دراسة كفاءة الأسواق المالية لمنطقة اليورو
دراسة حالة مؤشرات Dax.Cac40.Ftse.Athen
Study the efficiency of the financial markets for the euro area Dax.Cac40.Ftse.Athen case study indicators

يوسف خروبي
كُلّية العُلوم الاقتصاديّة والعُلوم التّجاريّة وعُلوم التّسيير
جامعة محمد الصديق بن يحي – جيجل، الجزائر

يوسف حميدي
كُلّية العُلوم الاقتصاديّة والعُلوم التّجاريّة وعُلوم التّسيير
جامعة يحي فارس– المدية، الجزائر

ملخص:
تهدف هذه الدراسة إلى دراسة واختبار كفاءة مؤشرات كل من **Dax.Cac40.Ftse.Athen** للبورصات ألمانيا واسبانيا وباريس اليونان خلال الفترة من **2011/01/03** إلى **2014/12/31**، عند المستوى الضعيف من أجل البحث عن مدى انعكاس المعلومات والبيانات التاريخية على عوائد الأسهم، وقد توصلت نتائج الدراسة باستخدام مختلف الاختبارات الخاصة بدالتي الارتباط الذاتي والارتباط الجزئي لسلسلة الداخلي مؤشر الأسوق المالية عينة الدراسة والمتمثلة في اختبار **PP(1988)** و**ADF (1981)** إلى أن سلسلة مؤشرات بها جذر وحدوي،و مستقرة يعني أن الأسعار تسير عشوائيا، مما يعني أن الأسواق المالية عينة الدراسة تتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية : كفاءة السوق المالي، جذر الوحدوي، سير عشوائي، مستوى ضعيف للكفاءة.

Abstract:
This study aims to efficiency all indicators of Dax.Cac40.Ftse.Athen indicators during the period from 03/01/2011 to 12/31/2014, when the weak level in order to find the reflection of historical information and data on stock returns, have reached results of the study using different tests Bdalta autocorrelation and partial link of chain index of financial Alasouk sample study of PP test (1988) and ADF (1981) to the hometown of the index series root unitary, and stable means that prices are going randomly, which means that financial markets study sample efficient when the weak level

Key words: market efficiency, the euro, the random wal

تمهيد: ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وزاد انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الأوراق يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية؛

كما شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية اتجاهات قوية نحو تشكيل تكتلات اقتصادية إقليمية احد مقوماتها الروابط التاريخية والثقافية والجغرافية المشتركة، وقد حققت بعض هذه التكتلات الاقتصادية خطوات كبيرة من التقدم اتجاه تحقيق أقصى صور التكامل الاقتصادي ولعل من أهمها الاتحاد الأوروبي الذي يعتبر النموذج الأمثل للتكامل الاقتصادي والنقدي والذي بدأ على شكل تجمعات أوروبية متفرقة في الخمسينات والستينات والتي تباينت أهدافها في العصر الحديث من هذا المنطلق يمكن صياغة التساؤل التالي:

هل تعتبر مؤشرات أسواق باريس وألمانيا واليونان واسبانيا كفئة ؟

وللإجابة على هذا السّؤال قُسمت هذه الدّراسة إلى ثلاثة أجزاء كالتّالي :

أوّلا : الإطار النظري؛

ثانيا : الإطار الميداني؛

ثالثا : النتائج ومناقشتها.

أولا:الإطار النظري

1-مفهوم كفاءة الأسواق المالية :

تعرف على أنها السوق الذي يعكس فيه سعر السهم المصدر كافة البيانات الحاضرة والمتاحة سواء كانت المعلومات تمثل معلومات تبثها تلك المؤسسة أو صادرة عن القوائم المالية لها أو وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام أو في الأسابيع أو في السنوات الماضية[1]

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الكفاءة نذكر:

1-1- الكفاءة الكاملة:

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن أسعار الأسهم وهذا ما يؤدي إلى تغيير فوري في أسعار هاته الأسهم، أو سعر السهم بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة.[2]

1-2-الكفاءة الاقتصادية:

يقصد بها الفارق الزمني بين وصول المعلومات إلى السوق و انعكاس آثارها على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، كما يعتقد أن يكون الفارق بين السعرين كبيرا بسبب تكاليف المعاملات وكذا الضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل[3]

2-الدراسات السابقة في الموضوع:

2-1-**دراسة عبد بن الضب** 2011:جاءت هذه الدراسة بعنوان كفاءة الأسواق المالية تكاملها مع دراسة لعينة من الأسواق المالية العربية (الأردن، الكويت، المغرب ،مصر) خلال الفترة 2009/2001 من خلال دراسة حالة هذه البورصات اعتمادا على المؤشرات اليومية خلال هاته الفترة باستعمال الأساليب القياسية الحديثة وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

-لا تتبع أسعار الأوراق المالية السير العشوائي حسب كل الاختبارات الخاصة بالسير العشوائي والمتمثلة في اختبار DF,ADF,PP والمطبقة على أسعار السهم في الأسواق المالية العربية، والمعبر عنها بالمؤشر العام للسوق خلال الفترة من 2001/06/18 إلى 2009/10/08 أكثر من 2040 مشاهدة يومية، كما تتميز مردوديات هذه الأسعار بالاستقرارية، ومن ثم يمكن القول أن الأسواق المالية العربية لاتتسم بالكفاءة المعلوماتية عند المستوى الضعيف.

-ترتبط أسعار الأوراق المالية العربية ارتباط طرديا مع بعضها البعض بمعامل فاق 93 في المئة بين مؤشر كل من بورصة الكويت ومصر ، في حين تميزت مردودية الأسهم في الأسواق المالية العربية بارتباط ضعيف تنوع بين الايجابي السلبي.[4]

2-2-دراسة **Midaani, M. Ayman 1991** بعنوان Determiyayts of kuwati stock prices: An Empiricai luvestigation of Industial servis and food Company Share

تمت الدراسة بسوق الكويت للشركات المسعرة حتى سنة 1991، هدفت هذه الدراسة لتحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم، وقد شملت عينة الدراسة 54 شركة موزعة على 8 قطاعات،حددت من خلالها أربعة متغيرات لاختيار أثرها على الأسعار هي معدل العائد

للسهم الواحد ومعدل توزيعات الأرباح للسهم الواحد ونسبة المديونية وأخيرا نسبة الموجودات الثابتة إلى مجموع الموجودات، وقد خلصت الدراسة بأن هذه العوامل ليس لها تأثير على أسعار أسهم عينة الدراسة مما يعني أن سوق الأوراق المالية الكويتي لا تعكس المعلومات المتاحة وبالتالي فهو ضعيف الكفاءة.

2-3–دراسة وائل إبراهيم الراشد بعنوان حركة أسعار عشوائية أم تنبؤات وكفاءة سوق الكويت للأوراق المالية؟ وقد تمت هذه الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2002 وتوصلت إلى أن أسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية تتحرك عشوائيا.

2-4 –دراسة عصام عباس محمد فضل المولى 2008 : تناولت الدراسة دور المعلومات المحاسبية في قياس كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية، تبرز أهمية هاته الدراسة في توضيح مدى اعتماد المستثمر على المعلومات المحاسبية عند اتخاذ القرار الاستثماري مقارنة بمعلومات الوسطاء والسماسرة واثبات تأثير هذه المعلومات على حجم المتعاملين في سوق الخرطوم للأوراق المالية ، كما هدفت إلى تحقيق الدور الذي تساهم به المعلومات المحاسبية في قياس درجة كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية وكذلك التعرف على المشكلات التي تحد من كفاءة السوق وطرح الحلول الممكنة لها.[5]

2–5–دراسة kabir .M 2003 : استخدم الباحث من خلال هذه الدراسة كل من نموذج EGARCH GARCH-M وتوصلت الدراسة أن السوق الكويتية للأوراق المالية لاتتسم بالكفاءة عند المستوى الضعيف بالرغم من أن الكفاءة تتحسن قبل نهاية التسعينات، كما أصبحت بداية من تلك الفترة أكثر كفاءة معلوماتيه وتقول الدراسة أنه يلزم على أصحاب القرار في السياسة المالية ضخ المزيد من السيولة في السوق المالي والعمل على ضمان وصول المعلومات الصحيحة والموثوق بها في الوقت المناسب إلى كافة المتعاملين في السوق المالي .

2–6–دراسة Barry Harrison 2004 تناولت هاته الدراسة كفاءة السوق المالية في كل من رومانية وجمهورية التشيك باستخدام نماذج GARCH المصحح والتي تعتبر من النماذج شائعة الاستعمال في اختبار وفحص عوائد الأسواق المالية، وذلك بالاعتماد على بيانات أسعار الأسهم المالية للدولتين في ظل اقتصاد انتقالي ومعرفة موصفات GARCH الملائمة لكفاءة السوق وعلاقته مع معامل التفرطح وتم التوصل من خلال استعمال هذا الاختبار إلى أن العوائد تتوزع توزيعا طبيعيا في كل من السوقين، أما استعمال GARCH المصحح أفضى إلى رفض عدم كفاءة السوق الروماني، وعدم رفضها في جمهورية التشيك .[6]

2–7–دراسة Mauro mecagni 1999: تناولت هذه الدراسة كفاءة أسعار الأسهم وسلوك عوائدها في البورصة المصرية، كما تناولت العلاقة بين هذه العوائد والتباين الشرطي، باستخدام نموذج GARCH(p .q) ،وذلك بالاعتماد على عينة تتكون من 828 مشاهدة يومية لعوائد الأسهم خلال الفترة من 1994/09/01 إلى 1997/12/31 ،توصلت الدراسة إلى أن السوق تبتعد عن الكفاءة في تسعير الأسهم.

2-8-دراسة (Sami Gharbi(2002 : جاءت الدراسة لمعرفة مدى ردود أفعال التباين في المؤشرات البورصية نتيجة الإعلان عن بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، واختبرت بالتجديد كفاءة بورصة باريس عند المستوى الضعيف، اعتمادا على مردودية المؤشر cac40 خلال الفترة الممتدة من 1991/01/02 إلى غاية 2001/05/30 ب حوالي 2717 مشاهدة يومية، وعلى المتغيرات الاقتصادية الكلية من تقارير شهرية وثلاثية (معدلات البطالة . مؤشر الإنتاج ...) وذلك باستعمال نموذج GARCH حيث أظهرت النتائج أن هناك تجاوب كبير وزيادة في مردوديات الأسهم بباريس إثر كل إعلان عن الزيادات في المؤشرات الاقتصادية الكلية، مما يعني كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف.[7]

ثانيا الدراسة الميدانية

من أجل دراسة واختبار كفاءة عينة من الأسواق المالية في منطقة اليورو نقوم باستخدام تقنية السلاسل الزمنية ممثلة في اختبار الاستقرارية واختبار فرضية السير العشوائي لسلسلة مؤشرات أسعار الأسهم معبر عنها بسعر الإغلاق خلال الفترة 2011/01/03 إلى 2014/12/31 من خلال اختبار الفرضيات الرئيسة والفرعية التالية:

الفرضية الأولى:يمكن وصف سلوك مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية قيد الدراسة بالسير العشوائي؛

الفرضية الثانية :عدم اتسام سلسلة مؤشرات أسعار الأسهم عينة الدراسة بإلاستقرارية؛

الفرضية الثانية:لا تتصف الأسواق المالية عينة الدراسة بالكفاءة عند المستوى الضعيف.

1. منهجية الدراسة :

1.1. منهج الدراسة : تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة، وعلى المنهج الوصفي في سبيل الإجابة على السّؤال المطروح.

2.1. أسلوب جمع البيانات والمعلومات :

- **الجانب النظري** : استُخدمت في الإطار النظري للدراسة مجموعة من الكتب والرسائل العلمية، بالإضافة إلى الأبحاث والدراسات المنشورة في المجلات المحكمة.
- **الجانب الميداني** : تم الاعتماد في الجانب الميداني على موقع الأسواق المالية لمنطقة اليورو للحصول على البيانات التاريخية ومعالجتها إحصائيا، من خلال الكشف عن أسعار الأسهم اليومية معبر عنها بسعر الإغلاق.

3.1. مجتمع وأداة الدراسة وعينتها : لدراسة مدى استقرارية مؤشرات الأسواق المالية نقوم بالاختبارات السالفة الذكر وذلك للبحث عن وجود جذر وحدوي لسلسلة الزمنية محل الدراسة، ودرجة استقراريتها ومدى وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وذلك عند الفترة 2011/01/03 الى 2014/12/31 أي حوالي 993 مشاهدة يومية لأسواق بورصة (باريس ،أثينا ،اسبانيا،ألمانيا)

2- الاختبارات والأساليب الاحصائية المعتمدة:

يتم دراسة الاستقرارية وذلك باستخدام تقنية السلاسل الزمنية ومعالجة البيانات بالبرنامج الاحصائي eviews 08، إذ يتطلب ذلك مجموعة من الاختبارات نذكر منها :

2-1-اختبار Dickey et Fuller (1979) DF (الجذر الوحدوي)

يسمح هذا الاختبار بمعرفة إذا ما كانت السلسلة الزمنية مستقرة أم لا، عن طريق تحديد مركبة الاتجاه العام إن كانت هذه المركبة عشوائية أو تحديديه، ويقوم هذا الاختبار على الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى AR(1) والذي يكتب من الشكل:

$$Yt = \Phi 1 \; Yt\text{-}1 + \varepsilon t \qquad \ldots\ldots(1)$$

إذ يجب أن تكون الأخطاء العشوائية المعبر عنها بـ εt متوسطها معدوم ومستقلة عن الزمن وعن بعضها البعض وذات تباين ثابت؛

عند طرح Yt-1 من طرفي معادلة الانحدار الذاتي السابقة نجد :

$$\nabla Yt = (\Phi 1 - 1)\, Yt\text{-}1 + \varepsilon t$$ وبوضع $\lambda = \Phi 1 - 1$ نجد : $$Yt = \lambda Yt\text{-}1 + \varepsilon t \quad \ldots(2)$$

نلاحظ أن انعدام λ يعني اختبار $\Phi = 1$ ، وعليه سمي باختبار جذر الوحدة، وللقيام بهذا الاختبار يتم إتباع المراحل التالية

بعد القيام بتقدير معلمات النموذج نحسب t بطريقة MCO، وتتم مقارنة القيم المحسوبة مع القيم المجدولة بجدول DF.

فإذا كانت القيم المحسوبة أكبر من القيم المجدولة نقبل فرضية العدم، ونرفض الفرضية البديلة أي $\Phi = 1$ و $\lambda = 0$ ومنه $\nabla Yt = \varepsilon t$ أي أن الجذر وحدوي، والسلسلة غير مستقرة .

وإذا كانت القيم الجدولة أكبر من المحسوبة نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة أي: $\Phi \neq 1$ و $\lambda \neq 0$ ومنه السلسلة مستقرة.

لا نكتفي باختبارDF، وانما يتم الاختبار على نموذجين آخرين، هما نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت، ونموذج الانحدار الذاتي مع مركبة الاتجاه العام، ليصبح عدد النماذج ثلاثة8 وهي:

– نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى: $M(1): \nabla Yt = (\Phi 1 - 1)\ Yt-1 + \varepsilon t$.

– نموذج الانحدار الذاتي مع وجود الثابت : $M(2): \nabla Yt = (\phi 1 - 1)\ Yt-1 + C + \varepsilon t$

– نموذج الانحدار الذاتي مع وجود مركبة الاتجاه العام :.$M(3): \nabla Yt = (\Phi 1 - 1)\ Yt-1 + bt + C + \varepsilon t$

تتطلب طريقة الاختبار في نموذج الانحدار الذاتي مع وجود ثابت ونموذج الانحدار مع وجود مركبة اتجاه عام مراعاة المعنوية الإحصائية للمقدرات الباقية، فإذا كانت جميع المقدرات لاتختلف معنويا عن الصفر فإن السلسلة مستقرة ($\lambda = C = b = 0$).

بتالي فإن نموذج DF يقوم على فرضية أن الأخطاء العشوائية مستقلة عن بعضها البعض، وفي حالة عكس ذلك فإن هذا الاختبار مرفوض ومنه يستخدم اختبارADF .

2–2– اختبارADF *(1981)* Dickey Fuller Augmentes

يقوم *اختبار*ADF على اختبار المعنوية الإحصائية لمقدرة النماذج المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية وهي9:

– نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة P AR(P):

$$M(4): \nabla Yt = \lambda Yt - \sum_{j=2}^{p} \Phi\ 1\ \nabla Yt-j+1 + \varepsilon t$$

– نموذج AR(P) مع وجود الثابت : .

$$M(5): \nabla Yt = \lambda Yt-1 - \sum_{j=2}^{p} \Phi\ 1\ \nabla Yt-j+1 + c + \varepsilon t$$

– نموذج AR(P) مع وجود الثابت والاتجاه العام :

$$M(5): \nabla Yt = \lambda Yt-1 - \sum_{j=2}^{p} \Phi\ 1\ \nabla Yt-j+1 + bt + c + \varepsilon t$$

يتم اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرة الأولى ϕi في كل النموذج، ويتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على إحصائية AKAIKE أو إحصائية SCHARZ ، إذ يتطلب هذا الاختبار جدول إحصائي مخالف عن الاختبار الأول

2–3–اختبارPP (1988) Phillips et Perron :

يهدف هذا الاختبار من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية وذلك للقيام بالتصحيح الغير معلمي لإحصائيات DF مع الأخذ بعين الاعتبار إلغاء التحيز الناجم عن التذبذبات العشوائية..

3–حدود الدراسة :

تتمثل حدود دراسة كفاءة مؤشرات الأسواق المالية لموشرات (Dax.Athen.Ftse.Cac40) خلال الفترة من2011/01/03 إلى 2014/12/31 أي حوالي 993 مشاهدة يومية.

4–صعوبات الدراسة : تمثلت في قلة الأدبيات النظرية المتناولة لهذا الموضوع، وصعوبة الحصول على البيانات التاريخية للعينة موضوع الدراسة.

5–اختبار الفرضيات:

باعتبار فترة الثقة المعتمدة في الدراسة هي (95%)، سيتم اختبار فرضيات الدراسة من خلال قبول فرضية العدم أو رفضها وقبول الفرضية البديلة بناءً على ما يلي :

- قبول فرضية العدم H_0 إذا كان مستوى الدلالة الإحصائية أكبر من (0.05)؛
- رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 إذا كان مستوى الدلالة أقل من أو يساوي (0.05).

ولأجل اختبار فرضيات الدراسة باستخدام بعض الأدوات الإحصائية تم التأكد من أن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي من خلال استخدام اختباري Skewness و Kurtosis

5-1-اختبار الفرضية الاولي: حسب الجدول 1-2-3-4-5 وحسب كافة الاختبارت المعتمدة فان مؤشرات اسواق عينة الدراسة تسير سيرا عشوائيا.

5-2- اختبار الفرضية الثانية : من خلال الجدول رقم (1) معاملات الارتباط الذاتي البسيط كلها خارج مجال الثقة يمكن القول أن دالة الارتباط الذاتي للسلسلة متزايدة مع تزايد الفجوات الزمنية، إذ هناك أثر لماضي السلسلة المدروسة يمكن قول أنه حسب اختبار دالة الارتباط الذاتي السلسلة مستقرة، وبالنظر إلى معاملات الارتباط الذاتي الجزئي نلاحظ أنها لا تختلف معنويا عن الصفر ما عدا المعامل الأول الذي يختلف معنويا عن الصفر بنسبة مجازفة 5%.وهذا ينطبق على كافة مؤشرات الدراسة.

ومن خلال الجدول 1-2-3-4-5 -6-7-8-9 والشكل 1-2-3- 4 يتضح لنا عند اختبار Df للمستويات كانت القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة عند وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت القيمة الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% اكبر من T test ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

كما نلاحظ أن القيم المحسوبة ل p-value وجود ثابت وعند وجود ثابت واتجاه وبدون ثابت أقل من القيم الجدولية عند القيمة الحرجة 5 %،1% ومنه نقبل H0 ونرفض H1 أي السلسلة غير مستقرة .

وعند اختبار دكي فولر للفروق الأولى ADF فإن القيمة المحسوبة ل T tes عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة .

كما أن اختبار دكي فولر للفروق الأولى كانت القيمة المحسوبة ل p-value عند وجود ثابت أو مع وجود ثابت واتجاه أو بدون ثابت أكبر من القيمة الجدولية القيمة الحرجة 5 %،1% .اي نقبل H1 ونرفض H0 ومنه السلسة مستقرة

أي أن سلسلة مؤشر كل من Dax.Cac40.Ftse.Athen للبورصات ألمانيا واسبانيا وباريس مستقرة عند الفروقات الاولى.

5-3-اختبار الفرضية الثالثة: حسب اختبارات ADF لجذر الوحدة للمستويات و للفروقات واختبار فيليبس بيرون للمستويات وللفروقات فإن كل من مؤشر سلسة CAC40 وAthen وDax من 2011/01/03 إلى 2014/12/31 ومنه هناك تأثير لماضي السلاسل الزمنية وهي مستقرة كما أن السلسلة تسير سير عشوائي أي أن هناك انعكاس للمعلومة في المدى القريب على سعر الورقة المالية ومنه بورصة باريس وأثينا وألمانيا كفئة على المدى الضعيف كما يلاحظ أن مؤشرات البورصات لا تتوزع توزيعا طبيعيا وذلك من خلال معياري Skewness والذي يختلف عن الصفر و Kurtosis؛ إذ أن هذا الأخير يختلف عن 3، وإحصائية Jarque-Bera أكبر من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$.

6-نتائج الدراسة:

بناءا على كل الاختبارات السابقة والخاصة بدالتي الارتباط الذاتي والجزئي والاختبارات الخاصة بالاستقرارية والمتمثلة في اختبار ADF لجذر الوحدة للمستويات و للفروقات واختبار فيليبس بيرون للمستويات وللفروقات فإن كل من مؤشر سلسة CAC40 وAthen و Dax من 2011/01/03 إلى 2014/12/31 ومنه هناك تأثير لماضي السلاسل الزمنية وهي مستقرة كما أن السلسلة تسير سير عشوائي أي أن هناك انعكاس للمعلومة في المدى القريب على سعر الورقة المالية ومنه بورصة باريس وأثينا وألمانيا كفئة على المدى الضعيف.

7-التوصيات

1-يتطلب استمرار الوحدة والتكامل في منطقة اليورو التطوير التدريجي لاتحاد مصرفي كامل واتحاد مالي كامل واتحاد اقتصادي وسياسي هادف ومتزن.

2-يتعين على الدول القوية والتي لها القدرة على توجيه السياسة في الأسواق المالية كألمانيا في التحفيز المالي، السياسة قادرة على تعزيز الإنفاق المحلي، والحد من الفائض الخارجي.

3-ضرورة ضمان الاستقرار الاقتصادي لجميع الدول الأعضاء في التكتل وسرعة مواجهة أي تصدعات قد تؤثر على الوحدة.

4-تعتبر عدم تحريك بعض الدول الأعضاء في التكتل الاقتصادي لمواجهة الأزمات التي تقصف بالوحدة النقدية والتكامل في الأسواق يعني تفاقم الأزمة وتجاهل صندوق النقد الدولي وتدخله في الشؤون الاقتصادية لهذا الكتل وما يترتب عنه من تراجع لسيادة الاستقلالية في هذا التكتل.

ملحق الجداول والأشكال البيانية

الجدول رقم1: دالتي الارتباط الذاتي والارتباط الذاتي الجزئي لعوائد مؤشر بورصة CAC40

Date: 05/17/15 Time: 09:40
Sample: 1 993
Included observations: 993

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.994	0.994	985.01	0.000
		2	0.989	0.012	1960.4	0.000
		3	0.984	0.024	2926.7	0.000
		4	0.979	0.033	3884.8	0.000
		5	0.975	0.032	4835.4	0.000
		6	0.971	0.053	5779.6	0.000
		7	0.967	-0.040	6716.5	0.000
		8	0.962	-0.030	7645.5	0.000
		9	0.958	0.025	8567.1	0.000
		10	0.954	0.004	9481.5	0.000
		11	0.950	0.003	10389.	0.000
		12	0.945	-0.045	11288.	0.000
		13	0.941	0.059	12181.	0.000
		14	0.937	0.022	13068.	0.000
		15	0.934	0.007	13948.	0.000
		16	0.930	-0.012	14823.	0.000
		17	0.926	-0.028	15690.	0.000
		18	0.921	-0.032	16551.	0.000
		19	0.917	0.028	17404.	0.000
		20	0.913	0.013	18251.	0.000

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الجدول رقم (2) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر CAC40 (باريس)

Augmented Dickey – Fuller (ADF) and (DF) Unit Root Tests

اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)			اختبار دكي فوللر للمتساويات DF-(DF-Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept		
-2.567298	-3.967336	-3.436729	-2.567295	-3.967326	-3.436722	%1	المتغيرات
-1.941143	-3.414354	-2.864245	-1.941143	-3.414350	-2.864242	% 5	
-31.82673	-31.81056	-31.81213	0.047404	-2.401508	-1.450378	T-test	
0.0000	0.0000	0.0000	0.6977	0.3785	0.5585	P-Value	

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

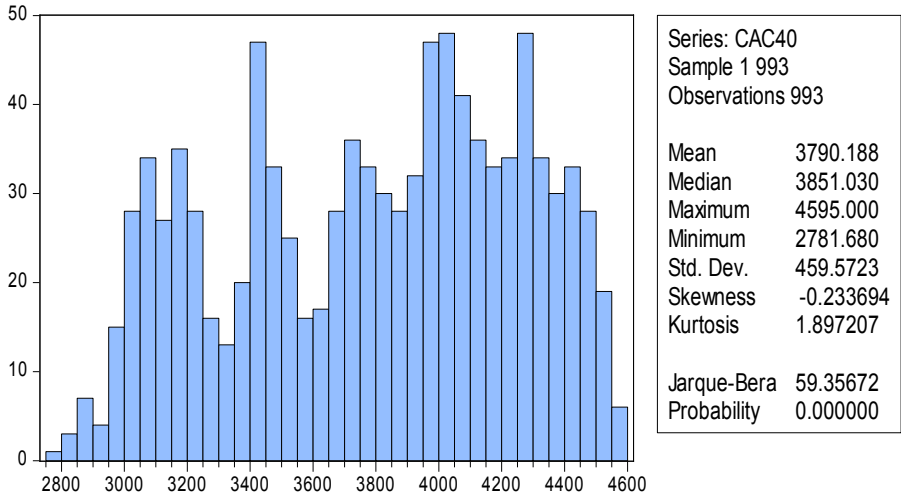
الجدول رقم (3) يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر CAC40

Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

اختبار فيليبس-وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)			اختبار فيليبس-وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept		
-2.567298	-3.967336	-3.436729	-2.567295	-3.967326	-3.43672		المتغيرات
-1.941143	-3.414354	-2.864245	-1.941143	-3.414350	-2.86424		
-31.96789	-31.95704	-31.95266	0.088021	-2.290346	-1.319646	T-test	
0.0000	0.0000	0.0000	0.7105	0.4383	0.6222	P-Value	

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الشكل (1): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر بورصةCAC40



من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الجدول رقم (4) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر اثينا (اليونان)

Augmented Dickey – Fuller (ADF) and (DF) Unit Root Tests

	اختبار دكي فوللر للمتساويات DF–(DF–Test for Levels)			اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه	بدون ثابت None
المتغيرات	T–test	-0.919705	–0.908955	0.599889	–29.35034	–29.34469	–29.34439
	P–Value	0.7822	0.9533	0.8458	**0.0000**	**0.0000**	**0.0000**

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

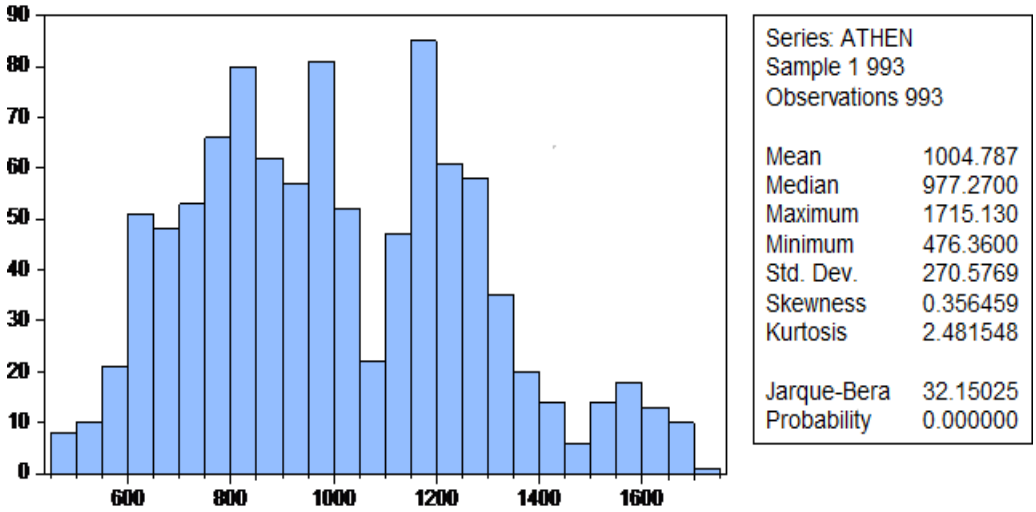
الجدول رقم (5) يوضح اختبار فيليبس–وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر اثينا

Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

	اختبار فيليبس–وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)			اختبار فيليبس–وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)		
		الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None	الثابت Intercept	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	بدون ثابت None
المتغيرات	T–test	–0.968465	–0.956499	0.568261	–29.29683	–29.28988	–29.29279
	P–Value	0.7660	0.9477	0.8389	**0.0000**	**0.0000**	**0.0000**

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الشكل (2): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر بورصة اثينا



من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الجدول رقم (6) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Dax

Augmented Dickey – Fuller (ADF) and (DF) Unit Root Tests

اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)			اختبار دكي فوللر للمتساويات DF-(DF-Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه	الثابت Intercept		
-31.7015	-31.72157	-31.71387	-1.811047	-1.835187	-1.615327	T-test	المتغيرات
0.0000	0.0000	0.0000	0.2175	0.6869	0.4743	P-Value	

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

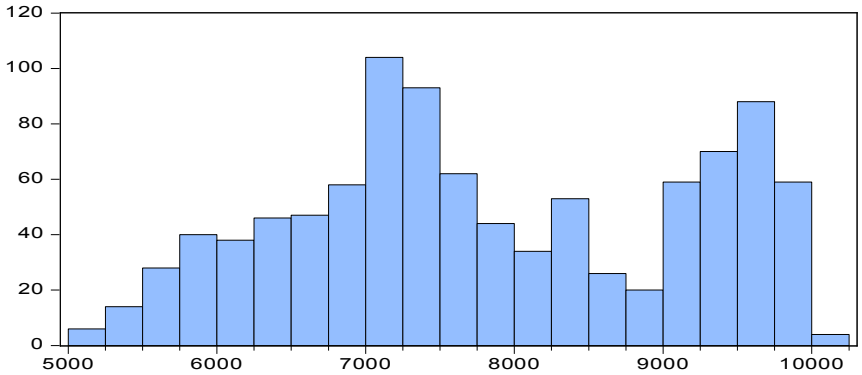
الجدول رقم (7) يوضح اختبار فيليبس-وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر dax

Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

اختبار فيليبس-وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)			اختبار فيليبس-وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه Trend and tercept	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه Trend and Intercept	الثابت Intercept		المتغيرات
-31.70078	-31.72121	-31.71320	-1.184886	-1.861615	-1.615156	T-test	
0.0000	0.0000	0.0000	0.2162	0.6736	0.4744	P-Value	

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الشكل (3): التوزيع الاحتمالي لسلسلة مؤشر Dax



Series: DAX
Sample 1 993
Observations 993

Mean	7826.070
Median	7641.840
Maximum	10060.91
Minimum	5063.590
Std. Dev.	1308.173
Skewness	0.041399
Kurtosis	1.891433
Jarque-Bera	51.13023
Probability	0.000000

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الجدول رقم (8) اختبار دكي فوللر لجذر الوحدة لمؤشر Ftse

Augmented Dickey – Fuller (ADF) and (DF) Unit Root Tests

اختبار دكي فوللر للفروق الاولى (ADF- Test for Deference)			اختبار دكي فوللر للمتساويات DF–(DF–Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه	الثابت Intercept		
–31.30012	–31.27667	–31.2882	0.284379	–3.243799	–1.683673	T–test	المتغيرات
0.0000	0.0000	0.0000	0.7681	0.0766	0.4393	P–Value	

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

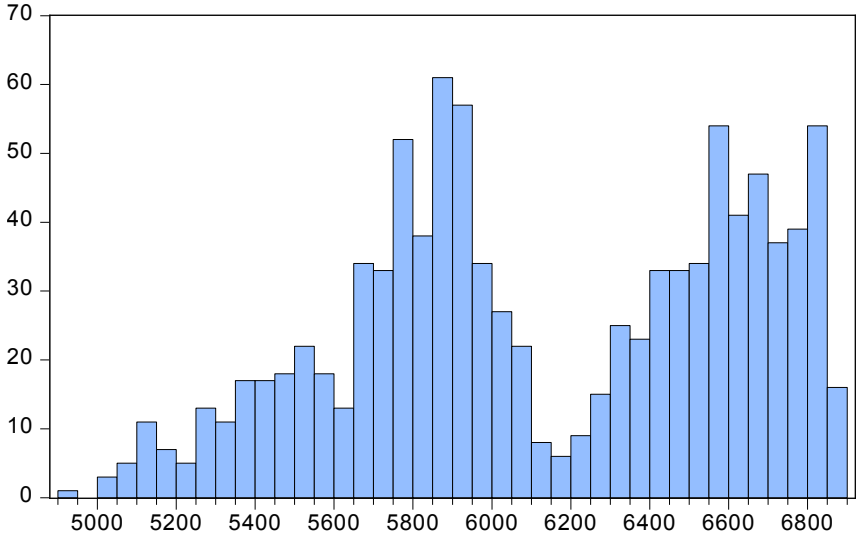
الجدول رقم (9) يوضح اختبار فيليبس–وبيرون لجذر الوحدة لمؤشر Ftse

Phillips-Perron Test (PP) Unit Root Tests

اختبار فيليبس–وبيرون للفروق الاولى (PP- Test for Deference)			اختبار فيليبس–وبيرون للمتساويات (PP-Test for Levels)				
بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه	الثابت Intercept	بدون ثابت None	الثابت و الاتجاه	الثابت Intercept		
–31.365776	–31.34256	–31.35378	0.318563	–3.243963	–1.602517	T–test	المتغيرات
0.0000	0.0000	0.0000	0.7775	0.0765	0.4809	P–Value	

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

الشكل (4): التوزيع الاحتمالي لسلسة مؤشر Ftse .



Series: FTSE
Sample 1 993
Observations 993

Mean	6131.482
Median	6047.340
Maximum	6878.490
Minimum	4944.440
Std. Dev.	487.5691
Skewness	-0.178944
Kurtosis	1.903875
Jarque-Bera	55.01115
Probability	0.000000

من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews 08

المراجع والهوامش المعتمدة :

[1] منير إبراهيم هندي، **مستقبل أسواق رأس المال العربية**، منشأة المعارف مصر، الإسكندرية، 1995، الصفحة 13

[2] مفتاح صالح، معارفي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07 ، 2010/2009، الصفحات 183-185

[33] أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، الصفحة140-141

[4] عبد الله بن الضب، **مرجع سابق** ،ص 255

[5] **انظر الى** : عبد الله بن الضب، **مرجع سابق** ،ص ر :جامعة السودان http :// www.sustech.edu/sudannezAR/index-php

[6] عبد بن الضب الله، **مرجع سابق**، ص .

[7] Sami Gharbi **Reaction de la voltilite boursiere aux annonces macro-economiques ; cas de la Bourse de Paris** :Laboratoire BESTMOD.Institut Superieur de Gestio ;Universite de Tunis ;2002

انظر الى عبد بن الضب ،**مرجع سابق** ،ص خ

8R.BOURBONNAIS, **Économétrie**.5 eme edition Dunod, Paris.2005.Page 233

9 Ibid.Page 234