صالح، معارفي فريدة، "أزمة النظام المالي العالمي وبديل البنوك الإسلامية"، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية الرهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي، خميس مليانة، 2009 .
- 16- مسعود صديقي، حجاج محمد الهاشمي، "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009" مجلة الباحث، العدد10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
- 17- نادية العقون، "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج"، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013.
- 18- زهران محمد سهو، "الأزمة المالية العالمية الرهنة المفهوم... الأسباب... التداخيات"، مجلة الإدارة والاقتصاد، دمشق، العدد83، 2010.
- 19- نسيمه حاج موسى، "الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009.
- المواقع الالكترونية:
- 20- الموقع الالكتروني لبورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com>
- 21 - الموقع الالكتروني لبورصة نيويورك <http://www.nyse.com>
- 22- الموقع الالكتروني مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية <https://giem.kantakji.com/article/details/ID/641>.

- 23- Aglietta Michel, **macro économie financière ; crisis financiers et régulation monétaire**, édition la découverte, 3^{eme} Edition, Paris.
- 24- Bong-han kim and Hyeong wookim, «**Spillover effects of the U-S Financial crisis on financial marcet in emerging asian countries** », 2011, articl ssrn electronic journal, issue39, Auburn University.
- 25- Julie viengsavanh sengsay , « **La crise financière de 2008 la volatilité des marchés boursiers canadien et américain** », 2013, mémoire de lamaitrise en économie, université du Québeca' Montréal.
- 26- Grima sinon, Caruana luka, «**The effect of the financial crisis on emerging markets. Acomparative analysis of the stock market situation Before and after**», 2017, scientific paper, university Malta.
- 27- Taouli mustafa kamal, Krim Abdelkarim « **impact de la crise financière internationale sur l'économie réelle des pays maghrébins et enjeux de développement** », journal ro' aigtissadia, issue16, 2013, université Echahid Hamma Lakhdar, Eloued .

الملاحق

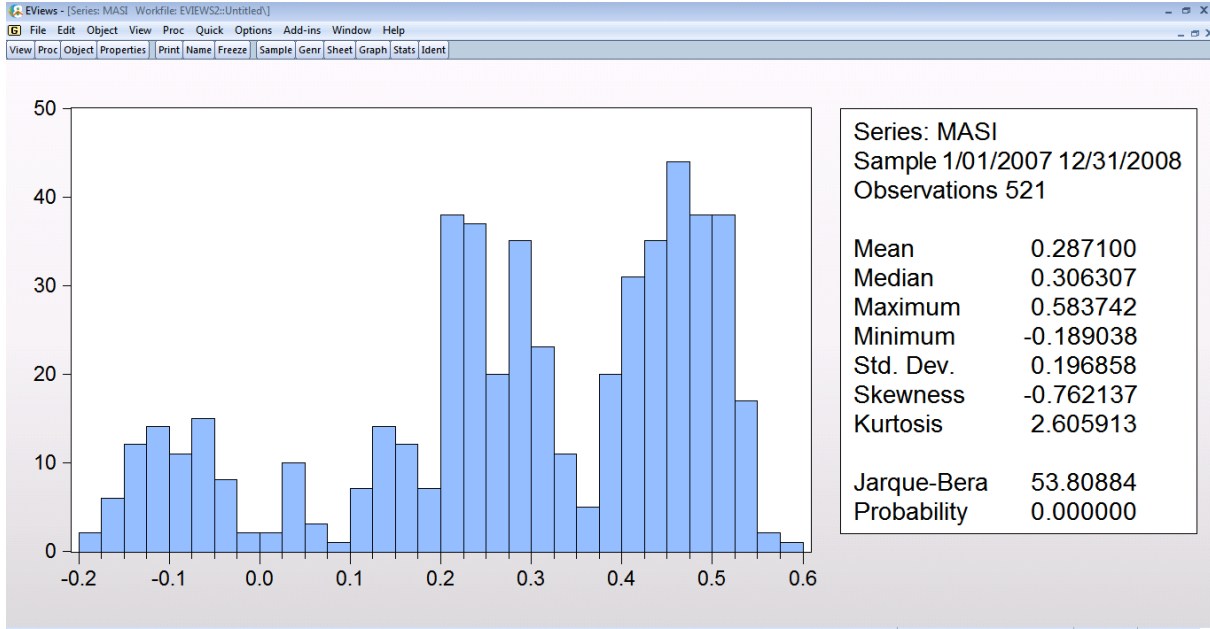
الملحق رقم (1): نتائج الدراسة الوصفية

EViews - [Group: UNTITLED Workfile: EIEWS2::Untitled\]										
G File Edit Object View Proc Quick Options Add-ins Window Help										
View	Proc	Object	Print	Name	Freeze	Sample	Sheet	Stats	Spec	
				MA5I		SP500				
Mean				0.287100		-0.041869				
Median				0.306307		0.016330				
Maximum				0.583742		0.227824				
Minimum				-0.189038		-0.632814				
Std. Dev.				0.196858		0.208625				
Skewness				-0.762137		-1.122486				
Kurtosis				2.605913		3.435316				
Jarque-Bera				53.80884		113.5216				
Probability				0.000000		0.000000				
Sum				149.5793		-21.81366				
Sum Sq. Dev.				20.15152		22.63258				
Observations				521		521				

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 8 EIEWS

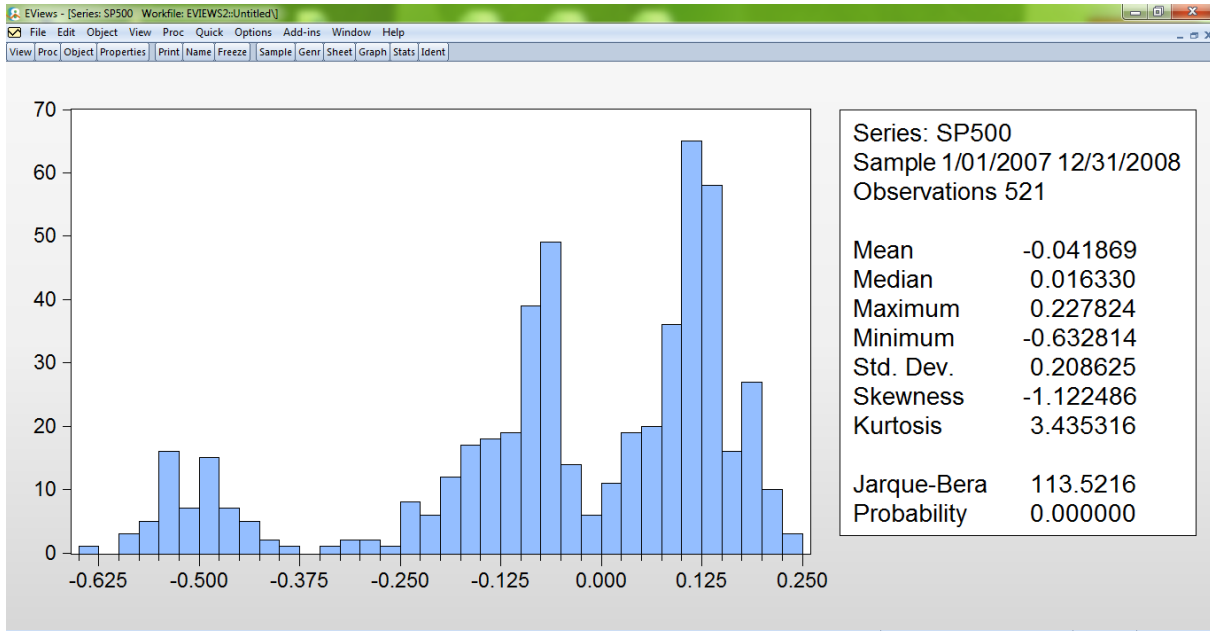
الملحق رقم (2): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

الملحق رقم (1-2): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر MASI



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 8 EViews

الملحق رقم (2-2): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمؤشر S&P500



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 8 EViews

الملحق رقم (3): نتائج اختبار الاستقرار

الملحق رقم (1-3): نتائج اختبار جذر الوحدة لمؤشر MASI

EViews - [Series: MASI Workfile: UNTITLED::Untitled]												
File Edit Object View Proc Quick Options Add-ins Window Help												
View	Proc	Object	Properties	Print	Name	Freeze	Sample	Genr	Sheet	Graph	Stats	Iden

Null Hypothesis: MASI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=18)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.245219	0.9298
Test critical values:		
1% level	-3.442820	
5% level	-2.866933	
10% level	-2.569703	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(MASI)
Method: Least Squares
Date: 04/18/18 Time: 20:30
Sample (adjusted): 1/04/2007 12/31/2008
Included observations: 515 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MASI(-1)	-0.000810	0.003305	-0.245219	0.8064
D(MASI(-1))	0.335800	0.043521	7.715847	0.0000
D(MASI(-2))	-0.182190	0.043531	-4.185281	0.0000
C	-0.000896	0.001155	-0.775721	0.4383
R-squared	0.111479	Mean dependent var		-0.001342
Adjusted R-squared	0.106263	S.D. dependent var		0.015475
S.E. of regression	0.014629	Akaike info criterion		-5.603849
Sum squared resid	0.109362	Schwarz criterion		-5.570885
Log likelihood	1446.991	Hannan-Quinn criter.		-5.590931
F-statistic	21.37107	Durbin-Watson stat		1.999056
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 8 EViews

الملحق رقم (2-3): نتائج اختبار جذر الوحدة لمؤشر S&P 500

EViews - [Series: SP500 Workfile: UNTITLED::Untitled\]

File Edit Object View Proc Quick Options Add-ins Window Help

View Proc Object Properties Print Name Freeze Sample Genr Sheet Graph Stats Ident

Null Hypothesis: SP500 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=18)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.540885	0.9880
Test critical values:		
1% level	-3.442820	
5% level	-2.866933	
10% level	-2.569703	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(SP500)
Method: Least Squares
Date: 04/18/18 Time: 21:20
Sample (adjusted): 1/04/2007 12/31/2008
Included observations: 515 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SP500(-1)	0.002387	0.004412	0.540885	0.5888
D(SP500(-1))	-0.197428	0.044043	-4.482609	0.0000
D(SP500(-2))	-0.162036	0.043944	-3.687325	0.0003
C	-0.001480	0.000930	-1.590148	0.1124

R-squared	0.053353	Mean dependent var	-0.001138
Adjusted R-squared	0.047795	S.D. dependent var	0.021171
S.E. of regression	0.020659	Akaike info criterion	-4.913578
Sum squared resid	0.218096	Schwarz criterion	-4.880613
Log likelihood	1269.246	Hannan-Quinn criter.	-4.900659
F-statistic	9.599990	Durbin-Watson stat	1.977502
Prob(F-statistic)	0.000004		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 8 EViews

الملحق رقم (4): نتائج اختبار السببية

EViews - [Group: UNTITLED Workfile: CAUSALITÉ::Untitled\]

File Edit Object View Proc Quick Options Add-ins Window Help

/view Proc Object Print Name Freeze Sample Sheet Stats Spec

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 04/18/18 Time: 18:50
 Sample: 1/01/2007 12/31/2008
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
SP500 does not Granger Cause MASI	517	8.16446	0.0003
MASI does not Granger Cause SP500		4.89085	0.0079

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 8 EViews

الفهرس

III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	الملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال.....
IX	قائمة الملاحق.....
ب	مقدمة.....

الفصل الأول: عدوى الأزمات المالية

2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: عدوى الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية.....
3	المطلب الأول: الأزمات المالية وقنوات انتقالها بين الأسواق المالية.....
3	الفرع الأول: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها.....
5	الفرع الثاني: عرض لبعض الأزمات المالية.....
7	الفرع الثالث: قنوات انتقال العدوى بين الأسواق المالية.....
10	المطلب الثاني: عدوى أزمة الرهن العقاري وأثرها على الأسواق المالية.....
10	الفرع الأول: عدوى أزمة الرهن العقاري.....
10	الفرع الثاني: قنوات انتقالها بين الأسواق المالية.....
11	الفرع الثالث: أثرها على الأسواق المالية.....
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
16	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية.....
16	الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية.....
18	الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية.....
19	المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة بالدراسة الحالية.....
20	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري

22	تمهيد.....
23	المبحث الأول: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.....
23	المطلب الأول: تقديم عام للسوق المالي المغربي.....
23	الفرع الأول: مجتمع الدراسة وعينتها.....
24	الفرع الثاني: متغيرات الدراسة.....
24	الفرع الثالث: طريقة جمع البيانات.....
24	المطلب الثاني: اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري.....
28	المبحث الثاني: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي ومناقشتها
28	المطلب الأول: نتائج اختبار عدوى أزمة الرهن العقاري على أداء سوق المال المغربي.....
28	الفرع الأول: نتائج الدراسة الوصفية.....
29	الفرع الثاني: نتائج اختبار السببية.....
29	المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.....
29	الفرع الأول: تحليل نتائج الدراسة الوصفية.....
30	الفرع الثاني: تحليل نتائج اختبار السببية.....
31	خلاصة الفصل.....
32	الخاتمة.....
35	قائمة المراجع.....
39	الملاحق.....
45	الفهرس.....