جامعة قاصدي مرابع- ورقلة-كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث التخصص: مالية ومحاسبة

بعنوان:

محاولة اختبار تكامل الأسواق المالية وأثره على التنويع الدولي في المحفظة المالية

حالة مجموعة من الأسواق الدولية المتطورة والناشئة خلال الفترة (1989-2014) مع الاشارة لأسواق دول شمال افريقيا

من إعداد المترشحة:

راضية كروش

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2017/10/24

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ.د. علاوي محمد لحسن (أستاذ التعليم العالي – جامعة قاصدي مرباح – ورقلة)......مشرفا أ.د. عبد الغني دادن (أستاذ التعليم العالي – جامعة قاصدي مرباح – ورقلة)مشرفا أ.د. قدي عبد المجيد (أستاذ التعليم العالي – جامعة الحزائر 3 – الجزائر)مناقشا أ.د. علي بن الضب (أستاذ محاضر – المركز الجامعي بلحاج شعيب – عين تيموشنت)..مناقشا أ.د. شربي محمد لهين (أستاذ محاضر – جامعة – جامعة قاصدي مرباح – ورقلة)مناقشا أ.د. عماني لمياء (أسلة محاضر – جامعة – جامعة قاصدي مرباح – ورقلة)...... مناقشا

جامعة قاصدي مرباح- ورقلة-كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير غرب ويموسن التسيير غرب التسيير التسير التسيير التسير التسير التسير التسير التسير التسيير التسير ال

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث

التخصص: مالية ومحاسبة

محاولة اختبار تكامل الأسواق المالية وأثره على التنويع الدولي في المحفظة المالية

حالة مجموعة من الأسواق الدولية المتطورة والناشئة خلال الفترة (1989–2014) مع الاشارة لأسواق دول شمال افريقيا

من إعداد المترشحة:

راضية كروش

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2017/10/24

أمام اللجنة المكونة من السادة:

- أ.د. علاوي محمد لحسن (أستاذ التعليم العالي جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... رئيسا
- أ.د. عبد الغني دادن (أستاذ التعليم العالي جامعة قاصدي مرباح- ورقلة)مشرفا
- أ.د. قدي عبد المجيد (أستاذ التعليم العالي جامعة الحزائر 3- الجزائر)مناقشا
- أ.د.علي بن الضب (أستاذ محاضر المركز الجامعي بلحاج شعيب عين تيموشنت)..مناقشا أ.د. شربي محمد لهين (أستاذ محاضر – جامعة - جامعة قاصدي مرباح – ورقلة)مناقشا
- أ.د. عماني لمياء (أستاذ محاضر جامعة جامعة قاصدي مرباح ورقلة)..... مناقشا

إهداء

إلى من وفر لي متطلبات النجاح و التفوق و وجمني إلى طريق الى من وفر لي الخالي أطال الله في عمره.

إلى من حملتني وهنا على وهني و عمرتني بعطفها و حنانها أمي الى من حملتني وهنا على وهني و عنائه الله.

إلى كل أفراد عائلتي.

إلى أساتذتي من التعليم الابتدائي إلى التعليم الجامعي.

إلى كل الأحدةاء الذين يسعمم القلب ولا تسعمم مذه الصحفة

راضية

الشائر .

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعاني ووفقني على انجاز هذا العمل.

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف عبد الغني دادن الذي لم يبخل عليها بتوجيهاته ونصائحه القيمة حول الموضوع، وأرائه السديدة التي كانت عونا لنا في إتمام هذه الأطروحة.

كما أتوجه بجزيل الشكر والإمتنان إلى كل من ساعدين من قريب أو من بعيد على انجاز هذا العمل. وأخص بالذكر الأساتذة الكرام: عدلى ابراهيم؛ برقوقي ابراهيم؛ جعيدي زياد.

كما أتقدم بشكري للاساتذة الذين لم يبخلوا علينا بتوجيهاتهم والرد عن الاستشارات المتعلقة بالدراسة وأخص بالذكر: بن قانة اسماعيل؛ سلامي أحمد؛ أشواق بن قدور؛ عاطف وصلي؛ هشام لبزة؛ هشام عياد.

كما أشكر أساتذي على دعمهم المعنوي لاتمام هذه الأطروحة وأخص بالذكر: محمد الجموعي قريشي، محمود فوزي شعوبي، ابراهيم بختي، دويس محمد الطيب، عمر موساوي.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل.

"عسى الله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"

الملخص:

تمدف هذه الدراسة لاختبار مدى تكامل/انفصال الأسواق المالية وتأثير هذه العلاقة على العوائد الجحنية من عملية التنويع الدولي، بالاعتماد على عينة لعشرة من الأسواق المتطورة والناشئة مقسمة بين أوروبا؛ أمريكا وآسيا، متمثلة في الأسواق التالية : فرنسا؛ الطاليا؛ هونغ كونغ؛ اليابان؛ كندا؛ الولايات المتحدة الأمريكية أندونيسيا؛ ماليزيا؛ البرازيل؛ المكسيك،

تتمثل بيانات الدراسة في أسعار الإغلاق ل لهؤشرات الرئيسية لهذه الأسواق، والمستخرجة من قاعدة البيانات 31 المحتدة على 1989 إلى غاية 31 درسمبر 2014 بتردد شهري متحصلين على 303 مشاهدة، حيث اعتمدنا على هذه الفترة من أجل الحصول على عدد كافي من المشاهدات للقيام بالاختبارات اللازمة لدراسة التكامل خلال فترات فرعية كما أن هذه الفترة شهدت عدة أزمات مالية للإجابة على إشكالية الدراسة استخدمنا مجموعة من النماذج الإحصائية : اختبار التكامل المشترك؛ نموذج الانحدار الذاتي للفحوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL، بالإضافة لنماذج بانل.

توصلت الدراسة إلى تأكيد وجود علاقة طردية بين كل من التدفقات المالية؛ الاستثمار الأجنبي؛ تطور السوق المالي، تطور الإنتاج الصناعي والعوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي كما تبين وجود علاقة عكسية بين كل من التضخم؛ سعر الصرف؛ سعر الفائدة وعوائد التنويع.

الكلمات المفتاحية: تكامل مالي؛ تنويع دولي؛ محفظة مالية؛ تكامل مشترك؛ ارتباط؛ عوائد؛ مخاطر؛ أسواق مالية؛ أزمات مالية.

Résumé:

L'objet de cette étude est de tester l'intégration/segmentation des marchés financiers, et ses implications sur les gains de la diversification internationale. De ce fait nous avons adapté un échantillon des marchés développés et émergents entre l'Europe ; Amérique et l'Asie, à savoir les marchés suivants : France; Italie; Hong Kong; Japon; Canada; USA; Indonésie; Malaisie; Brésil et Mexic.

Pour mener à bien cette étude, on a eu recours aux indices principaux des marchés mentionnés, exportés de la base de données MSCI, pendant une période entre le 30 Septembre 1989 et 31 Décembre 2014, par fréquence mensuel, et ce pour avoir un nombre suffisant des observations, pour faire tester la cointégration durant les sous-périodes, aussi cette période a connu des crises financières.

Afin de nous permettre de répondre à notre problématique nous avons utilisé divers tests et méthodes statistiques à savoir : test de cointégration ; model ARDL et les méthodes de Panel. Les résultats ont confirmé l'existence d'une relation positive entre les flux des capitaux ; investissement étranger indirect ; développement du marché boursier et les revenus de la diversification internationale, et une autre relation négative entre ce dernier et l'inflation ; taux de change et le taux d'intérêt.

Mots Clés: intégration financière; diversification internationale; portefeuille financier; cointégration; corrélation; rendement; risque; marchés financiers; crises financières.

المحتويات

الصفحة	المعنوان
IV	الاهداء
V	الشكر
VI	ملخص الدراسة
VII	قائمة المحتويات
XI	قائمة الجداول
XIII	قائمة الأشكال
XIV	قائمة الاختصارات
XV	قائمة الملاحق
ب	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي
02	تمەيد
03	I. عولمة الأسواق المالية
03	1.I. مفهوم العولمة المالية
03	2.I. مظاهر العولمة المالية
04	3.I. العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية
04	1.3.I بدايات العولمة المالية
05	3.I. لعوامل المساعدة على تطور العولمة المالية
07	II. الملامح الأساسية لتكامل الأسواق المالية
07	II. 1. مفاهيم أساسية حول أسواق الأوراق المالية
07	1.1 .II سوق الأوراق المالية
08	II. 1. وظائف سوق الأوراق المالية
09	II. 1. 8. الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
09	II. 1. كفاءة سوق الأوراق المالية:
10	II. 2. آلية تكامل أسواق الأوراق المالية
10	II. 2. 1. نشأة وتطور التكامل المالي
11	II. 2. 2. مفهوم تكامل الأسواق المالية
13	II. 2. 3. خصائص تكامل الأسواق المالية ومستوياته
17	II. 2. 4. العوامل المحددة لتكامل الأسواق المالية.
18	II. 2. 5. طرق قياس التكامل المالي

19	III. إستراتيجية التنويع الدولي في حافظة الأوراق المالية
19	1.III. عموميات حول حافظة الأوراق المالية
19	1.III. مفهوم المحفظة المالية
20	1.III. 2 أهداف ووظائف المحفظة المالية
21	2.III. التنويع الدولي في حافظة الأوراق المالية
21	1.2.III. نظريات محفظة الأوراق المالية
25	3.III. مفهوم التنويع الدولي في حافظة الأوراق المالية
25	3.III. مفهوم التنويع في حافظة الأوراق المالية
26	3.III. 2 أساليب التنويع في حافظة الأوراق المالية
30	الخلاصة
31	الفصل الثاني: الخلفية التطبيقية للتكامل المالي والتنويع الدولي
32	تمهيد
33	I. الخلفية التطبيقية لتكامل الأسواق المالية
33	1.I. دراسات متعلقة بتكامل الأسواق المالية في ظروف عادية
39	2.I. دراسات متعلقة بتكامل الأسواق المالية في ظل الأزمات المالية
45	II. الخلفية التطبيقية للتنويع في حافظة الأوراق المالية
45	1.II. دراسات متعلقة بالتنويع الدولي في ظروف عادية
46	2.II دراسات متعلقة بالتنويع الدولي في ظل الأزمات المالية
49	III. دراسات متعلقة بتكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي
49	1.III. دراسات متعلقة بمتغيري الدراسة
51	2.III. موقع الدراسة الحالية من الهراسات السابقة
52	الفصل الثالث: دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية
55	تمهید
56	I. طريقة جمع بيانات الدراسة والنماذج المستخدمة
57	1.I. طريقة جمع بيانات الدراسة
58	2.I. الاختبارات والنماذج المستخدمة بالدراسة
59	II. الإحصائية الوصفية والارتباط الذاتي للأسواق
59	1.II. الإحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية
60	II. 2. دالة الارتباط الذاتي لمؤشرات أسواق الأوراق المالية
64	III. اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية.
64	1.III. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق.

65	2.III. تحديد درجة تأخير شعاع الانحدار الذاتي
66	3.III. اختبار التكامل المشترك لجوهانسن
67	4.III. دراسة التكامل على المدى القصير باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM
69	5.III. دراسة تكامل الأسواق المتطورة والناشئة
71	6.III. مناقشة النتائج المتعلقة باختبارات تكامل أسواق الأوراق المالية
71	IV. تكامل الأسواق المالية تحت تأثير عدوى الأزمات
71	1.IV. لمحة عن الأزمات المالية التي شهدتها فترة الدراسة
79	2.IV. دراسة تأثير الأزمات المالية على علاقات التكامل المالي
83	3.IV. مناقشة النتائج المتعلقة بتأثير الأزمات المالية على عملية التكامل بين الأسواق
84	IIV. اختبار تكامل أسواق دول شمال إفريقيا
84	1.IIV. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية
85	2.IIV. دراسة تكامل أسواق دول شمال إفريقيا
87	3.IIV. ضرورة تكامل الأسواق العربية في ظل الانفتاح المالي والعولمة المالية
87	1.3.IIV. معوقات تكامل الأسواق المالية العربية
88	3.IIV. 2. الجهود المبذولة لتوجيه الأسواق العربية نحو التكامل
89	3.3.IIV الإسهامات المحتملة للتكامل المالي في دعم التنمية الاقتصادية
91	الخلاصة:
92	الفصل الرابع: تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي
93	تمهید:
94	I. تحليل انتقال الأزمة المالية 2008 إلى الأسواق المالية المتطورة والناشئة
94	1.1. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية
95	2.1. دراسة التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة
	ARDL
95	3.I. تقدير نموذج التوازن في المدى الطويل باستخدام نموذج ARDL
101	4.I. اختبار استقرار النماذج (Stability Test)
104	II. تأثير تكامل الأسواق المالية على عوائد التنويع الدولي
104	1.II. دراسة تأثير معاملات التقارب على عوائد المحافظ الدولية
104	1.1.II. متغيرات الدراسة وقواعد البيانات المستخدمة
104	2.1.II. قواعد البيانات المستخدمة في استخراج البيانات
105	1.II. 3. منهجية الدراسة والنموذج المستخدم
105	1.II. 4. تقدير العلاقة بين عوائد الأسواق المالية ومعاملات التقارب

115	2.II. تحليل سببية عوائد الأسواق المالية وارتباطها
115	2.II. تحليل سببية عوائد الأسواق المالية
120	2.2.II تحليل ارتباط عوائد الأسواق المالية
123	3.II. تحليل تأثير تكامل الأسواق المالية على فرص التنويع الدولي
123	3.II. عوائد التنويع الدولي على المدى الطويل
124	3.III. 2. عوائد التنويع الدولي على المدى القصير
126	3.3.III. مناقشة النتائج المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي
128	الخلاصة
129	خاتمة
136	قائمة المراجع
144	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
15	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حسب المنطقة للفترة 2010–2012	الجدول (1-1)
56	بيانات حول عينة الدراسة	الجدول (3-1)
59	نتائج الإحصائية الوصفية لسلاسل الأسواق الأوراق المالية الهتطورة	الجدول (2-3)
59	نتائج الإحصائية الوصفية لسلاسل الأسواق الأوراق المالية الناشئة	الجدول (3-3)
64	نتائج اختبار ADF لأسعار مؤشرات الأسواق المتطورة والناشئة	الجدول (4-3)
65	نتائج اختبار PP لأسعار مؤشرات الأسواق المتطورة والناشئة	الجدول (3-5)
66	نتائج فترات الإبطاء لنموذج VAR (الأسواق المتطورة)	الجدول (3-6)
66	نتائج فترات الإبطاء لنموذج VAR (الأسواق الناشئة)	الجدول (3-7)
67	نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن	الجدول (3-8)
68	نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن بين المجموعات الفرعية في الأسواق	الجدول (3-9)
	المتطورة	
69	نتائج نموذج تصحيح الخطأ VECM	الجدول (3-10)
69	نتائج فترات الإبطاء لنموذج VAR	الجدول (3-11)
70	نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن بين الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة	الجدول (3-12)
70	نتائج نموذج تصحيح الخطأ VECM	الجدول (3-13)
82	نتائج اختبارات التكامل لجوهانسن	الجدول (14-3)
84	يلخص الإحصاء الوصفي لدول شمال إفريقيا	الجدول (3-15)
85	اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ADF & PP »	الجدول (3-16)
85	نتائج اختبار VAR لفترات الإبطاء	الجدول (3-17)
86	نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن لدول شمال إفريقيا	الجدول (3-18)
94	اختبار جدر الوحدة باستخدام ADF وPP	الجدول (4-1)
95	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود	الجدول (4-2)
97	مقدرات معلمات الأجل الطويل معادلة محفظة الأسواق المتطورة	الجدول (4-3)
97	مقدرات معلمات الأجل الطويل محفظة الأسواق الناشئة	الجدول (4-4)
98	مقدرات معلمات الأجل الطويل معادلة محفظة الأسواق المتطورة	الجدول (4-5)
98	مقدرات معلمات الأجل الطويل محفظة الأسواق الناشئة	الجدول (4-6)
99	نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج الـARDL لعوائد محفظة الأسواق	الجدول (4-7)
	المتطورة	
100	نتائج تقدير النموذج تصحيح الخطأ لنموذج الـARDL لعوائد محفظة الأسواق	الجدول (4-8)

	الناشئة	
100	نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج الل ARDL لعوائد محفظة الأسواق	الجدول (4-9)
	المتطورة	
101	نتائج تقدير النموذج تصحيح الخطأ لنموذج الARDL لعوائد محفظة الأسواق	الجدول (4-10)
	الناشئة	
105	طريقة الاختيار التدريجي stepwise regression	الجدول (4-11)
108	نموذج الآثار الثابتة	الجدول (4-12)
109	اختبار وجود الآثار الفردية الثابتة	الجدول (4-13)
109	اختبار الآثار الفردية العشوائية	الجدول (4-14)
110	نتائج تقدير النموذج التجميعي	الجدول (4-15)
110	نتائج اختبار حسن التوصيف Ramsey	الجدول (4-16)
111	نموذج انحدار متعدد لإزالة الارتباط الذاتي بطريقة كوكران أوركت	الجدول (4-17)
112	نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء العشوائية	الحدول (4–18)
116	نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة 1989-1997	الجدول (4-19)
117	نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفوة 1997-1999	الجدول (4-20)
117	نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة 2000-2007	الجدول (4-21)
118	نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الأزمة المالية 2008-2009	الجدول (4-22)
118	نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة 2009-2014	الجدول (4-23)
120	مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 1989-1997	الجدول (4-24)
120	مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 1997-1999	الجدول (25-4)
120	مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 2000-2007	الجدول (4-26)
121	مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009	الجدول (4-27)
121	مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014	الجدول (4-28)

قائمة الأشكال

الصفحة	العروان	الرقم
13	تطور تدفقات رؤوس الأموال بالدول الناشئة 1980-2012	الشكل (1-1)
14	تطور تدفقات رؤوس الأموال بالدول المتقدمة 1980-2012	الشكل (2-1)
22	خط سوق رأس المال	الشكل (1-3)
23	خط سوق الأوراق المالية	الشكل (1-4)
61	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة هونغ كونغ	الشكل (1-3)
61	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة فرنسا	الشكل (2-3)
61	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة اليابان	الشكل (3-3)
61	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة الولايات المتحدة	الشكل (3-4)
62	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة ايطاليا	الشكل (3-5)
62	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشركندا	الشكل (3-6)
62	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر البرازيل	الشكل (3-7)
62	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر المكسيك	الشكل (3-8)
63	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر اندويسيا	الشكل (9-3)
63	نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر ماليزيا	الشكل (3-10)
101	نتائج اختباري CUSUMSQ و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة	شکل (1-4)
	تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق المتطورة	
102	نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة	شکل (2-4)
	تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق الناشئة	
106	نثائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة	شکل (3-4)
	تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق المتطورة	
103	نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة	شکل (4-4)
	تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق الناشئة	
106	مخطط توضيحي لسلسلة الاختبارات اللازمة لتحديد نموذج بانل المناسب	الشكل (4-5)
107	برنامج لاستخراج المجاميع المستخدمة في اختبار التجانس	الشكل (4-6)
112	نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء العشوائية	الشكل (4-7)
113	نتائج اختبار طبيعية سلسلة بواقي النموذج	الشكل (4-8)
124	مخطط توضيحي لتأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي على المدى	الشكل (4-9)
	الطويل	
126	مخطط توضيحي لإمكانيات التنويع الدولي في الأسواق المالية المتطورة والناشئة	الشكل (4-10)



قائمة الاختصارات

العريف	ולבעוד	الومز
مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية أو ما يعرف بالأونكتاد	United Nations Conference on Trade and Development	UNCTAD
الاستثمار الأجنبي غير المباشر	indirect foreign investment	IFI
منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	Organisation de coopération et de développement économiques	OCDE
إجمالي الناتج المحلمي	produit intérieur brut	PIB
صندوق النقد الدولي	Fonds monétaire international	FMI
غوذج تسعير الأصول المالية	Le modèle d'évaluation des actifs financiers	MEDAF
نموذج تسعير الأصول المالية الدولي	Modèle d'évaluation des actifs financiers international	MEDAFI
غوذج تسعير الأصول المالية	Capital Asset Pricing Model	CAPM
اختبار ديكي فولر المطور	Augmented Dickey–Fuller test	ADF
اختبار دیکي فولر	Dickey–Fuller test	DF
اختبار استقلالية المشاهدات	Brock, Dechert and Scheinkman	BDS
نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تحانس الأخطاء	AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity	ARCH
اختبار فيليب بيرون	Phillips-Perron	PP
الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	Middle East and North Africa	MENA
نموذج الانحدار الذاتي	vector autoregression	VAR
اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية	North American Free Trade Agreement	NAFTA
نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تحانس الأخطاء المعممة	Generalized Auto Regressive Conditional Heteroscedasticity	GARCH
وهي قاعدة بيانات عالمية	Stanley Capital International Morgan	MSCI
شركة الهندسة المالية	financial engineering associates	FEA
نموذج شعاع تصحيح الخطأ	vector error correction mode	VECM
معيار أكايكي للمعلومة	Akaike information criterion	AIC
معيار شوارز	Schwarz criterion	SC
نموذج الانحدار الذاتي للفحوات الزمنية الموزعة	Autoregressive-Distributed Lag	ARDL
المتباطئة		

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
145	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والأمريكية	الملحق (1)
145	نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة الأوروبية والأمريكية	الملحق (2)
146	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية	الملحق (3)
146	نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية	الملحق (4)
147	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية	الملحق (5)
148	نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية	الملحق (6)
148	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة	الملحق (7)
149	نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة والناشئة	الملحق (8)
154	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية بعد الأزمة المالية	الملحق (9)
154	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والأوروبية بعد الأزمة المالية	الملحق (10)
154	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية بعد الأزمة المالية	الملحق (11)
155	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة بعد الأزمة المالية	الملحق (12)
155	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة بعد الأزمة المالية	الملحق (13)
156	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية أثناء أزمة2008	الملحق (14)
156	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والأوروبية أثناء أزمة 2008	الملحق (15)
156	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية أثناء أزمة 2008	الملحق (16)
157	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة أثناء أزمة 2008	الملحق (17)
157	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المطورة الأمريكية والآسيوية في الفترة	الملحق (18)
	2007–1998	
158	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والأوربية في الفترة 1998-	الملحق (19)
	2007	
158	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الآسيوية والأوربية في الفترة 1998-	الملحق (20)
	2007	
159	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة في الفترة 1998-2007	الملحق (21)
159	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة في الفترة 1998-2007	الملحق (22)
160	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الآسيوية والأمريكية خلال 1997-	الملحق (23)
	1999	
160	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والأمريكية خلال 1997-	الملحق (24)
	1999	

161	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الآسيوية والأوروبية خلال 1997–	الملحق (25)
	1999	
161	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة خلال 1997–1999	الملحق (26)
162	اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة خلال 1997–1999	الملحق (27)
162	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود	الملحق (28)
163	نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود	الملحق (29)
163	تقدير المعلمات في الأجل الطويل	الملحق (30)
164	الاختبارات التشخيصية	الملحق (31)
164	مقدرات معلمات الأجل الطويل	الملحق (32)
165	الاختبارات التشخيصية	الملحق (33)
165	نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج ال ARDL للأسواق الناشئة	الملحق (34)
166	نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج الـ ARDL للأسواق المتطورة	الملحق (35)

يعتبر الاستثمار المالي عملية قائمة بذاتها ، لها أهدافها ووسائلها وتتطلب استخدام استراتيجيات و قدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات ونظرا لما له من أهميته كبيرة بسبب التطورات التي شهدها من عدة نواحى فقد ظهرت بعض الدراسات المهتمة بكيفية التعامل مع المخاطر عند اختيار الأصول المناسبة.

حيث أن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد ملائم وعلى ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي يتم على أساسها اختيار الأصول المناسبة و بمقابل ذلك فإن الاستثمار يخضع لعنصر المخاطرة. حيث كانت الاتجاهات السائدة قبل ظهور نظرية المحفظة فيما يخص الاستثمار المالي تميل نح الاختيارات المفردة للأوراق المالية، إلا أنه فيما بعد ظهرت المحفظة المالية، أحدثت هذه الأخيرة تغيير نوعي في مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية وتلقت مؤخرا اهتمام العديد من الباحثين.

ويعد هاري ماركويتز 1952م من الأوائل الذين ناقشوا فكرة المخاطر و علاقتها بتغيرات العائد حيث اعتمد على مقاييس إحصائية في اختيار الأصول المالية ولعل أبسط طريقة لتفادي هذه المخاطر هو تكوين محفظة منوعة بشكل جياء فالاستثمار بجب أن يكون موزعا بين مجموعة أصول ولا يرتكز على أصل واحد، و يعتبر موضوع المحافظ المالية من المواضيع الجديد ة نسبيا والتي برزت نتيجة لتزايد حاجيات المستثمرين بازدياد حجم الأموال التي تبحث عن مجالات لتوظيفها و تحدف المحفظة إلى تحقيق أقل مستوى من المخاطر عند مستوى مقبول من العوائد، و لقد ازدادت أهمية المحافظ المالية خاصة في ظل المخاطر إلى أن تم تطويرها حتى شمل أصول مالية من أسواق مالية أجنبية وهذا ما يعرف بالمخظة المالية الدولية، والتي نالت اه تمام متزايد من قبل المستثمرين ولعل أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمس تثمرين هي ميزة التنويع الدولي، و الذي يوفر سمة الأمان النسبي ذلك لأن رأس مال الحفظة الدولية حكون في العادة منوعة تنويع جيد وذلك لأن رأس مال الحفظة يكون موزعا على عدة أدوات استثمارية في دول مختلفة.

وفي ظل انفتاح الاقتصاديات على بعضها البعض وظروف تسودها العولمة، أصبح من السهل انتقال رؤوس الأموال بين الدول، كما أدت العولمة المالية إلى حدوث تطورات بارزة في المعاملات المالية، خاصة مع ظهور تغيرات هيكلية في الاقتصاد العالمي وما نتج عنه من تكتلات اقتصادية وظهور ما يسمى بالاقتصاد الرمزي، حيث ساهمت العولمة المالية من خلال آلياتما على اختصار المسافات وتخفيض تكاليف المعاملات بما فيها المعاملات في الأسواق المالية، هذه الأخيرة التي عرفت تطورات غير طبيعية خلال القرن العشرين، ويرجع ذلك للتقدم التكنولوجي؛ وظهور الابتكارات المالية؛ والتوجه نحو التحرر المالي، وبالرغم من الجدل الذي أثارته العولمة المالية بين رأي مؤيد وم عارض إلا أن العديد من المنظمات الدولية نادت بضرورة الانفتاح على الاستثمار الأجنبي والاندماج في المنظومة الدولية . ونظرا لما خلفته العولمة من آثار على الأسواق المالية، أصبحت هذه الأخيرة تبحث عن طريق توسيع نطاق التداول بغرض تخفيض المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى تحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل وآليات من خلال الربط بين الأسواق المالية، والتي هي عبارة عن ظاهرة عرفها العالم بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى



العالمي. وينتج عن تكامل الأسواق المالية ارتفاع في ارتباط عوائدها، الأمر الذي يثير قلق المستثمرين في المحافظ المالية الدولية بعد أن أعثيرت كحل أمثل لتخطي المخاطر الإجمالية للمحفظة . وجدير بالذكر أن اندماج الأسواق المالية وتكاملها في المنظومة العالمية يمكن أن يؤدي إلى تماثل التوجهات السعرية للأصول المتداولة في تلك الأسواق المتكاملة وصولا إلى حالة تسود فيها كفاءة المعلومات في كافة الأسواق المتكاملة، وبالمقابل فإنه في الأسواق المنفصلة تعاني من عدم تماثل الأسعار والعوائد وهذا ما يساعد المستثمرين على تحقيق عوائد غير عادية من خلال تنويع محافضهم في الأسواق المالية الغير مترابطة أين تنخفض فيها معام لات الارتباط بحا، وبالتالي يصبح اختبار تكامل الأسواق المالية مطلبا ضروريا في عملية تشكيل المحافظ المالية، تماشيا وهذا الطرح يعد التكامل المالي التخصيص الكفء لرؤوس الأموال الذي يسمح بتخفيض تكلفة التمويل ويؤدي إلى تنشيط التدفقات الاستثمارية وباتات المعامات المدقيقة وتوفير مستويات مقبولة من الاستقرار، ورغم المزايا التي يحققها التنويع الدولي إلا أنما تلاشت أمام توجهات الأسواق المالية في التكامل خلال السنوات الأخيرة، نتيجة لتنامي جهود التحرير المالي فقد أصبحت المؤشرات البورصية أكثر ترابطا وهذا ما أدى ألى تراجع تدويل الاستثمارات المالية بن الأسواق المختلفة ومهما كانت درجة تطورها.

أولا: إشكالية الدراسة:

على ضوء ما تم طرحه في ما سبق فيما يخص أهمية التنويع الدولي ومد ى تأثره بظاهرة التكامل المالي يمكننا صياغة إشكالية الدارسة كما يلي:

ما مدى تكامل أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة؟ وما مدى تأثير ذلك على تقنية التنويع الدولي للمحفظة المالية؟

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية أبيها تجزئتها إلى الاشكاليات الجزئيق التالية:

- 1. ما مدى إمكانية تكامل الأسواق المالية المتطورة والناشئة؟
- 2. ما مدى تأثير الأزمات المالية على علاقة التكامل المالى؟
- 3. ما مدى إمكانية تكامل دول شمال إفريقيا؟ وما هي معوقاته؟
- 4. ما مدى تأثير الأزمة المالية 2007 على الأسواق المتطورة والناشئة؟
 - 5. كيف تؤثر محددات التكامل المالي على عوائد التنويع الدولي؟
 - 6. ما مدى تأثير الأزمات المالية على جودة التنويع الدولي؟

ثانيا: فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية وما تفرع منها من تساؤلات فرعية نحاول من خلال دراستنا اختبار صحة أو نفي الفرضيات التالية:

- 1. لا يتحقق التكامل بين الأسواق المالية المتطورة والناشئة؛
- 2. تؤثر الأزمات المالية بالسلب على علاقات التكامل المالي؛
- 3. لا تتحقق أي علاقة تكامل في أسواق دور شمال إفريقيا ويرجع ذلك لعدم تماثل هذه الأسواق؛
- 4. يختلف تأثير الأزمة المالية 2008 على الأسواق المالية المتطورة والناشئ في أن هذه الأخيرة أقل تأثرا بالسوق الأمريكي مقارنة بالأسواق المتطورة؛
 - ختلف تأثير محددات تكامل الأسواق المالية على عوائد التنويع الدولي بين السلب والإيجاب حسب طبيعة هذه
 المتغيرات؛
 - تعمل الأزمات المالية على تخفيض العوائد المنتظرة من التنويع الدولي.

ثالثا: مبررات اختبار الدراسة

يعود اختيار البحث في موضوع تكامل الأسواق المالية وللله وللله على الاستثمار في المحفظة المالية الدولية للأسباب التالية:

- الأهمية البالغة التي يحضى بها هذا الموضوع خاصة بالنسبة للمتعاملين في الأسواق المالهة،
- نظرا لحداثة موضوع تكامل الأسواق المالية في الدول المتقدمة، فإننا نريد تسليط الضوء على الكيفية التي تتم بما تسييرهما
 في الدول الأقل تقدما،
 - اختبار مدى قابلية النماذج القياسية لإثبات علاقات تكامل الأسواق المالية ومدى تأثيرها على خصائص التنويع الدولي،
 - قلة الدراسات الأكاديمية في مثل هذه المواضيع على مستوى الجامعة،

رابعا: أهمية الدراسة.

تظهر أهمية هذه الدراسة والمتعلقة باختبار تكامل الأسواق المالية وتأثيره على التنويع الدولي لمجموعة من الأسواق المتطورة والناشئة خلال الفترة 1989-2014 فيما يلي:

• يعد موضوع تكامل الأسواق المالية من المواضيع التي تت متع بلحداثة النسبية لما له من أهمية بالغة في ظل التطورات المالية والاقتصادية الراهنة، فقد ازدادت الجهود الأكاديمية المهتمة بهذا الموضوع ودراسة تأثيراته على الاستثمار في المحافظ المالية الدولية بغية تغطية المحاطر الإجمالية،

- تقديم إطار معرفي نظري يمكن الاعتفاد عليه في إعداد دراسات مستقبلية أكثر دقة وتعمق، ويعود ذلك لحداثة
 النسبية للموضوع فهو يشكو شح المراجع النظرية التي تحتم بهذا النوع من المواضيع،
 - كما تظهر أهمية هذا الموضوع من خلال التطورات التي عرفتها الأسواق المالية بفعل تأثير العولمة المالية والتي سهلت انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود إضافة إلى التسهيلات التي قدمتها خاصة في تسرب المعلومات وسرعة انتشارها،
- إبراز دور التغيرات والتطورات الاقتصادية والمالية الحاصلة بفعل تأثير العولمة، في قلب الموازين بعد أن تم اعتماد التنويع الدولي كطريقة مثالية لتجاوز المخاطر الإجمالية للمحفظة المالية،
- من خلال التطرق لمختلف طرق قياس تكامل الأسواق المالية ونظرا ل صعوبة التوصل إلى طريقة دقيقة لاختبار وقياس تكامل الأسواق المالية كانت نقطة انطلاق لكثير من الباحثين والذين عملوا على إثراء هذه المسألة بإسهاماتهم البحثية المختلفة ، وحسب ما تقدم به هؤلاء الباحثين فنجد العديد من المقاربات لقياس التكامل المالي للأسواق المالية والتي سنحاول تطبيق إحداها في دراستنا هذه ،
- وتنبع كذلك أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على عينة من الأسواق المتطورة والناشئة والتي تعتبر أكثر دقة بما نشاطا وأهميق مقارنة بالأسرواق المالية النامية وفي طور النمو، وهذا ما يمكننا من الوصول إلى نتائج أكثر دقة بما يساعدنا على التحليل والتفسير بطريقة أفضل.

خامسا: أهداف الموضوع

كما أشرنا سابقا، نحاول من خلال هذه الدراسة الإجابة عن الإشكالي ات المطروحة واختبار الفرضيات، وفضلا عن ذلك فإننا نسعى لتحقيق الأهداف التالية:

- جذب اهتمام الباحثين المهتمين بالاستثمار المالي بفكرة تكامل الأسواق المالية وابراز أهمية في دعم النمو والانفتاح
 الاقتصاديين بالاضافة إلى لفت انتباه متخذي القرار إلى بدائل تشكيلات المحافظ المالية؟
- تسليط الضوء على فرضية تكامل الأسواق المالية المتطورة والناشئة واثارة نقاش امكانية تكامل دول شمال افريقيا محاولين الاستفادة من النتائج المحققة على مستوى الأسواق المتطورة والناشئة فضلا عن تطوير هذه الأسواق لتواكب نظيرتما في الساحة الدولية؛
 - ابراز فرص تحقق أرباح من عملية التنويع الدولي في المحافظ المالية بين الأسواق المتطورة والناشئة تحت تأثير توجهات التكامل المالي، بالاضافة إلى اقتراح بعض التشكيلات للاستثمار في المحافظ الدولية المتاحة؛
 - محاولة تكوين رؤية واضحة حول أهمية التنويع الدولي في المحافظ المالية وما يوفره من آمان للمستثمرين؟

- تسليط الضوء على الأزمات المالية وكيفية تأثيرها على أداء الأسواق المالية وعلى توجهات تكاملها ، كذلك الاشارة إلى طرق تساعد على التقليل من حدة تأثير هذه الأزمات، عن طريق ما يسمى بالتنويع الدولي على أن يكون مدروس بطريقة علمية قائمة على أساس معامل الارتباط؛
 - محاولة بناء نموذج يترجم العلاقة بين تكامل الأسواق المالية المعتمدة في عينة الدراسة، يختلف عن ذلك المعتمد في الدراسات السابقة؟
 - توضيح تأثير تكامل أسواق رأس المال على تقنية التنويع الدولي في حافظة الأوراق المالية بين الأسواق محل الدراسة؟
- توضيح العلاقة بين تكامل أو انفصال الأسواق المالية ومعاملات الارتباط والتي تعتبر حجر الزاوية في تشكيل أي محفظة مالبة؟
- محاولة التحقق من مدى تطابق الإطار النظري لدراسة تكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي النظري مع الواقع التطبيقي
 في الميدان.

سادسا: حدود الدراسة

اقتصرت دراستنا في جوانبه االنظرية على دراسة الأطر المفاهيمية لتكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي وطرق قياس كل منهما، أما في الدراسة التطبيقية فتجرى على مجموعة من الأسواق الأسهم خلال فترة زمنية محددة كما يلي:

• الحدود المكانية:

نحاول من خلال دراستنا اختبار تكامل مجموعة من الأسو اق المالية المتطورة والناشئة موزعة على نطاق جغرافي بين أسواق أوروبية؛ آسيوية؛ وأمريكية كما يلي: فرنسا؛ ايطاليا؛ هونغ كونغ؛ اليابان؛ كندا؛ الولايات المتحدة الأمريكية؛ اندونيسيا؛ ماليزيا؛ البرازيل؛ المكسيك، بالإضافة إلى دراسة تأثير علاقة التكامل على العوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي في ذات الأسواق، كما تم الاشارة إلى أسواق دول شمال افريقيا معتمدين على مجموعة الأسواق التالية: المغرب؛ الجزائر؛ تونس؛ مصر.

الحدود الزمانية:

تتمثل بيانات للدراسة في أسعار الإغلاق لمؤشرات الرئيسية لأسواق الأوراق المالية، المس تخرجة من قاعدة البيانات 30 سبتمبر 30 Stanley Capital International (MSCI) Morgan غطت فترة الدراسة المرحلة الممتدة من 1989 إلى غاية 31 ديسمبر 2014 ببردد شهري متحصلين على 303 مشاهدة اعتمدنا على هذه الفترة وذلك لأنما تضم مجموعة من الأزمات منها أزمات مالية إقليمية وأزمة اقتصادية عالمية، وقد تم توحيد العملات المختلفة لأسعار المؤشرات بتحويلها إلى عملة موحدة وهي الدولار الأمريكي وذلك بغية تفادي مخاطر الصرف وتأثيره على عوائد الأوراق المختلفة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم تلخيص المعطيات كما يلي:

√ الاعتماد على أسعار الإغلاق لمؤشرات رئيسية وذلك بعد تشكيل 10 سلاسل شهرية مكونة من 303 مشاهدة؛

- ✓ حساب معدلات المردودية الأسبوعية لكل مؤشر (دون الأخذ بالحسبان توزيعات الأرباح)؛
 - ✓ توحيد عملات أسعار الإغلاق بتحويلها إلى الدولار الأمريكي،
 - ✓ تقسيم فترة الدراسة إلى فترات فرعية بغية التدقيق في تأثير الأزمة المالية.

سابعا: منهج الدراسة والأدوات المستخدمة.

انطلاقا من التساؤلات المطروحة ومن أجل الوصول إلى أهداف هذه الدراسة، وبغية الإلمام والإحاطة بمختلف الجوانب المتعلقة بها، فنحاول استخدام بعض المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية والمالية بم ا يتلائم وموضوع دراستنا وعليه فإن المنهج المستخدم سيكون منهج وصفي، بما يمكنا من توضيح حوانب الموضوع النظرية، والذي يهم بتجميع البيانات والمعلومات، وتنظيمها بشكل تسلسلي، والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بعولمة الأسواق المالية وتكاملها والمحفظة المالية ومخلف تقنيات التنويع فيها، إضافة إلى طرح مجموعة من الدراسات السابقة والتي عالجت متغيرات دراستنا سواء على انفراد أو كليهما، وهذا بالنسبة للفصلين الأول والثاني.

كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصلين الثالث والرابع، لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والذي يتضمن إسقاط ميداني على مجموعة من الأسواق المغاربية، مستخدمين في ذلك مزيجا من أدوات القياس، والإحصاء لاختبار تكامل الأسواق المالية وأثره على العوائد المجنية من عملية التنويع الدولي خلال الفترة المحددة في الدراسة،

حيث أننا اعتمدنا على سلسلة من الاختبارات القياسية من أجل إثبات أو نفي تكامل الأسواق المالية موضوع الدراسة متمثلة في اختبارات الاستقرارية والتي اعتمدنا منها اخ بتاري ديكي فولر المطور وفيليب بيرون بالإضافة إلى اختبار التكامل المشترك لجوهانس ثم نموذج تصحيح الخطأ.

كما قمنا باستخدام نموذج ARDL عند دراسة تأثير السوق الأمريكية على محفظتي الأسواق المتطورة والناشئة. Data عند دراسة تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي فقد اعتمدنا على منهجية السلاسل الزمنية المقطعية Pooled Regression Model من خلال استخدام ثلاث نماذج وهي: نموذج الانحدار المجمع Panel Method من خلال استخدام ثلاث نماذج وهي نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model، ثم المفاضلة بين هذه النماذج. EViews 8.0; EViews 9.0; Microfit 5

ثامنا: هيكل الدراسة

بغية الوصول إلى الأهداف المنشودة قسمت هذه الدراسة إلى أربع فصول متجانسة فصل نظري؛ فصل للدراسات السابقة وفصلين تطبيقيين ويمكن تفصيل ذلك كما يلى:

الفصل الأول والموسوم تحت عنوان الإطار النظري لتكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي: تم تمهيد هذا الفصل بمفاهيم حول العولمة المالية والتي كان لها دور كبير في تطور الأسواق المالية، كذلك فقد قمنا من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على أهم المفاهيم المتعلقة بالتنويع الدولي في المحفظة المالية.

الفصل الثاني تضمن هذا الفصل مجوعة من الدراسات السابقة في الموضوع حيث تم تقسيمها حسب معايير مختلفة، حيث قمنا بتصنيفها أولا حسب المتغير موضوع الدراسة ثم قسمت هذه الدراسات إلى دراسات تمت في ظروف عادية وأخرى تمت في فترات الاضطراب.

اختلفت هذه الدراسات فيما بينها من خلال عينة الدراسة كذلك من خلال فترة الدراسة إضافة إلى أدوات القياس والنماذج المستخدمة.

أما الفصل الثالث والذي كان تحت عنوان تكامل الأسواق المالية، نقوم في هذا الفصل بعرض مبسط لعينة الدراسة وبياناتها ثم الحتبار تكامل أسواق عينة الدراسة، إضافة إلى ذلك فإننا نستعرض من حلال هذا الفصل لأهم الأزمات المالية التي شهدتها فترة الدراسة وفي ذلك السياق قمنا باختبار تأثير الأزمات المالية على علاقات التكامل المالي، وذلك بعد تقسيم فترات الدراسة إلى فترات فرعية كما نقوم في هذا الفصل باختبار تكامل أسواق دول شمال إفريقيا والتطرق لأبرز معوقات تكامل الأسواق العربية وعرض الجهود المبذولة.

الفصل الرابع والذي كان تحت عنوان تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي، نقوم من حلال هذا الفصل أولا بدراسة تأثير السوق الأمريكي على الأسواق المتطورة والناشئة حاصة وأنه مصدر لأزمة 2008 ثم نقوم بدراسة تأثير تكامل الأسواق المالية على العوائد المنتظرة من التنويع الدولي ثم نقوم بدراسة ارتباط وسببية الأسواق خلال الفترات الفرعية وتقديم تحليل للعوائد التنويع الدولي خلال الفترة المدى القصير ثم تحليل العوائد على المدى الطويل ثم إعطاء التحليلات الممكنة للمحافظ الاستثمارية المشكلة لعينة الدراسة.

تاسعا: صعوبات الدراسة.

من بين الصعوبات التي واجهناها أثناء إعداد هذه الدراسة هي صعوبة على المعلومات من قاعدة البيانات MSCI خاصة بعد التغيرات التي طرأت على هذه القاعدة سنة 2014 والمتعلقة بأسعار الإغلاق بالعملة الموحدة،

إضافة إلى صعوبة تجميع البيانات المتعلقة بالمتغيرات المحددة لتكامل الأسواق المالية وذلك لتعدد هذه المتغيرات إضافة إلى طول الفترة بالإضافة إلى عدد العينة عشرة أسواق فلم يكن من السهل تجميع هذه البيانات بذلك التجانس لذلك تحتم علينا الأمر بتجميع هذه البيانات من قواعد بيانات مختلفة فضلا عن هذه الصعوبات فقد واجهنا كذلك صعوبة في الدراسة القياسية

الفصل الأول: الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

تمهيد:

أدت العولمة المالية إلى احداث تطورات هامة في شتى المجالات ولاسيما المعاملات المالية منها، تزامن ذلك مع التغيرات الهيلكية التي شهدها الاقتصاد العالمي آنذاك، وم انتجه عنه من تكتلات اقتصادية . وقد ساهمت العولمة المالية بفضل آلياتها المختلفة في اختصار المسافات على المتعاملين الاقتصاديين، كما ساعدت على تخفيض تكاليف المعاملات بما فيها المعاملات في الأسواق المالية، وهذا ما جعل الأسواق المالية مترابط كالسوق الواحدة، كما أصبح من السهل الاستثمار في مجموعة من الأسواق في آن واحد وذلك لانخفاض التكاليف ولتوفر المعلومات الكافية.

وقد شهدت الأسواق المالية تطورات غير طبيعية حلال الآونة الأخيرة، و ذلك بفضل التقدم التكنولوجي المسجل في تلك الفترة ؛ بالاضاف للابتكارات المالية؛ والتوجه نحو التحرر المالي، وبالرغم من الجدل الذي أثارته العولمة المالية بين رأي مؤيد ومعارض إلا أن العديد من المنظمات الدولية نادت بضرورة الانفتاح على الاستثمار الأجنبي والاندماج في المنظومة الدولية.

ونظرا للتطو الكبير الذي عرفته الأسواق المالية أصبحت هي الأخيرة تبحث عن توسيع نطاق التداول والاستثمار بغرض تخفيض المخاطر التي تتعرض لها، باحثة عن فرص اتحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى التكامل المالي عن طريق وسائل وميكانيزمات بربط بين الأسواق المالية، وهو عبارة عن ظاهرة عرفها العالم بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى العالمي.

وينتج عن تكامل الأسواق المالية ارتفاع في ارتباط عوائدها، الأمر الذي يهدم فكرة الأمان من المخاطر الاجمالية للمحافظ المالية وهذا ما يثير قلق المستثمرين في مثل هذه الملخط بعد أن أجمع الكثير من الباحثين والمستثمرين على أنها التشكيلة المثلى لتخطى المخاطر الاجمالية.

نحاول في هذا الفصل التطرق لأهم التطورات التي عرفتها العولمة المالية عبر الزمن والتي كان لها دور كبير في التطورات الحاصلة في الساحة الدولية من انفتاح اقتصادي وتحرير مالي وتجاري وهذا ما حفز ارتباط عوائد الأسواق المالية ما أدى بما إلى ت وحيد التحركات السعرية وما يصاحبه من توحيد في المخاطر، وعند الوصول إلى هذه الحالة فانه يصبح من الصعب ان لم يكم من المستحيل كسب أرباح من عمليتي المضاربة والمراجحة، وتسمى هذه الظاهرة بتكامل الأسواق المالية، وتختلف مستويات التكامل بين قوي وضعيف وحزئي، ومهما بلغ مستوى تكامل الأسواق المالية فإنه يؤثر على عوائد تنويع المحافظ الدولية، نحاول كذلك في هذا الفصل تناول المفاهيم المتعلقة بتكامل الأسواق المالية بشيء من التفصيل ثم المحفظة المالية وما أحاط بما من مفاهيم أساسية من خلال المحاور التالية:

- ✓ العولمة المالية وتطورها؟
- ✓ تكامل الأسواق المالية ومحدداته؛
- ✓ التنويع الدولي في المحفظة المالية.

I. عولمة الأسواق المالية.

1.I. مفهوم العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية أحد أهم الاتجاهات الحديثة في الاقتصاد العالمي خلال العقود الأخيرة، والتي أعادت هيكله المصمم من قبل بروتن وودز عام 1944، وفي حقيقة الأمر أنه من الصعب صياغة تعريف دقيق وشامل للعولمة، بسبب تعدد الآراء والوجهات حول هذا المفهوم، واختلاف فهم هذه الظاهرة ومسبباتها ونتائجها واتجاهات الباحثين، إلا أن ذلك لا يمنعنا من جمع التعاريف والوجهات المختلفة محاولين في الأخير وضع تعريف يربط بينها:

حيث عرفها صندوق النقد الدولي على أنها "تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين دول العالم بوسائل منها: زيادة حجم؛ وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود؛ والتدفقات الرأسمالية الدولية؛ وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا".

وتشير الأونكتاد UNCTAD 1991* إلى" أن العولمة هي المرحلة الثالثة من مراحل التدويل حيث تتمثل أولى هذه المراحل في التجارة الخارجية، أما المرحلة الثانية والتي بدأت في السبعينيات فقد تمثلت في الاندماج المالي الدولي، وفي بداية الثمانينيات بدأت المرحلة الثالثة وهي العولمة والي أصبحت السائدة في العصر الحالي."²

وعرفتها الاقتصادية البريطانية "هيلان راي " ** على أنها: "الانخفاض في تكاليف المعاملات المالية الدولية، وأنها الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال بين الدول ومن دون قيود تذكر 3، (كما عرفتها أيضاً بأنها): المنتوج الرئيسي لعمليات التحرير المالي والانتقال إلى ما يسمى بالانفتاح المالي الذي أدى إلى إلغاء القيود على حركة الأموال إلى الأسواق المالية العالمية ". 4

ويشير هانس بيتر مارتين على أن العولمة هي القوة القائمة على التكنولوجيا والتجارة الخ ارجية والتي كان لها دور في تحويل العالم الى سوق واحدة تشتد فيها المنافسة بفضل شبكات الإعلام والاتصال.⁵

من خلال التعاريف السابقة يمكننها أن نعرف العولمة المالية كما يلي : تعتبر العولمة المالية ثالث مراحل التدويل بعد مرحلتي التجارة الخارجية والاندماج المالي الدولي وهي نتاج لعملية التحرير الما لي والتحول إلى الانفتاح المالي الذي أدى بدوره إلى الإنفتاح المالي الذي أدى بدوره إلى الإنفتاح المالي الذي أدى بدوره العالمية والأسواق المحلية والأسواق العالمية

2.I. مظاهر العولمة المالية:

من العوامل المفسرة للعولمة المالية تنامي الرأسمالية المالية، والتي صارت تؤدي إلى نقل الثروة العينية بين المستثمرين دون أي حواجز قد تعرقلها، سواء كان ذلك داخل البلد الواحد أو حارجه، ومن أسباب ظهور العولمة المالية بروز فوائض كبيرة لرؤوس الأموال التي صارت تجوب العالم بحثا عن الربح والفرص الاستثمارية وهناك العديد من مظاهر العولمة المالية نذكر منها

¹ Philip R. Lane, 'Financial Globalization and Exchange Rates', Financial Globalization A conference sponsored by the Federal Reserve Bank of New York.

^{*} مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية أوما يعرف بالأونكناد - بالإنجليزية UNCTAD - وهي اختصارا لـ United Nations * مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية أوما يعرف بالأونكناد - بالإنجليزية Conference on Trade and Development

² عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003 ، ص: 5

^{**}هيلان راي: خبيرة اقتصادي متخص في الاقتصاد الكلي الدولي، تعمل أستاذة في معهد لندن للأعمال، تحصلت على جائزة Bernácer كأفضل اقتصادي أوروبي تحت 40 عاما من العمل في مجلس التحليل والمالية تم تعيينها في سبتمبر 2010 عضوا في مجلس التحليل الاقتصادي من قبل رئيس الوزراء الفرنسي فرانسوا فيون.

³Pour plus d'informations consulez le lien suivant:

http://www.canal-u.tv/video/universite de tous les savoirs/mondialisation financiere.1352 consulté le 23/12/2013 à 21h:05.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:33.

⁵ هانس بيتر مارتن هارلدشومان مترجم من طرف عدنان عباس علي، فخ العولمة، عالم المعرفة، العدد 238، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكوبت،1998، ص:29

1 حرية وسرعة انتقال الأموال:

ساهمت العولمة المالية وما رافقها من انفتاح وتحرير ماليين إضافة إلى التطورات التكنولوجية خاصة في مجال الاتصال والمشتقات المالية الحديثة في ظهور تدفقات مالية ضخمة سريعة الحركة، وتعود هذه الحركية لجملة من الأسباب منها ما يلي¹

- زيادة حاجة الدول الصناعية إلى سيولة لسد الفجوة التمويلية بسبب تراجع معدل الادخار؛
 - اللجوء الجماعي إلى الإصلاح الاقتصادي والانفتاح أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛
 - التوجه نحو إستراتيجية الاقتصاد الانفتاحي.

2- تنامي التجارة الخارجية وإنشاء مؤسسات دولية:

تميزت الفترة بعد الحرب العالمية الثانية بتزايد حجم المبادلات الدولية، مدعومة بالاتفاقيات المبرمة التحرير التجارة الخارجية وقد ترتب عن ذلك زيادة مفرطة في حجم المعاملات التجارية العالمية، مما ساهم في تطوي الخدمات المالية، حيث أصبح التعاون المالي ضرورة حتمية فرضتها الظروف والمصالح المشتركة. وبعد الحرب العالمية الثانية وقيام نظام بروتن وودز تم إنشاء مؤسسات والتي عملت على تجسيد هذا النظام وتسهيل الإصلاح الاقتصادي حتى تسهل عملية الاندماج العالمي ومنها كان إنشاء المؤسسات التالية: صندوق النقد لنقد الدولي؛ والبنك الدولي للإنشاء ولتعمير؛ والاتفاقية العامة للتعريفة الجمركية. 3

3- التقدم التكنولوجي الهائل والترابط بين الأسواق:

إن ما يحتاجه المستثمرين المتابعة الدقيقة لأموالهم وتحركاتها اللحظية بيئة تتسم بارتفاع الارتباط حتى بقمهل عملية الفعل ورد الفعل على أي عملية مالية ⁴ والتي تتحقق بالتكنولوجيا، والتي لها دور فعال في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولية، والتي أصبحت مرتبطة فيما بينها بوسائل جد متطورة مما أدى إلى زيادة رسملة البورصات العالمية وزيادة حجم التعامل في أسهمها، وتم التغلب على الحواجز المكانية والزمنية بين الأسواق العالمية، وانخضت تكلفة الاتصالات المختلفة بدرجة كبيرة وأصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة، الأمر الذي كان له أثر بارز في زيادة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر.

3.I. تطور العولمة المالية

1.3.1 بدايات العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية ظاهرة حديثة نسبيا، فقد برزت في السبعين كيات مع تقويم أسعار المعاملات حينها أدرائت الدول أن لا رقابة على الحسابات المصرفية المودعة في الخارج، خاصة بعد إعلان الرئيس الأمريكي "نكسون" سنة 1971 عند التزام الولايات

³ باشي أحمد، العولمة المالية (الأسباب ، الآثار والعلاج مع دراسة حالة بعض الدول اللاتينوأ مريكية ، أطروحة دكتورا غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر ، 2013 ، ص: 29.

¹ نادية العقون ، <u>العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة دكتورا غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر بسكرة 2012، ص: 48</u>

² نفس المرجع السابق، ص، ص: 47،48.

⁴ حجار عبيدة، شوقي جدي، العولمة المالية وثروة الأمم بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الافتراضي، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات ملتقى الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية ، المركز الجامعي خميس مليانة 13-14 مارس.

المتحدة الأمريكية بقبول تحويل الدولار إلى ذهب، وانهطي النظام النقدي المعتمد آنذاك وبروز اتفاقية "بروتن وودز" وهكذا فقد تم تحرير النقد من سيطرة الدولة وبدأ إلغاء أسعار الصرف الثابتة لعملات الدول الصناعية الكبرى سنة1973.

من هنا انتهجت الدول سياسات وقوانين عديدة من أجل الوصول إلى تحرير لأسواق المال 2 ، تطورت العولمة بفضل الثورة التقنية للاتصالات، فأصبحت الأسهم تتداول في معظم الأسواق العالمية دون قيود، كما أن الاستثمارات لم تعد محد ودة بما هو متاح في السوق المحلي من مدخرات، ولما أصبحت الأصول المالية تنتقل عبر الحدود دون أي قيود تعوقها، جعل من الأسواق المالية أكثر ترابطا كما جعلها مصدر هام للفرص الاستثمارية ، فضلا عن ذلك فإن العولمة أتاحت فرص مناسبة للبنوك لتوظيف أموالها المتراكمة خلال الفترة 4 العملات الأوروبية 4 .

3.I. 2. العوامل المساعدة على تطور العولمة المالية:

يؤكد بعض الاقتصاديين أن عولمة الأسواق المالية تسارع ت بوتيرة أكبر في القرن الواحد والعشرين وبشكل أكبر مما كان عليه الحال خلال الربع الأخير من القرن العشرين وذلك لجملة من الأسباب والعوامل نوجزها في ما يلي:

1. تنامي الرأسمالية وإلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال:

لم يكن للعولمة المالية أن تنمو وتتسارع دون أن يتزامن ذلك بتنامي الرأسمالية المالية، فقد تحقق ذلك من حلال نمو وتطور صناعة الخدمات المالية بتركيبتها الهيكلية المصرفية وغير المصرفية. 5 كما أصبحت الرأسمالية ذات طابع ربحي بحت، فهي تحقق أرباحا في الأوراق المالية أكثر من تلك التي تحققها في المشاريع الإنتاجية، وهذا ما يفسر أن حركة رأس المال في الأسواق العالمية لم تعد مرتبطة بحركة التجارة الخارجية، بل أصبح لها آليات وإجراءات خاصة بها. وقد تم ربط تنامي الرأسمالية المالية بما يسمى بالاقتصاد الرمزي * الذي يتأثر بالمتغيرات المالية. 6 حيث أدى النمو الهائل لتدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى ارتفاع حجم المدخرات والفوائض التي لم تستوعبها الأسواق المحلية ثما دفعها للبحث عن فرص استثمارية خارجية باحثة عن فرص استثمار أفضل لتحقيق عوائد أعلى، ويؤهي الزيادة في خروج رؤوس الأموال إلى انخفاض معدلات الفائدة والتدهور في الدول المصدرة لعذه الأموال إلى انخفاض معدلات الفائدة والتدهور في الدول المصدرة لعذه الأموال الح

¹ انعقدت من 1 إلى 22 يوليو 1944 في غابات بريتون في نيوهامبشر بالولايات المتحدة الأمريكية وقد حضر المؤتمر ممثلون لأربع وأربعين دولة وقد وضعوا الخطط من أجل استقرار النظام العالمي المالي وتشجيع إن ماء التجارة بعد الحرب العالمية الثانية وقد رفع مؤتمر بريتون خططه إلى منظمتين دوليتين هما: صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير

 $^{^{2}}$ عبد الحسين وادي العطية، الاقتصاديات النامية أزمات وجلول، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان / الأردن، 2001، ص 2

³ مصطلح اقتصادي لوصف قيمة النفط المشترى بالدولار الأمريكي وأول من أستخدم هذا المصطلح هوالبروفسور إبراهيم عويس إستاذ علم الاقتصاد في جامعة جورج تاون الأمريكية سنة 1973

⁴ حازم البيلاوي، النظام الاقتصادي والدولي المعاصر. ، مركز الأهرام للترجمة والنشر ، ط 2، القاهرة، 2005، ص:77

⁵ فؤاد مرسى، **الرأسمالية تجدد نفسها**، سلسلة عالم المعرفة، العدد 147، الكويت، 1990 ، ص: 235.

^{*} هوأحد أساليب تعديل السلوك ويتم فيه استخدام المعززات الرمزية لزيادة السلوك المرغوب فيه . ويطلق عليه اسم "الاقتصاد الهمزي" لان المعززات الرمزية توزع تبعاً لمبدأ العرض والطلب.

⁶ حازم البيلاوي، **دور الدولة في الاقتصاد**، دار الشروق، القاهرة، 1998، ص: 123

⁸ نعيمة بارودي، عبد القادر بلعربي، تيار عولمة الأسواق المالية الى أين، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسبير، بسكرة، 21–22 نوفمبر 2006.

2. التقدم التكنولوجي والتقني:

يرى بول كينيدي* أنه لولا التقدم الهائل في البرجحيات والأقمار الصناعية والتحويلات الالكترونية ذات السرعة العالية لما تمكنت الأسواق العالمية من الاندماج في سوق واحدة، وبالتالي فقد كان للتقدم التقني خاصة في مجال المعلومات والاتصال دور هام في نمو العولمة المالية و توسعها بسرعة أكبر، فمن خلاله تم تجاوز الحواجز بين الأسواق المالية الوطنية المختلفة، وانخفضت تلئليف الاتصال، ما ساهم في زيادة تحرلئات رؤوس الأموال من سوق إلى آخر. ومن خلال شبكات الاتصال الحديثة أصبح من السهل مراقبة تحركات الأسعار بين مختلف الأسواق المالية الدولية واتخاذ القرارات المناسبة في أقل وقت وبتكاليف أقل.

3. ظهور الابتكارات المالية ونمو سوق السندات:

ارتبط نمو العولمة المالية بظهور عدد من الأدو ات المالية الحديثة التي انجذب إليها العديد من المستثمرين، فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتتاولة في الأسواق المالية، فقد ظهرت أنواع جديدة من الأدوات المالية التي أطلق عليها تسمية المشتقات المالية "**، والتي تتيح للمستثمرين عدة امتيازات منها : زيادة تنويع محافظهم الاستثمارية، التغطية ضد مختلف المخاطر المالية، المضاربة. 2

4. زيادة اندماج الدول النامية في الاقتصاد العالمي:

من ملامح الهيكلية الجديدة للاقتصاد العالمي في نهاية القرن العشرين؛ بروز مجموعة من الدول النامية، والتي أطلق عليها بالدول حديث التصنيع، والتي سجلت معدلات مرتفعة في مختلف القطاعات الصناعية والتجارية، ويرجع جزء من زيادة تكامل الدول النامية في الاقتصاد العالمي إلى ما قامت به هذه الدول من تنفيذ لبرامج الإصلاح الاقتصادي الأمر الذي يمثل خطوة فعالة في استراتيجيات التنمية، وذلك بالانتقال من إستراتيجية التنمية ذات التوجه الداخلي والتي تمدف إلى تقليل الاعتماد على العالم الخارجي؛ إلى إستراتيجية التوجه الخارجي والمصممة لتشجيع الصادرات، ونتيجة لتدفق الاستثمارات المباشرة، تزايد الإنتاج العالمي للشركات متعددة الجنسيات، ارتفع نصيب الدول النامية من التجارة الخارجية. 3

^{*} هوالمؤرخ البريطاني في جامعة بيل وتخصص في تاريخ العلاقات الدولية والقوة الاقتصادية والإستراتيجية الكبرى، وقد نشر الكتب بارزة في تاريخ السياسة الخارجية البريطانية وصراعات القوى العظمي.

¹ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، <u>العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة</u>، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، بسكرة، 21–22 نوفمبر 2006.

^{**} تعرف المشتقات المالية بأنها أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أوالعينية محل التعاقد (السندات، الأسهم، النقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع)، وتشمل هذه المشتقات على العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود المبادلة وعقود الخيارات، وهي تستخدم عادة بغرض التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار تلك الأصول، وهكذا فإن المشتقات تستخدم للعديد من الأغراض من بينها إدارة المخاطر والتحوط منها، وزيادة وتتويع إيرادات المؤسسات المالية المتعاملة بها، بالإضافة إلى المضاربة.

² جمال خطيب شذا، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية، مؤسسة طابا، القاهرة، 2002، ص: 19.

³ عزوز عائشة، دور الأسواق المالية الناشئة في التمنية بالبلاد النامية ، أطروحة دكتورا غير منشورة ، كلهة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسبير جامعة الجزائر 3، 2012-2013 ص: 88.

II. الملامح الأساسية لتكامل الأسواق المالية

II. 1. مفاهيم أساسية حول أسواق الأوراق المالية

1.1 .II سوق الأوراق المالية:

عادة ما يطلق على سوق المال إذا تكلمنا بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وهو المفهوم الضيق لسوق المال، وهناك من يطلق على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية وباعتباره كغيره من الأسواق نتناول فيما يلى مجموعة من التعاريف المختلفة:

- ينطبق مفهوم السوق المالي على الأموال كما هو الحال بالنسبة للسلع من حيث كونه موقع التقاء الطلب الممثل بوحدات العجز المالي بالعرض الممثل بوحدات الفائض المالي، وذلك بغية تحديد سعر توازيي يحقق تعادل بين الكمية المطلوبة والكمية المعروضة 1

- يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل الأسواق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق الملية المركزي، وبالتالي سمحت بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة²

- السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية، والأسهم الممتازة والسندات، وهو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشتريها، أي كانت وسيلة الاتصال أو مكان التقاء طرفي هذه العلاقة، مادام هذا الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق.

- السوق الذي تتعامل في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وأهم وظيفة للبورصة ضمان التداول المنظم للأوراق المالية وتعبئة الأموال من أجل الاستثمار.⁴

من خلال التعاريف السابقة وجدنا أن هذه التعاريف تتفق على عدة زوايا لمفهوم سوق الأوراق المالية ونحاول في ما يلي صياغة تعريف شامل:

يعتبر سوق الأوراق المالية نقطة التقاء بين وحدات العجز المالي ووحدات الفائض المالي، ويتم من خلالها تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات قد تكون هذه الأوراق محلية كما قد تكون أجنبية، وإذا ما تكلمنا عن مكان هذا السوق فإننا نميز بين

² محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال ويورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص: 52.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية-أوراق ،بورصات- دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، 2005، ص:35.

³ محمد بن على العقلا، <u>الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية</u>، بحث مقدم بمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007.

⁴ جابر محمد محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون (slconf.uaeu.ac.ae/prev conf/2007/papers/11.swf consulté le 29/10/2013 à 18:34h).

صنفين: سوق منظمة مجسدة في مكان معين كالبورصة وسوق غير منظمة تتم التعامل فيها بواسطة وسطاء ماليين وسماسرة تربطهم قنوات اتصال فعالة والتي تمكن من الوصول إلى أسعار توازنية للأوراق المالية

II. 1. 2. وظائف سوق الأوراق المالية:

إن التعرض لوظائف سوق الأوراق المالية قد يأخذ منحنى إسهابما يحتاج إلى دراسة أخرى والسبب في ذلك إلى إن المؤسسات المكونة لهذا السوق كثيرة ومتعددة، وإن انعكاس هذه المؤسسات على الاقتصاد الكلي والجزئي والتنمية بشكل عام، تنحصر في وجهة نظر واحدة لدى الاقتصاديين، يمكن إرجاع هذه النقاط لما يلي إما أن تقدم سوق الأوراق المالية وظيفة ادخارية وإما أن تقدم وظيفة تمويلية أو تقدم وظيفة اقتصادية تنموية.

أ الوظيفة الادخارية:

تتمثل هذه الوظيفة في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية الذين تزيد إيراداتهم على نفقاتهم ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها أو حتى الوقت المناسب لذلك، ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مأمونة يضمنون فيها حقوقهم المالية وتحقق لهم عوائد إضافية بدلا من بقائها مجمدة، وتظهر هذه الوظيفة جليا عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون تحمل تكاليف إقامة المشاريع المستقلة لوحدهم.

ب- الوظيفة التمويلية:

تتلخص هذه الوظيفة في الدور التنظيمي الذي يقوم به سوق الأوراق المالية المنظم لتدفقات الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، لأن أصحاب المشاريع لا يستطيعون تمويل كافة مشاريعهم ويعني ذلك تأجيل بعض هذه الاستثمارات إلى أن يتوفر التمويل اللازم لها حتى يتم استثنافها في حين أنه يمكن أن يكون في نفس الوقت أفراد داخل نفس الدولة لديهم مدخرات غير مستثمرة أوليس لديها أي فرص استثمار (عاطلة) خاصة إذا كانت صغيرة، لذلك فإن وظيفة البورصة هي تسهيل تدفق الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، ومن الواضح أنه لا يوجد فروقات كبيرة بين الوظيفتين المالية والاقتصادية إلا أن التفرقة عادة ما يستخدمها الاقتصاديين للتحليل فقط، وينقسم التمويل داخل سوق الأوراق المالية إلى قسمين: 4

.التمويل الداخلي: تمول وحدات الاستثمار في الدولة من خلال وحدات الادخار داخل نفس الدولة وبالتالي تكون المنفعة مزدوجة (مدخرين ومستثمرين) دون أي سلبيات.

التمويل الخارجي : تمول وحدات الاستثمار للدولة من خلال وحدات ادخارية لدول أجنبية وبالتالي لا تكون المنفعة مزدوجة، إضافة إلى الشروط المصاحبة لهذه العمليات من طرف البلد الأجنبي على البلد المحلي.

¹ محمد صالح، إدارة الأسواق المالية واليورصات، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، د.ط، 2001، ص: 09

² حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، ط1، دمشق، سوريا، ص: 17.

³ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن ،20 ص:25

⁴ محمد وجيه حنيري، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، من 38.

II. 1. 3. الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية:

يتداول في سوق الأوراق المالية نوعان من الأدوات المالية، منها ما يعبر عن الملكية وهي الأسهم بأنواعها، والأخرى تعبر عن المديونية وهي السندات بأنواعها، وهذه الأوراق بمثابة السلعة الأساس التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية.

II. 1. 3.1. أدوات الملكية - الأسهم - :

وتتمثل في الأسهم وهي جزء من رأس المال الشركة وبموجبه يصبح حامله شريكا في رأس المال وله الحق في استرجاع قيمة السهم نحاية المحددة، مع الاستفادة من توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر أ، وتختلف أنواع الأسهم حسب الحقوق والامتيازات التي تعطيها المؤسسة لمالك هذه الأنواع من الأسهم، مثل : حق التصويت، الحق في التصويت، الحق في الأرباح الموزعة في بداية السنة، الأولوية في التسديد.

II. 1. 3. 2. أدوات الدين - السندات -:

هي عبارة عن وثيقة اعتراف بدين تجاه المقرضين لمدة زمنية محددة مقابل سعر فائدة محدد مسبقاً، كما عوف السندات على أنها على أنها عقد مكتوب من قبل المصدر المقترض يتعهد بموجبه بدفع مبلغ معين ممثل في القيمة الاسمية إلى حامله بتاريخ معين، إضافة إلى معدل فائدة مستحقة الدفع من القيمة الاسمية بتاريخ محدد. 3

II. 1. 3.3. المشتقات المالية:

تعرف المشتقات الإلية بأنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية التي تكون موضع العقد: أسهم، سندات، سلع، عملات أجنبية...الخ حيث يمكن للمستثمر الذي يتعامل بها أن يحقق أرباح أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضع العقد. 4 وتتداول في البورصة أشكال من المشتقات المالية: عقود الخيار؛ العقود الآجلة؛ العقود المستقبلية وعقود المبادلة.

II. 1. 4. كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعني كفاءة سوق الأوراق المالية مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية بشكل كامل وسريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة، ويقصد بالانعكاس الكامل أن المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويحللها ويستعين بحا في توقعاته، وعلى أساس ذلك يتخذ قرار الشراء، حيث المستثمر الرشيد يستخدم معيار العائد والمخاطرة في تحديد قيمة الورقة المالية، فالمشتري ينظر إلى قيمة الورقة على أنها أعلى سعر للحصول عليها، في حين البائع يعتبر

4 طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم ادارة المخاطر والمحاسية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص: 5.

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، <u>التسيير المالي -الإدارة المالية -،</u> دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى،عمان، 2006، ص:437

² سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير جامعة الجزائر، 2004، ص: 20.

³ B-Laget; **Les nouveaux outils financiers**, Top édition, Paris,1990, p: 18.

هذه القيمة أدنى سعر للبيع، وبذلك يتحدد السعر، وأية معلومة جديدة تستلم لتصبح معلومة متاحة يستجيب لها السوق بسرعة 1 لخلق سعر توازن للورقة المالية والذي يجعل سعر الورقة المالية في السوق مساوية لقيمتها العادلة أو قريبة منها.

مما سبق يتضح أنه في ظل السوق الكفء فالمستثمر لا يحتاج إلى وقت طويل لمعرفة ما إذا كانت الورقة مسعرة تسعيرا خاطئا وذلك لعدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات المستلمة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للورقة، لذا يتفاعل المستثمرين فيما بينهم لتحقيق سعر التوازن، دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة الحصول على معلومات من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين.

II. 2. آلية تكامل أسواق الأوراق المالية

تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيف المخاطر وتحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل ومكانيزمات ومنها الربط بين الأسواق المالية، والذي هو ﴿ فِي حقيقة الأمر ظاهرة عرفها العالم ظهرت منذ أزيد من عشرين عام بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى العالمي؛ وهو عملية تسمح لغير المقيمين بالاستثمار مباشرة في الأسواق الأجنبية.

II. 2. 1. نشأة وتطور التكامل المالي.

ظهرت بوادر التكامل المالي خلال سنوات 1880 نتيجة لانتشار الرقابة على التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، سبقت هذه المرحلة الحرب العالمية الأولى 1914 والتي سميت بالفترة الذهبية للتحرير المالي، سجلت الفترة 1815-1914 الموافق لقرن "دعه يعمل في نطاق التغيير" غياب لكل الأشكال الاستثمارية العمومية والذي يفسر بعدم تدخل الدولة في إدارة رؤوس الأموال والرقابة على الصرف.

في الواقع كان لتدفق رؤوس الأموال قبل 1914 ثلاث دوافع: القروض الأجنبية؛ الاستثم ار الأجنبي المباشر؛ المؤسسات القائمة بذاتها التي اقترحتها MIRA WILKINS.

ففي بداية الحرب العالمية الأولى سجلت أول تدخل جماعي للدول على حركة رؤوس الأموال على غرار ألمانيا فرنسا اللاتي أوقفن تحويل النقود إلى ذهب بما يسمح لهم مراقبة أفضل لمبادلة النقود كما قه استفدن كثيرا من الموارد الخارجية خلال تلك الفترة، بعدها كانت الرقابة الاقتصادية التي بدأ تطبيقها بعد الحرب العالمية مباشرة والتي استبدلت بالرقابة على رؤوس الأموال الإستراتيجية خلال الحرب إلا أن الأزمة الاقتصادية 1923 ألغت كل الجهود المبذولة خلال السنوات الأخيرة لإعادة تأسيس الليبرالية قبل الحرب.

أدت الحرب العالمية الثانية إلى تشديد الرقابة على رؤوس الأموال لاحتكار الموارد الوطنية والحفاظ على معدل فائدة منخفض، مما أدى إلى تشكيل هيئات رقابة والتي استمرت إلى أن اختفت شيئا فشيئا بعد إبرام عقد بروتن ووذز سنة 1944.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام ، <u>الاستثمار بالأوراق المالية تحليلي وإدارة</u>، دار المسيرة ،الطبعة الأولى، الأردن، 2004 ص ص: 134

² Goyou D. et Atatrazi, <u>panorama du systéme financiers concurrence et mutations des marchés financiers en europe</u>, revue les cahiers français.

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

الفصل الأول

كل هذه التطورات حفزت السياسة التدريجية لتحرير تحركات رؤوس الأموال إلى غاية نهاية سنوات الستينات خاصة في أوروبا، فالسلطات النقدية للعديد من الدول استمرت بذلك إلى غاية نهاية سنوات الثمانينات من جهة أخرى خلال هذه المدة فإن الدول التي سعت إلى التحرير المإلي استعانت بمختلف الضوابط عند اشتداد دخول وخروج رؤوس الأموال.

وكخلاصة لما سبق فيمكن أن نميز بين ثلاث مراحل الأولى:

المرحلة الأولى قبل 1914 والتي دعت إلى التحرير المالي حين واجهت عوائق في الأسواق السندية المفروضة اله Vetos السياسي والاقتصادي -رسوم مفروضة على تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل- كذلك التدخلات المباشرة من البنوك المركزية للحد من هذه التحركات.

انطلقت المرحلة الثانية متزامنة مع مرحلة إعلان الحرب العالمية الأولى 1914 والتي استمرت إلى غاية 1958 المرحلة التي سجلت سقوط نظام بروتن وودز والعودة إلى تحويلات الحسابات الجارية.

أما المرحلة الثالث والمتعلقة بالتخلي عن الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال تركزت في دول OCDE – منظمة التعاون والتطوير الاقتصادي – ودول الاتحاد الأوروبي إلا أنها لم تأخذها طابع رسمي إلا بعد نهاية سنوات الثمانين كل هذه الظروف ساهمت بتسريع عملية التحرير والتكامل الماليين في أوروبا أولا وفي الدول المتطورة ثم في الناشئة ثم الدول السارية في طريق النمو. أ

II. 2. 2. مفهوم تكامل الأسواق المالية.

يستخدم التكامل في مجال أسواق رؤوس الأموال بعدة معاني قد يشير إلى البيئة التي تتداول الأوراق الم الية ما بنفس الأسعار في أسواق مختلفة بعد تعديل معدل الصرف بما يمكن للمستثمرين شراء وبيع الأوراق المالية دون أي قيود على الأسواق في المنطقة كما يسمح بجميع المتدخلين فيه عرض خدماتهم في جميع أنحاء العالم دون أي قيود.

يمكن تعريف تكامل الأسواق المالية بالعملية التي تنفتح بها الأسواق المحلية بحيث يكون للمشاركين نفس الفرص للوصول الأسواق المختلفة²، ويمكن أن يتحقق ذلك من حلال إزالة الضوابط المحلية والدولية على الأصول أو الخدمات والسلع والتقليل من السيطرة على تجارة الأصول كلما كانت الأسواق أكثر انفتاحا فينبغي أن تعك س عوامل موحدة سبب التغير في معدل العائد كنوعية الأصول، المخاطر المرتبطة بها والسيولة.³

كما يعرف التكامل المالي بتلك الوضعية التي تنتقل فيها رؤوس الأموال دون قيود على مستوى العالم إذا كانت دون قيود على مستوى العالم وإذا كانت الأسواق المحلية متكاملة إذن فه ي تشكل سوق مالية واحدة لأصول مالية من دول مختلفة . ⁴ تكون

¹ Flandreau M., et Riviere C. (1999), " <u>La Grande RETRASFORMATION? Contrôle de Capitaux et Integration Financiére Internationale</u>, 1880-1996" Revue du CEPII « Economie Internationale », No. 78, La documentation Française, pp 12-23.

Masafumi Yabara: <u>CAPITAL MARKET INTEGRATION</u>: <u>progress ahead of the east african community monetary union</u>, IMF working paper, african departement, january 2012.

³ Surbi jain and N.R . Bhanumurthy ; <u>financial market intgration in india</u>, <u>ASIA –PACIFIC DEVELOPEMENT JOURNAL</u>, vol 12 du 2-12-2005

⁴ Bertrand BLANCHETON, Universalis, « MONDIALISATION - Histoire de la mondialisation », disponible sur le site: http://www.universalis.fr/encyclopedie/mondialisation-histoire-de-la-mondialisation/3-l-integration-financiere-internationale/ consulté le 13-09-2013 à 17:37

مجموعة من الأسواق المالية متكاملة إذا كانت تحركات أسعارها تسير في اتجاه واحد والتي من خلالها يحكم عن درجة تكامل هذه الأسواق. ^ا

يعكس التكامل المالي الدولي عملية اتصال الأسواق المالية المحلية فيما بينها، مؤدية إلى ظهور سوق مالية عالمية موحدة، حيث يجب أن يتوفر في سوق مالية متكاملة أين يمارس جميع الأعوان الاقتصاديين أنشطتهم ويفترض درجة مرتفعة من التكامل المالي غياب الجدار الذي يعرقل المنافسة في السوق، وبالتوازن، التكامل المالي التام يقضي على عملية التحكيم. تسعى مختلف الدول من خلال التكامل المالي لتحقيق ما يلي: 2

- تشجيع التعاون بين الأعضاء من أجل النهوض بأسواقهم.
- العمل على توحيد المعايير والإجراءات السليمة في الأسواق الأعضاء ورفع كفاءة المراقبة للتعاملات الدولية في الأوراق
 - تمثيل الأعضاء في المحافل الدولية ذات العلاقة.
 - تشجيع التسجيل والتداول عبر الحدود في المنطقة.
 - التعاون في مجال تنمية الموارد البشرية ونقل التكنولوجيا.
 - تقديم فرص الاستثمار للجميع.
 - تهيئة أرضية سليمة لحشد رؤوس الأموال لأصحاب المشاريع.
 - إقامة سوق يتميز بالشفافية ويضمن مصالح المستثمرين.
 - إقامة نظام تداول آلى بما يضمن سرعة التعاملات وسلامتها.

ويحقق التكامل المالي خدمات إلى أعضائه في مجال المعلومات والأبحاث والتعاون الفني، فبالنظر إلى أهمية المعلومات بالنسبة لأية عملية عبر الحدود، تقوم الدول من خلال التكامل بجمع المعلومات من الأعضاء ومعالجتها وتصن يفها ضمن إطار موحد يجعلها قابلة للمقارنة عند المستوى المطلوب ومن ثم توزيعها بصورة دورية على أعضائه، كما يساهم في الجهد المبذول من أجل بدء العمل بالإجراءات الموحدة وتوسيع نطاق الأسواق، ويعمل على تقديم الخدمات الاستشارية إلى البورصات الأعضاء في مجال التطوير سواء على المستوى الفردي أو المشترك في ضوء الممارسات الدولية الحديثة في هذا الجال، 3 كما توفر عملية تكامل الأسواق المالية فرص أفضل للتنويع وبذلك ينتقل المستثمرون إلى المشاريع ذات العوائد والمخاطر المرتفعة وذلك لأنحم قادرين على تنويع المخاطر الإجمالية التي تواجههم. ⁴

ويؤثر التكامل المالي إيجابا على اقتصاديات الدول فهو يوفر الأنظمة المالية والأسواق المالية فرص مشتركة لتنويع المخاطر، في حين فهو يضمن أفضل تشكيلة لتوزيع رأس المال وبالتالي الموارد المالية ومن هنا يمكن الوصول إلى مستويات جد مرتفعة للنمو الاقتصادي من جهة أخرى يعمل التكامل المالي على تحفيز المنافسة كما يسمح بوصول أفضل للسوق عن طريق التجارة، كما

⁴ Barli Suryanta, Capital market integration in asean countries: special investigation of indonesian towards the Big Four, The Asian Journal of Technology Management Vol. 4 No. 2 (2011): 109-114

¹ Mohamed Elhadi Arouri, Fredj Jawadi, Stock, Market <u>Integration in emerging countries : further evidence from</u> the phelippines and Mexico, 2nd Global Conference on Business and Finance, Vol.1, pp.1-1, Costa-Rica, 2008

² محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات،

مجلة التعاون الإقتصادي بين الدول الإسرلامية، أنقرة، تركيا، العدد4، 2004. 3 نفس المرجع السابق.

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

الفصل الأول

يؤمن التكامل المالي على الاستثمارات ويحقق إنتاج منوع، ومن جهة أخرى فهو يعمل على ربط السياسات الاقتصادية لدول الاتحاد، تطوير البني التحتية وتنسيق التنظيمات. 1

II. 2. 3. خصائص تكامل الأسواق المالية ومستوياته

أ. خصائص تكامل الأسواق المالية:

بصفة عامة يمكننا تحديد خصائص تكامل أسواق الأوراق المالية الدولية من خلال ثلاث مؤشرات والمتمثلة في زيادة تدفق رؤوس الأموال، تطور الاستثمار الأجنبي المباشر، ونمو الأسواق الأوراق المالية الدولية.

1 زيادة تدفق رؤوس الأموال الدولية:

اقترح " Lane" و" Milesi-Ferretti" و "Milesi-Ferretti" فياس حجم التكامل المالي الدولي وفق التالية:

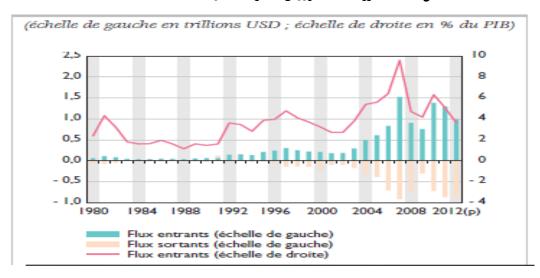
حيث:

AE : مخزون الأصول الأجنبية للدولة I في السنة t.

EE : مخزون الالتزامات الأجنبية للدولة I في السنة : EE

PIB: الإنتاج الداخلي الخام للدولة I في السنة t.

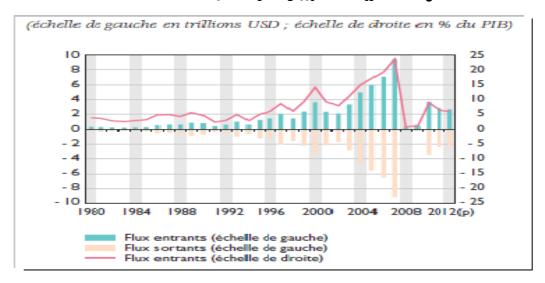
الشكل 1-1 تطور تدفقات رؤوس الأموال بالدول الناشئة 2012-2012



Source: Julio Ramos-Tallad; Le FMI et la gestion des flux de capitaux: la longue route vers une approche pragmatique, Bulletin de la banque de France, N°192, 2^{éme} trimestre 2013.

¹ ZENASI Soumia, les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies du Maghreb dans un contexte de globalisation et crises, thèse en vue de l'obtention du doctorat, NP, Université Abou Bekr Blekaid Tlemcen, 2013-2014 pp: 67-68.

الشكل 2-1 تطور تدفقات رؤوس الأموال بالدول المتقدمة 1980-2012



Source : Julio Ramos-Tallad ; Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique, Bulletin de la banque de France, N°192, 2éme trimestre 2013.

يبين الشكلين السابقين تزايد الحجم الكلي لحركة رؤوس الأموال بوتيرة كبيرة خلال العقدين السابقين، فعلى المستوى العالمي فقد تجاوز تدفق رؤوس الأموال نسبة %5 من الناتج المحلي الإجمالي وفي أواسط الفترة (1980–1999) ثم ارتفع إلى %20 قبيل الأزمة المالية ويرجع ذلك لرفع الحواجز التي كانت تعرقل حركتها وكذا استمرار تضخم السيولة العالمية إلى غاية سنة 2007 وقد شهد تدفق رؤوس الأموال انخفاض شديد أعقاب الأزمة المالية والذي عاد إلى الارتفاع أثناء سنة 2010 خصوصا في الدول الناشئة، إلا أن جزءا معتبر من تحركات رؤوس الأموال للاقتصاديات المتقدمة مقارنة بالاقتصاديات الناشئة فهي نتاج للقروض والودائع البنكية إضافة إلى السندات التي تعتبر هي الأحيرة متقلبة مقارنة بالأسهم.

2 تطور الاستثمار الأجنبي المباشر:

أثبتت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلدان النامية أنها أقوى من التدفقات إلى البلدان المتقدمة، حيث سجلت ثاني أعلى مستوى لها رغم الانخفاض الطفيف الذي شهدته لتصل إلى 703 بلايين دولار سنة 2012 الجدول 1-1، وشكلت نسبة قياسية قدرها 52% من التدفقات العالمية الوافهة من الاستثمار الأجنبي المباشر، متجاوزة مجموع التدفقات إلى البلدان المتقدمة بمبلغ قدره 142 بليون دولار، ويعكس الترتيب العالمي لكبار المتلقين للاستثمار الأجنبي المباشر تغير أنماط تدفقات الاستثمار : فهناك 9 بلدان نامية مصنفة من بين البلدان العشرين الأوائل الم تلقية للاستثمار الأجنبي المباشر، ومقارنة باقي المناطق الإقليمية، ظلت التدفقات إلى البلدان النامية في آسيا وأمريكا اللاتينية في مستويات تاريخية من الارتفاع، و ان كان نموها قد شهد فتورا في زحمه، وسجلت إفريقيا سنة 2012 زيادة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد بالحساب المقارن مع السنوات السابقة.

وبلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة عن الاقتصاديات النامية 426 بليون دولار، وهو ما يمثل حصة قياسية من المجموع العالمي قدرها 31% ورغم الانحسار الاقتصادي العالمي، استمرت الشركات عبر الوطنية المملوكة لللهان النامية في توسعها في الخارج، وظلت البلدان الآسيوية تمثل أكبر مصدر للاستثمار الأجنبي المباشر، حيث عادلت حصتها ثلاث أرباع مجموع

_

¹ Julio Ramos-Tallad; <u>Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route vers une approche pragmatique</u>, Bulletin de la banque de France, N°192, 2éme trimestre 2013

التدفقات من البلدان النامية، وزادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادرة عن إفريقيا بثلاث أمثالها، فيما ظلت التدفقات الصادرة عن البلدان النامية في آسيا وأمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاربي في مستوياتها المسجلة سنة 2011.

الجدول (1-1) تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حسب المنطقة للفترة 2010-2012 (الوحدة بليون دولار)

	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد			تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الصادر		
المنطقة	2010	2011	2012	2010	2011	2012
العالم	1409	1652	1351	1505	1678	1391
الاقتصاديات المتقدمة	696	820	561	1030	1183	909
الاقتصاديات النامية	637	735	703	413	422	426
إفريقيا	44	48	50	9	5	14
آسيا	401	439	407	274	311	308
شرق وجنوب شرق آسيا	313	343	326	254	371	275
جنوب آسیا	29	44	34	16	13	9
غرب آسیا	59	49	47	13	26	24
أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاربي	190	249	244	119	105	103
الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية	75	96	87	62	73	55

المصدر: تقرير الاستثمار العالمي 2013

http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013overview_ar.pdf

3 خمو الأسواق المالية الدولية:

ينصرف المعنى الواسع لسوق المال الدولي إلى أنه مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور ال وساطة المالية بين طالبي الأموال وعارضيها على مستوى العالم ومن أبرز المؤسسات المكونة لهذا السوق نجد البنوك التجارية والمتخصصة، شركات التأمين وشركات الأموال، صناديق التمويل والادخار، مؤسسات أحرى، 2 تؤدي الأسواق المالية الدولية نفس دور الأسواق المالية المحلية، في نقل الموارد من الأعوان ذات الفائض إلى الأعوان ذات العجز المالي، حيث يشمل جميع التحويلات القصيرة المتوسطة والطويلة الأجل المتاحة للمقترضين خارج بلدهم الأصلي.

ب. مستويات تكامل الأسواق المالية:

حسب ما جاء به سيكستوفسكي و آلن سنة 1979 فإننا نميز بين مفهومي نطاق التكامل ودرجة التكامل؛ حيث يحدد نطاق التكامل حسب التوزيع الجغرافي للأسواق المالية، أما درجة التكامل فتعرف على أساس قابلية الأدوات المالية للاستبدال،

3 نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2007–2008، مذكرة ماجستير، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة يومرداس، 2009، ص:70.

¹ تقرير مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الانكتاد)، تقرير الاستثمار العالمي عرض عام 2013، متوفر على الرابط: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013overview ar.pdf consulté le 12/06/2013 à 11:13

² الحسين تقى الدين، "التمويل الدولي"، دار الكندي، الأردن، 2002، ص:77.

فمثلا سهم يتصف بدرجة عالية من التكامل إذا اتصف بدرجة عالية من قابلية الاستبدال، وعندما يكون هناك تكامل شامل فان بيع وشراء سهم أخر في مناطق مختلفة لن يكون من شانه التأثير على سعرهما النسبي¹

وقد تزايد اهتمام العديد من الباحثين بموضوع تكامل الأسواق المالية الدولية والتي قادت إلى دراسات أخرى، وعلى غرار ذلك فقد ميز الباحثان (Bekaert & Harvey (1995 تكامل الأسواق المالية بين الأصناف التالية:

1. أسواق متكاملة:

تكون الأسواق متكاملة إذا وفقط إذا تم تعويض المخاطر المنتظمة بالطريقة نفسها في جميع البلدان، وبعبارة أحرى هي تلك الأسواق التي تكون فيها الأصول ذات نفس المخطر يجب أن يكون نفس السعر حتى لو يتم تداولها في الأسواق المختلفة، في أسواق متكاملة تماما فإن المستثمرين يواجهون مخاطر مشتركة و أخرى خاصة حسب البلد أو القطاعات التي تنتمي إليها الأوراق المالية، ولكن يتم دفعها إلا عن مصادر المخاطر المشتركة لأن المخاطر الخاصة على العموم قابلة للتنويع 2. ويشمل التكامل التام صيغتين: الصيغة القوية والصيغة الضعيفة.

- 1 1 الصيغة القوية: وهي الحالة التي يمكن فيها استبدال الأصول بعملات مختلفة شريطة أن تكون متعادلتين في العائد والمخاطر، كما نجد الاستبدال غير مغطى بمعدلات الفائدة ، ففي الصيغة القوية للتكامل لا تكون هناك حواجز لتحركات رؤوس الأموال بين البلد والعالم الخارجي 3، ونكون في حالة التكامل التام إذا وفقط إذا كان المستثمرون يتحملون نفس المخاطر النظامية وبنفس المستوى وبمعنى أن كل الأصول ذات نفس المخاطر يمكن تداولها بنفس
- 1 2. الصيغة الضعيفة: ويجب في هذه الحالة أحد تكلفة المعاملات، وكذا العلاق ة ما بين الفارق في معدلات الفائدة والفارق في سعر الصرف المتوقع الذي لا يكون في نفس السطر بل في شكل مجموعة

2. أسواق منفصلة تماما:

وهي تلك الأسواق عديمة الارتباط بين عوائدها ومعدلات الفائدة وتختلف من حيث الاستحقاق، ويحدد التوازن في هذه la théorie de la - الأسواق بتلاقي قوى الطل ب والعرض دون أي علاقة لسوق بآخر، 5 وتؤكد نظرية الانفصال segmentation- هذه الحالة بالاستقلالية التامة للأسواق عن بعضها البعض ، 6 يواجه المستثمرون في الأسواق المنفصلة تماما المخاطر الخاصة فقط، ويكون لنفس الاستثمار متداول بين أكثر من بلد عوائد مختلفة لأن مصادر العوائد والمخاطر تكون مختلفة

¹ أسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، مداخلة تدخل ضمن اطار الملتقى الوطني عولمة الأسواق المالية التحديات والفرص أكتوبر 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسبير، المركز الجامعي - غليزان -

² Abdelbari Nassali, <u>integration des marches financiers du basin pacifique</u>, mémoire présenté comme exigence partielle de la maitrise en administration des affaires, Université du Quebec à Montréal, 2009, page:4

José Soares de Fonseca, l'intégration des marchés financiers, ESTUDOS DO GEMF, N.º 6, Portugal, 2006

gemf.fe.uc.pt/workingpapers/pdf/2006/gemf06_06.pdf

Saoussen Kouki, finanacial integration of east and south mediterrainean_stock markets, 16th International Business Research Conference, Novotel World Trade Centre Off Sheikh Zayed Road, Za'abeel 2, Dubai, UAE 12-13 April 2012. ⁵disponible sur le site http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_theorie-de-la-segmentation.html consulté le 26-07-2014 à 12:56

⁶disponible sur le site: <u>http://www.trader-finance.fr/lexique-finance/definition-lettre-T/Theorie-de-la-segmentation.html</u>

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

الفصل الأول

بينها وبالتالي فان العوائد المتوقعة من الأصول المالية تتحدد من خلال المصادر المحلية لهذه المخاطر، وبالنتيجة فان عملية المراجحة تؤدي إلى إمكانية تحقيق أرباح جد معتبرة وذلك إذا غابت قيود الاستثمار الدولي، كما أن انفصال هذه الأسواق يدعم التسعير غير السليم للأصول المالية بغية الحصول على أرباح معتبرة مقارنة بالمخاطر التي تحملها، كما أن الأسواق المنفصلة تفرض تكاليف رأس المال مرتفعة على المؤسسات المحلية. 2

II. 2. 4. العوامل المحددة لتكامل الأسواق المالية.

تتفاعل مجوعة من العوامل للتحقق لنا شبكة لتكامل الأسواق المالية ويختلف تأثير هذه العوامل باختلاف الدول ومن بين هذه العوامل ما يلي:³

1-درجة الانفتاح التجاري:

تعكس درجة الانفتاح التجاري لبلد ما تكامله في الاقتصاد العالمي وتطور اقتصاده الكلي، وهذا ما يرفع من ثقة المستثمرين الدوليين ومتخذي القرار، كما يعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية، ويعتقد المستثمرون الدوليون بأن كل تكامل اقتصادي ناجح يقود الى تكامل مالى أنجح ويقاس الانفتاح التجاري بالعلاقة التالية

(1-2) النفتاح التجاري=(الصادارت + الواردات)/ الناتج المحلي الخام

2-تدفق الأموال الأجنبية:

ويعكس هذا المعيار إمكانية ورغبة المستثمرين الدوليين في الاستثمار في أسواق ما، وتؤثر هذه التدفقات على ديناميكية أسواق الأوراق المالية. ويعمل تدفق الأموال الأجنبية على تح سين النظام المالي بما يسهل وصول المستثمرين الأجانب، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع حساسية السوق المحلي للعوامل الإجمالية للمخطر، كما يسمح بتخفيض انحراف الأسعار وبالتالي عمليات المراجحة، ويحسب هذا المعيار كما يلي:

تدفق الأموال الأجنبية = (الأموال الأجنبية الداخلة + الأموال الأجنبية الخارجة)/ الناتج المحلي \cdots

3-تقلبات الصرف: يعمل تقلب الصرف على كبح تطور التجارة الخارجية وتحركات الأموال، إذ يعمل التقلب الشديد لسعر الصرف على فثل الأسواق عن بعضها البعض.

4- معدل الفائدة قصير الأجل: يعمل معدل الفائدة قصير الأجل بالتأثير على تحركات رؤوس الأموال ومن ثم التأثير على درجة التكامل المالي الدولي.

² Francisco Zopez Herrera, <u>cointegration trends among the NAFTA equity markets</u>, Economía teoría y práctica.-México, DF, ISSN 0188-8250, ZDB-ID 25173030. - Vol. 36.2012,

¹ Saoussen Kouki, <u>finanacial integration of east and south mediterrainean stock markets</u>

³ AROURI Mohamed El Hedi, <u>a la recherche des facteurs determinants de l'intégration international des marches boursiers: une analyse sur donnée de panel</u>.

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

الفصل الأول

5-التضخم: إن استقرار الوحدة النقدية لبلد ما شرط أساسي للتطور المالي لذات البلد ويؤثر التكامل المالي على علاقة التكامل.

6- نمو الإنتاج الصناعي: يتوجه المستثمرون نحو البلدان ذات معدل نمو صناعي مرتفع، وأن تواجد مثل هؤلاء المستثمرين في السوق يسمح بتخفيض انحرافات الأسعار ومن ثم المساهمة في تكامله مع الأسواق الدولية، إذن فالعلاقة بين كل من النمو الصافي والتكامل المالي علاقة موجبة.

II. 2. 5. طرق قياس التكامل المالي

إن صعوبة التوصل إلى طريقة دقيقة لاختبار وقياس تكامل الأسواق المالية كانت نقطة انطلاق لكثير من الباحثين والذين عملوا على إثراء هذه المسألة بإسهاماتهم البحثية المختلفة ، وحسب ما تقدم به هؤلاء الباحثين فنجد العديد من المقاربات لقي اس التكامل المالي للأسواق المالية لعل أهمها ما يلي:

1- المقاربة القائمة على أساس تقييم الأصول المالية:

نذكر في هذا السياق كل من نموذج تقييم الأصول المالية ونموذج المراجحة الدوليين يستخدم هذين النموذجين لتقدير قيم الأصول المالية المسعرة في مختلف الأسواق الم الية، فحسب هذين النموذجين يتحقق التكامل المالي بغياب الانحراف بين علاوات المخاطر للأصول المالية المتماثلة والمتداولة بين مناطق مختلفة.

2- المقاربة القائمة على أساس معامل الارتباط:

يعتبر معامل الارتباط أداة تسمح بقياس درجة التبعية الموجودة بين عوائد أصلين ماليين، يتسم هذا المعامل بسهولة الفهم والتفسير، ويكون محصور بين +1 و-1 وإذا تحققت هذين القيمتين دل ذلك على وجود علاقة ارتباط قوية بين الأصلين وأن اتجاه تقلبهما بنفس الاتجاه أو باتجاه معاكس حسب إشارة المعامل، أما إذا كان معامل الارتباط معدوم دل ذلك على أن كلا الأصلين مستقلين تتضمن معلومات متطابقة 2

3-5 المقاربة القائمة على أساس التكامل المشترك:

ومن بين الطرق المستعملة في دراسة التكامل المالي نجد الاعتماد على تحليل التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية، بمعنى أن وجود تكامل مشترك بين سلسلتين أو أكثر يعني وجود علاقة بينهما في المدى الطويل، ويمكن لهذه القيم أن تنحرف عن علاقة التوازن في المدى الطويل لكن بتحقق هذه الأخيرة تكون الانحرافات ضعيفة في الأسواق المندمجة وقد استعملت العديد من الدراسات هذه التقنية في دراسة تكامل الأسواق المالية. 3

_

¹ Kais Fadhlaoui, Diversification international et intégration financière: l'intérêt des marchés émergents Disponible sur le lien:

 $https://www.researchgate.net/publication/228606961_Diversification_internationale_et_integration_financiere_L\%27 interet_des_marches_emergents.$

² Khalil TCHITCHITE, <u>Intégration financière et diversification internationale</u>, mémoire présenté pour obtenir le master en finance appliqué, université du Québec à montéreal, 2008.

³ سامية زيطاري، مرجع سبق ذكره، ص: 220.

III. إستراتيجية التنويع الدولي في حافظة الأوراق المالية.

يعتبر التنويع إستراتيجية تستخدم في تشكيل الحافظة المالية ويعمل التنويع الجيد على تخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها الحافظة دون أن يحدث ذلك تأثير عكسي على العائد وقد اقترح ماركويتز فكر ق التنويع الكفء نوضح فيما يلي أهم المفاهيم المتعلقة بالمحفظة المالية والتنويع.

1.III. عموميات حول حافظة الأوراق المالية

1.III. مفهوم المحفظة المالية

تعددت التعاريف المعطاة للمحفظة المالية باختلاف وجهات نظر الباحثين وحججهم كما يلي:

عرفها جاك هامون على أنها تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية، أي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما والتي تساوي في مجملها 000% يتضح من خلال هذا التعريف أن الكاتب ركز على الأوزان النسبية بمعنى أن المستثمر يقسم رأس المال المراد استثماره بحسب أنواع الأصول المراد الاس تثمار فيها وتأخذ هذه الأصول وزن نسبي – معامل يتم تحديده وفقا لقيمة هذا الأصل من إجمالي رأس المال المستثمر.

أما محسن أحمد الخضري فقد عرفها على أنما: مجموعة من الأوراق المالية المختارة بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف وبذلك تتكون محفظة الأوراق المإلية من عدد مناسب من الأوراق المالية: كأسهم و/أو سندات وتختلف قيمة كل منها من حيث معدل العائد الناتج عنها ومن حيث مدة استحقاقها، 2 لم يختلف هذا التعريف عن سابقه إلا أنه كان أشمل منه وتتضح وجهة نظر الكاتب في تركيزه على الاختيار العلمي السليم للأوراق المالي قد من خلال العوائد بالنسبة للأسهم ومن خلال تواريخ الاستحقاق بالنسبة للمحفظة الواحدة واختيار الأوراق ذلت أقل ارتباط.

وتعرف على أنما تشكيلة لأصلين ماليين أو أكثر، والتي تختلف فيما بينها من حيث النوع والجودة بشكل عام، أما بشكل خاص يشار على أنما تشكيلة من الأوراق كأسهم و/ أو سندات والتي يمسكها المستثمر لتعظيم العائد ولتقليل المخاطر 3، يتضح من هذا التعريف تركيز الباحث العائد المتوقع من تشكيلة المحفظة والمخطر الذي قد تدفعه إذ يسعى المسير الجيد إلى تعظيم العوائد عن مستويات معينة من المخاطر.

مما سبق يمكن تعميم مفهوم الحافظة المالية على أنها أداة مركبة من أصلين ماليين أو أكثر، يحتفظ بها المستثمر لتحقيق أهداف معينة، ويشكل العائد والمخاطرة حجر الأساس عند تسييرها.

يسعى حامل المحفظة المالية إلى تحقيق أهداف معينة كما تؤدي المحفظة المالية ادوار بارزة نوردها في ما هو آت.

² محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في أربع وعشرين ساعة، ايتراك لنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، ص: 65.

¹ Jacques Hamon; bourse et gestion de portefeuille; ECONOMICA; 2edition; PARIS; 2005; p:151.

³ أرشد فؤاد النميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص: 190.

1.III. 2 أهداف ووظائف المحفظة المالية.

1.2.1.III أهداف المحفظة المالية : عَيْثل الهدف الجوهري للمحفظة المالية في تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطر، مع توفر عنصر السيولة ولعل أهم أهدافها لئما يلي:

- المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة: فمن خلال التنويع الجيد يحرص المستثمر على تفادي قدر الإمكان المخاطر التي تواجه كل ورقة مالية على حدا وبالتالي حماية رأس المالي الأصلي من التآكل¹.
 - الحفاظ على قدر من السيولة: وذلك من خلال الاستثمار في أدوات قابل ة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى الشركات، ² وهنا يقوم المستثمر باختيار أصول مالية متفاوتة الاستحقاق حتى يتيسر تحويلها إلى سيولة عند الحاجة.
- تأمين الحصول على دخل مستمر: وذلك لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لحاجاتهم ولتسديد مصاريفهم التشغيلية، 3 ويتحقق هذا الهدف من خلال الاستثمار في الأوراق المالية ذات الضمان والتي تحقق عوائد ثابتة نسبيا كالاستثمار في أسهم الشركات الكبرى والاستثمار في السندات.
- المزج بين الأوراق المالية: يعد التنويع أحد أهم أهداف المحفظة، وذلك بالمزج بين الأصول المالية الأسهم أو السندات، ومن حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة أي تحديد الأوزان النسبية، 4 من أجل تحقيق الأهداف السابقة لابد على المستثمر أن يعتمد على التنويع الجيد في تشكيل المحفظة المالية.

1.III. 2.2. وظائف المحفظة المالية: تقوم الحافظة المالية بوظائف عديدة لعل أهمها: 5

- تحديد أنواع الأصول المالية وبيان إسهاماتها النسبية في الحافظة، وكل ذلك بناءا على ما مسح أولي للأسواق المالية والفرص المتاحة؛
- تعزيز قيم أصول حافظة الأوراق المالية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الأصول والعمل على إعداد الخطط الدقيقة، لانتقاء البدائل التي تعطى ربحية أكثر؟
- توفير الأمان لحافظة الأوراق المالية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط و العقلانية، مع القبول بهامش ضروري للمخاطر وذلك بالاستناد إلى تنويع الأصول المالية المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛
 - إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات الحافظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛
 - توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، وانجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأصول المالية؛
 - بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيا مواجهة السوق؛

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسير للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص: 17.

¹⁷: درید کامل آل شبیب، مرجع سبق ذکوه، ص 2

¹⁷: درید کامل آل شبیب، مرجع سبق ذکره، ص 3

⁴ نفس المرجع، ص:17.

⁵ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1 دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003، ص:222-224

الفصل الأول

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

حماية الحافظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية؛ حاصة بالنسبة للضرائب المختلفة ويكون ذلك بالابتعاد عن أي مخالفة مالية أو إدارية أخرى.

2.III. التنويع الدولي في حافظة الأوراق المالية.

1.2.III. نظريات محفظة الأوراق المالية.

تعرف نظرية الحافظة على أنها نظرية معيارية تمتم بالقرارات المالية المتخذة من قبل المستثمرين، تقوم هذه النظرية على أسس اقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسر بما سلوك المستثمر وفيما يلي أهم النظريات التي عرفتها المحفظة المالية.

1.2.III. 1. نظرية ماركويتز.

بدأ تركيز الاهتمام بالمخاطر في الخمسينات وبداية الستينات، وقد ساعد على ذلك جهود هاري ماركويتز والتي أسفرت $^{-1}$ عن نظرية المحفظة التي تقوم على الفروض التالية: $^{-1}$

- أن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.
- أن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، وأن منحني المنفعة يعكس له تناقص في المنفعة الحدية للثروة.
 - النظر إلى المخاطر على أساس كونها القلب في العائد.
 - أن القرار الاستثماري يقوم على متغيرين أساسيين هما العائد والخاطرة.
 - أن المستثمر يبغض المخاطرة.

إن جوهر هذه النظرية هو توضيح أثر المخطر والارتباط والتنويع على العائد المنتظر من المحفظة ويمثل عائد المحفظة مجموع عوائد 2 . الأصول المالية المشكلة للمحفظة مرجحة بأوزانها النسبية

كما سبق وأن أشرنا إلى أن هذه النظرية تبين أثر التنويع على العائد حيث يسمح التنويع بالوصول إلى مستوى أقل من المخاطر عند نفس المستوى من المردودية، وبما أن التنويع متاح لجميع المستثمرين فإن السوق لن يدفع علاوة المخاطر التي يتحملها المستثمرون لعدم تنويع أوراقهم، ويعبر معامل الارتباط عن العلاقة بين متغيرين والمتمثلة في العلاقة بين عوائد الأوراق المالية حيث أن قيمته محصورة بين +1 و-1 ، ويأخذ معامل الارتباط ثلاث حالات: 3

- فإذا كان الارتباط بين ورقتين X و Y يساوي الواحد الموجب أي 1+=r معنى ذلك وجود ارتباط تام موجب والتنويع بهذه الأصول يكون غير مجدي وهو ليس من مصلحة المستثمر.
 - وإذا كان r = r معنى ذلك وجود ارتباط تام سلبي بمعنى أن الخسارة المحققة في إحدى الورقتين معوضة تماما بالعوائد المحققة في الورقة الثانية وهو يقضى نمائيا عن المحاطر.
- وأما إذا كان r = 0 يعني عدم وجود ارتباط أو أن عوائد الأوراق المالية مستقلة تماما عن بعضها البعض أي أنه لا يوجد تأثير بين العوائد إلا أنه لا يقضى نهائيا عن المخاطر.

¹ منير ابراهيم هندي، <u>الفكر الحديث في الاستثمار</u>، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثالثة، 2010، الإسكندرية، ص، ص: 82، 83.

² Harry M, Markowitz, fondation of portfolio theory, www.nobelprize.org/.../markowitz-lecture.pdf. consulté le 10/03/2013

³ Jean-Baptiste Desquilbet, <u>Le MEDAF Modèle d'évaluation des actifs financiers</u>, disponible sur le lien: jb.desquilbet.pagesperso-orange.fr/docs/A_M2thfi_2_MEDAF.pdf, consulté le 12/10/2013 à 14:11h

من خلال الحالات السابقة يتوجب على مدير المحفظة المالية أن يراعي في تنويع محفظته من خلال نوعية الارتباط وقوته، ففي حالة الارتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما ارتفع معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الارتباط.

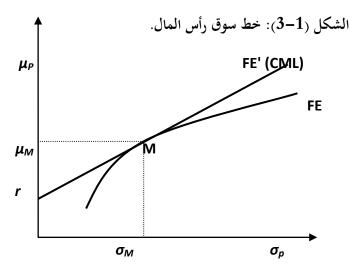
1.2.III. 2. نموذج تسعير الأصول المالية

قدم هذا النموذج شارب ولينتز عام 1964 والذي حاز على جائزة نوبل تقديرا على جهوده، ويعتبر هذا النموذج من النماذج الرائدة في سوق الأوراق المالية حيث يعتبر من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة الملافة لهذا السهم عندما يتم الاحتفاظ به كجزء من محفظة استثمارية متنوعة.

إن المخاطر التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطر السوقية والتي تقاس بمعامل بيتا، ويقصد بمخاطر السوق تلك المخاطر التي تترك أثارها على جميع الأوراق المالية نتيجة عوامل مشتركة اقتصادية وسياسية واجتماعية وغيرها حيث تصيب الاقتصاد الوطني ككل ولا يمكن تجنبها من خلال التنويع في محفظة الأوراق المالية، ويقوم هذا النموذج على تحديد معدل العائد المتوقع والمطلوب من قبل المستثمرين في الأوراق المالية أ. يقوم هذا النموذج على الفرضيات الأساسية التالية: 2

- يتميز السوق بالكفاءة وقدرة المستثمرين على الإقراض والاقتراض دون الخضوع إلى كميات إجبارية؛
 - يتميز السوق المالي بالمنافسة التامة؛
 - 3 . يملك المستثمرين نفس التوقعات حول العوائد المنتظرة وذلك راجع لتجانس المعلومة.

نظرا لأن التنويع بالاستثمار يخفض الخطر مع ذلك يبقى خطر لا يزول وعليه سيكون المستثمر مهتم بمعرفة العلاقة بين الخطر والعائد لكل سهم في المحفظة وهذا ما يوضحه خط سوق رأس المال إلا انه يوضح هذه العلاقة للمحافظ المالية والكفئة فقط وذلك حسب ما يوضحه الشكل التالى:



Source: Pierre Vernimmen; <u>finance d'entreprise</u>; Dalloz; 6^e edition; Paris; 2005; page:430

¹ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الادارة المالية ،الطبعة الأولى، دار الفكر 2011، الأردن، ص: 125

² Philippe Bernard, <u>Le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers</u>, paris,2007, p:2.disponible sur le lien http://www.lamicrofinance.org/files/15331_I_016.pdf consulté le 16/11/2013.à 18:09
³ Idem.

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

الفصل الأول

وقد تم تحسيد هذه العلاقة حسب نموذج تسعير الأصول المالية على مستوى الأوراق المالية على انفراد أو أي محفظة مالية، وذلك من خلال تحديد المردودية المطلوبة انطلاقا من المخاطر المرتبط بها وذلك يعني أن المردودية المطلوبة من مستثمر معين تساوي معدل العائد بدون مخاطرة زائد علاوة المخاطرة غير القابلة للتنويع — المخاطر النظامية – وذلك حسب المعادلة التالية:

$$K = r_f + B(K_M - r_f)$$

حيث:

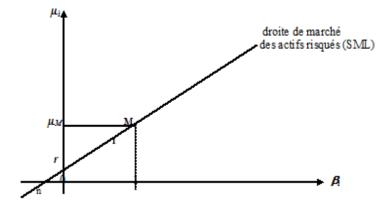
K: المردودية المطلوبة من قبل المستثمر.

. معدل العائد الخالي من المخاطرة. $r_{
m f}$

B: معمل بيتا والذي يعكس حساسية عائد الورقة لعائد السوق.

 1 . عائد محفظة السوق: K_{M}

الشكل (1-4): خط سوق الأوراق المالية.



Source: Pierre Vernimmen; <u>finance d'entreprise</u>; dalloz; 6^e edition; paris;2005; page:448.

انتقادات النموذج:

 2 وبالرغم من الإسهام البارز الذي قدمته هذه النظرية إلا أن هناك العديد من الانتقادات التي وجهت إليها:

- الانطلاق من فرضية الهوق الكفء تبقى كنظرية ولا يمكن تطبيقها؟
- ما يشكك في صحة بمردودية الناتجة عن النموذج هو الاعتماد على عامل واحد لحساب معدل المردودية؛

¹ Pierre vernimmen; **finance d'entreprise**; dalloz; 6^e edition; paris;2005; pp:444-445.

² Pierre VERNIMEN, **Finance d'enterprise**, 3e Edition, Dalloz, paris, 1998, p : 242.

الإطار النظري لتكامل أسواق الأوراق المالية والتنويع الدولي

الفصل الأول

- عدم سلامة فرضية استقرار بيتا، فنموذج تسعير الأصول هو نموذج تنبؤي يعتمد على بيانات تاريخية ويسمح بتحديد المردودية المتوقعة كدالة في المخاطر النظامية، ومن ثم يستوجب حساب بيتا التقديري وليس التاريخي وهو متغير عبر الزمن؟
- صعوبة تطبيق النموذج خاصة في تحديد معدل المردودية الخالي من المخاطرة والذي يبقى نظري فسندات الحكومة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، تحت فرضية الدولة لا تفلس، لكن قد تنطوي عليها مخاطر أخرى؛
 - يرفض النموذج المستثمرين ممن يقبلوا بعوائد قليلة في مقابل التعرض لمخاطرة شديدة؟
- يفوض النموذج أن عوائد الأسهم تتأثر بنوع معين من المخاطر وهي المخاطر النظامية
 يفوض النظامية؟
- يفترض النموذج أن لجميع المستثمرين قدرات متساوي في الحصول على المعلومات (فرضية تجانس توقعات المستثمرين)، لكن
 لا يمكن تحقق هذا الفرض في الواقع لأن السوق لا تتمتع بكفاءة تامة.

1.2.III. 3. نظرية المراجحة.

تعتبر نظرية المراجحة والمقترحة من قبل ROSS سنة 1976 تعميما لنموذج *CAPM* وتسمى أيضا بنموذج متعدد العوامل، وهي العوامل الاقتصادية التي تؤثر على سعر الورقة فنجد منها عوامل عامة وهي عوامل السوق ، وعوامل حاصة متعلقة بالمؤسسة. تعتبر هذه النظرية مقاربة توازنية تحكم العلاقة بين عوائد الأوراق المالية والمتغيرات المؤثرة عليها، حيث أن النموذج لا يزودنا بعوامل محددة وإنما تختلف العوامل باختلاف المحللين والمستثمرين، حيث انه يتم إعطاء وزن لكل عامل يعكس حساسية الورقة المالية لهذا العامل ويرجع ذلك لتقدير الشخص لحجم المخاطر . أوفقا لهذه النظرية فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تتساوى في عوائدها وهذا ما يهمى بالسعر الواحد، أما إذا لم يحدث ذلك فيبدأ المراجحون عملهم حتى تختفي المراجحة المربحة بين الأوراق المالية حيث يصبح عائد الورقة المالية مساوي للعائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى علاوة مخاطر تعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الأوراق المالية، وتعتمد هذه النظرية على الفرضيات التالية:

- غياب تكاليف سمسرة والضرائب على الأرباح الرأسمالية حيث يتمتع السوق المالية بالمنافسة الكاملة؛
 - أن المستثمر يتصف العقلانية ويجمعي لتعظيم ثروته؛
 - أن عوائد الأوراق المالية هي عبارة عن محصلة لعدد من العوامل التي تؤثر على الأوراق المالية؛
 - هناك توقعات متشابحة بشأن العوامل المؤثرة على الأوراق المالية؛
 - تساوي معدل العائد على الإقراض والاقتراض؛
 - لا توجد مخاطر محيطة بعملية الترجيح المربح.2

^{*} capital asets prissing model.

 $^{^1}$ Risque management and financial dérivatives, disponible sur le lien

http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf consulté le 01/02/2013.à 10:31

² Aswath Damodaran, Finance D'Entreprise, 2^e edition revue et corrigée, de boéck, 2008, paris, page: 243-245.

تستخدم المعادلة التالية كنموذج تسعير المرجحة:

...... المعادلة: (1-5)

R = E + bf + e

حيث:

R : العائد الفعلي.

E : العائد المتوقع.

b : معامل بيتا ويمثل حساسية الورقة المالية للتغير في عوامل المخاطر المنتظمة

f: العائد الفعلى في ظل عوامل المخاطر المنتظمة.

e : العائد في ظل المخاطر غير المنتظمة والعوامل العشوائية.

توضح المعادلة أن العائد الحقيقي أو الفعلي يساوي العائد المتوقع إضافة إلى حساسية العوامل المتغيرة على الزمن بالإضافة إلى المتبقي من المخاطر، وأنه في حالة ما إذا كان هناك ثلاثة أو أربعة عوامل تؤثر على كفاية النموذج الملائم ويؤثر على العوامل في عائد سوق الأسهم ولذلك يمكن أن يكون النموذج وفق الشكل التالي حيث يتم إضافة العوامل الأخرى إليه.

.....المعادلة رقم: (1-6)

 $R = E + (b_1)(f_1) + (b_2)(f_1) + (b_3)(f_3) + (b_4)(f_4) + e$

3.III. مفهوم التنويع الدولى في حافظة الأوراق المالية

3.III. مفهوم التنويع في حافظة الأوراق المالية.

يقصد به القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير سلبي على العائد، 2 يسمح التنويع للحافظة المالية بتخفيض المخطر عند مستوى من العائد أو تعظيم العائد عند مستوى معين من الم خاطر، ويتمتع التنويع بمجموعة من المزايا إذ يقلل من مخاطر تقلب العوائد. 3 وحسب عامة المستثمرين فان الأرباح المتوقعة من المحفظة المنوعة دوليا يتوقف على معاملات الارتباط بين عوائد أسواقها، كما أن تذبذب معاملات الارتباط يعطى فكرة عن نسبة حالة عدم التأكد فيها. 4

2 بن موسى كمال، <u>المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها</u>، مجلة الباحث، العدد 03، جامعة ورقلة- الجزائر، 2004، ص: 43.

دريد كامل آل شبيب، **مرجع سبق ذكره**، ص:208, 207.

³ disponible sur le site:http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_portefeuille_diversification.html consulté le 16-03-2013 à 14:27.

⁴ Ilhan Meric, Co-Movements of NAFTA Stock Markets. Troy University Business and Economic Review, 2009.

وهو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطر، وذلك من خلال اختلاف خصائص هذه الأوراق من حيث العائد والمخاطر وهذا ما يسمى بأثر الحافظة، كما أن درجة الانخفاض في المخاطر الناجمة عن التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق المكونة لها.

3.III. 2 أساليب التنويع في حافظة الأوراق المالية.

يوجد عدة أساليب للتنويع وتتجلى فيما يلي:

1. 2.3.III تنويع جهة الإصدار: ويندرج ضمن هذا الطريقة أسلوبان للتنويع:

1)- التنويع البسيط:

ويقوم هذا الأسلوب على الاختيار العشوائي للأوراق المالية استنادا على أن كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها، بمعنى شراء عدد من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة أو العوائد المتوقعة وغير ذلك أي الشراء والتبديل دون دراسة، وهذا الأسلوب ملائم للمستثمر الغير قادر على التمييز أو دراسة عوائد الأوراق المالية.

2)-التنويع الكفء:

يعتمد هذا الأسلوب على الطرق العلمية في اختيار الأوراق المالية، وبعد دراسة جيدة مع مراعاة معامل الارتباط بين الأوراق المالية المراد اختيارها بمعنى استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية اللازمة لدراسة واختيار الأوراق المالية، ويفضل في هذه الحال ة أن لا يكون بين الأوراق المالية المراد اختيارها درجة عالية من الارتباط وذلك لتقليل المخاطر بأكبر درجة ممكنة، أي لا يفضل اختيار أوراق مالية تكون العلاقة بينهما طردية بحيث لو انخفضت قيمة احدهما يؤدي تلقائيا إلى انخفاض الأحرى، ويفضل أن تكون العلاقة بين الأوراق المالية سالبة أو مستقلة أي لا توجد علاقة بين الأوراق المالية.

2. 2. 3.III تنويع تواريخ الإصدار:

ويتم بموجب هذا الأسلوب توزيع مخصصات المحفظة على أصول مالية ذات تواريخ متدرجة ويقتضي على المستثمر قبول حد أقصى لتواريخ الاستحقاق ثم يقوم بوضع هيكل لهذه التواريخ توزع على أساسه الموارد الملية المتاحة.²

من إيجابيات هذه الإستراتيجية أنها توفر السيولة للمستثمر وذلك من خلال استرجاع قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل وتحقيق الربح واستقرار العائد من خلال الاستثمار في الأوراق طويلة الأجل، وفي الواقع فإن تدرج تواريخ الاستحقاق بين الأجل القصير والأجل الطويل انطلاقا من توقعات سعر الفائدة كما في حالة السياسة الهجومية فيعتمد المستثمر على الأوراق المالية قصيرة الأجل عندما يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة ويعتمد على الأوراق المالية طويلة الأجل في الحالة المعاكسة

¹ ماجد عطاالله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2011، ص: 147.

² بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مرجع سبق ذكره.

3. 2.3.III. ع. التنويع الدولي:

3. 2.3.III تعريف التنويع الدولي:

أكدت النظرية الحديثة للمحفظة المالية على أهمية التنويع في تخفيض المحاطر، من خلال تقسيم رأس المال المستثمر على عدة أصول مالية، فإذا كانت نتائج التنويع القطاعي أكيدة وغير قابلة للنقاش، فإن الحديث عن أهمية التويع الدولي تصبح بالضرورة فكرة مسلمة، فهو يسمح بتحقيق أرباح غير اعتيادية كون الأصول المتداولة متفرقة بين أسواق مالية مختلفة تسجل ارتباطا ضعيفا فيما بينها.

وكما أثبتت الأبحاث والدراسات فإن التنويع القطاعي المحلي على تدنئة المخاطر غير النظامية إلى أدبى المستويات ولكن تبقى النوع الثاني من المخاطر والمتمثلة في المخاطر النظامية وهي تلك الناجمة عن التضخم وسعر الفائدة والتي تؤثر على جميع الأوراق المالية دون استثناء، وحتى يتم تجاوز هذا المخطر يلجأ المستثمر إلى التنويع الدولي.

تم تبني التنويع الدولي من قبل المستثمرين منذ وقت طويل وذلك لأنه وسيلة فعالة لتحسين عائد المحفظة، ويسمح من جهة أخرى بتحقيق ربح هام ناجم عن محفظة مكونة من أصول أجنبية ومن جهة أخرى فهو يعمل على تدنئة المخطر الإجمالي². ويشغل التنويع الدولي أهمية خاصة لدى المستثمرين ويعتبر معامل الارتباط بين الأوراق المالية الدولية في مقدمة الدوافع التي للاستثمار الدولي بحثا عن فرص أكيدة لتعظيم العوائد وتخفيض المخاطر والتي قد تصيب الاستثمار المحلي

ويختلف عائد المحفظة المحلية عن عائد المحفظة الدولية كون أنه في الحالة الأحيرة فإن المستثمر لا يشتري فقط الأصول المالية، بل يشتري كذلك عملات الدول المستثمر فيها، أي أن معدل عائد المحفظة الدولية هو مجموع عوائد الاستثمار في الأصول المحلية والأجنبية مضافا اليه معدل العائد الناتج عن تغير صرف العملة الأجنبية والذي قد يكون سالبا فيؤثرا عكسيا على مردودية المحفظة الدولية. وحتى تكون المحفظة الدولية أكثر أهمية من المحفظة الوطنية يجب أن يكون خطرها أدنى عند معدل عائد مماثل لمهدل عائد المحفظة الوطنية أو يفوقه وتعكس نتيجة المقارنة ربحاكان أم خسارة إلى أثر عملية التنويع الدولي، ويقاس الأثر بالفرق النسبي بين عائد المحفظة المنوعة دوليا وعائد المحفظة المحلية.

8 خاطر المحفظة المنوعة دوليا ومخاطر المحفظة الوطوية، أو بالفرق النسبي بين عائد المحفظة المنوعة دوليا وعائد المحفظة المحلية.

3. 2.3.III النظريات الحديثة لتوزيع أصول حافظة الأوراق مالية الدولية

يعمل مسيرو المحفظة للوقاية من خطر الصرف من خلال تغطية الجزء الأجنبي ففي عدة حالات يمكن إلغاء أو تقليص هذا الخطر بشراء عقود صرف آجلة وإلا فإن المستثمر يضيف للمحفظة عامل المضاربة على العملة الأجنبية . فإذا قرر المستثمر تجنب خطر الصرف فهو إما يحصل على علاوة الصرف إذا كانت العملة الوطنية ضعيفة مقارنة بالعملة الأجنبية، و إما يتحمل خسارة على

¹ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والنجارية وعلوم التسيير، جامعةالحاج لخضر-باتنة، ص: 61

² Maroua Mhiri, <u>choix des portefeuilles internationaux: diversification, attitude face au risque et barrieres à l'investisment</u>, thése pour l'obtention du titre de doctort, universite de CERGY-PONTOISE U.F.R econmie et gestion 2011, page: 30.

^{66:}ص فیق مزاهدیة، مرجع سبق ذکره، ص 3

سعر الصرف الجاري في حالة ق وة العملة الوطنية و من هذا المنطلق ظهرت مجموعة من النظريات يمكن تصنيفها إلى ثلاث أصناف: 1

1)- نظرية التغطية الكاملة لسعر الصرف:

و التي اقترحها PEROLD و SCHULMAN سنة 1988 أول من اقترح تغطية كاملة للاستثمارات الأجنبية والتي تخفض الخطر بشكل محسوس إلى تلئلفة جد ضعيفة.

2)- نظرية التغطية الجزئية لسعر الصرف:

و التي تم اقتراحها من قبل FROOT سنة 1988 بعدم التغطية لأن خطر الصرف لا ينخفض بالفعل على المدى الطويل، بحيث، و أثبتت هذه النظرية أن التغطية الكاملة على المدى الطويل قد تؤدي إلى التأثير على مردودية المحفظة الدولية.

3)- نظرية عدم التغطية:

تعتبر هذه النظرية حلا وسط بين الرأيين السابقين GASTINO سنة 1995 الذي اقترح نسبة التغطية قدرها 50% و نظرية BLACK (1995،1989) الذي اقترح نسبة 75%.

بينما أكد 2000 REINERT أن إستراتيجية عدم التغطية أو التغطية الكاملة لخطر الصرف بالنسبة لمحفظة تحتوي على \$10 من الأصول الأجنبية.

3. 2.3.III. 3. 2. أشكال التنويع الدولي:

تتشكل المحفظة الدولية عادة بنفس المبدأ الذي تتشكل به المحفظة المحلية، بتوزيع رأس المال المستثمر على عدة أصول مالية مسعرة في أسواق أجنبية مختلفة حسب أهميتها وأوزانها النسبية، وهناك طريقتين للوصول إلى عملية التنويع الدولي في الأسواق الدولية وهي: اقتناء أوراق مالية مسعرة في أسواق أجنبية:

1- شراء أوراق مالية لمؤسسات دولية:

يوجد العديد من المؤسسات الدولية التي يرجم عن نشاطها تنوعا دوليا لأرباحها وأصولها، ومن خلال هذا التنويع يمكن الحصول على استثمار مالي متكافئ الخصائص مع محافظ مالية مكونة من قيم متنوعة لمؤسسات مستوطنة في دول مختلفة.

فالمؤسسة الدولية في حد ذاتها مشكلة من مجموعة من المؤسسات الفرعية المرتبطة ماليا مع المؤسسة الأم والتي هي مشكلة تقنيا من توليفة لمجموعة من الأسهم المختلفة في مستوى المخاطر والمردودية تبعا لنشاط المؤسس ة الفرعية وبيئتها الاقتصادية و الجغرافية، وبالتالي فسهم المؤسسة الدولية يمثل وحدة لتوظيف متنوع جغرافيا. 2

¹ حمدي فيصل ، تسبير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستي في علوم التسبير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2006 ص: 72.

² حمدى فيصل، **مرجع سبق ذكره،** ص: 69.

2 التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية:

يكون هذا التنويع بشراء أسهم أجنبية مسعرة في السوق المحلية أو بشراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية، إلا أن هذه الأخيرة حسب ما أقره David Keeley فهي معرضة لخمسة عوائق أمام المستثمر المالي عند تدويل محفظة أسهمه وهي:

- 1 صعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة في الخارج، بسبب مشاكل اللغة، نقص في تغطية المحللين الماليين و اختلاف المقاييس المحاسبية؛
 - 2 -صعوبة الإلمام بالتشريعات الجبائية؟
 - 3 اختلاف القواعد المتحكمة في العمليات البورصية بشكل ملحوظ من بلد لآخر؛
 - 4 الالتزام بمصاريف الوساطة؛
 - 1 الاختلاف في درجة السيولة $^{-}$ حجم الأموال المتعامل بما في الأسواق $^{-}$

3. 2.3.III. 4. 3. 2.3.III

يتمتع التنويع الدولي بمجموعة من المزايا والايجابيات اذ يعتمد على تشكيلة ملائمة للأوراق المالية لمؤسسات دولية، فهو بذلك يعمل على تدنئة المخاطر الاجمالية عند مستوى مرتفع من العوائد، الا أن عملية التنويع الدولي تواجه جملة من المخاطر التي تعيق عملية الأستثمار الدولي منها مايلي: 2

- أ المخاطر السياسية: وتأخذ هذه المخاطر عدة أشكال منها مصادرة الحكومة لملكية الأصول المالية؛ والتعديلات الضريبية وفرض قيود على التحويلات المالية والنقدية.
- ب مخاطر سعور الصرف: ويقصد به تحركات أسعار صرف العملة الأجنبية، فقد تتعرض المحفظة الدولية لمثل هذه المخاطر لأنه جزء كبير من الاستثمارات تقوم بعملات أجنبية مختلفة فقد يؤدي انخفاض هذه الأخيرة مقابل العملة المحلية إلى خسارة جزء من استثماراته، كما قد يكون هذا المخطر أقل تأثيرا بالنسبة للم حافظ الدولية التي تقوم الاستثمار في الأوراق المالية للشركات الكبرى المقيدة في الأسواق المحلية اذ التقييم يكون عندئذ بالعملة المحلية أي أنحا لا تخضع لتقلبات الصرف الحاصلة.
- ت تخاطر أخرى: بالاضافة إلى المخاطر المذكورة، فقد تتعرض المحفظة الدولية إلى مغطر السيولة بمعنى أنه يصعب التنازل على الأصول المالية في حالة الضرورة دون تقديم خصم، وعادة ما تواجه هذه الحالة في الأسواق الصغيرة ذات السيولة الضعيفة، إلى جانب مخاصر نقص المعلومات عن الشركات المسعرة في البورصات الأجنبية، وعدم تجانس الأنضمة المحاسبية بين مخلف الدول وارتفاع تكاليف الصفقات.

...

 $^{^{1}}$ حمدي فيصل، مرجع سبق ذكره، ص: 70–71.

رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص: 67-68.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل إبراز دور العولمة المالية في ظهور التكامل المالي، فهناك مجموعة من العوامل التي ساهمت في تطور الأسواق المالية والتي بدورها أدت إلى ظهور متغيرات حديثة، وبذلك أصبحت هذه الأسواق مضطرة للاتحاد عن طريق ما يسمى بالتكامل المالي من أجل تحقيق مستويات مقبولة من النمو الاقتصادي وكذا الحد من الآثار التي خلفتها بعض العمليات الاستثمارية كالمراجحة والمضاربة، حيث أنه عندما يتحقق التكامل المالي يصبح للأصول المالية ذات نفس المخاطر والمتداولة بين سوقين وأكثر نفس السعر، وبالتالي تختفي تلك الانحرافات التي يستفيد منها المراجحون

ولقياس تكامل الأسواق المالية هناك العديد من المقاربات منها: دراسة التكامل عن طريق بعض المتغيرات الاقتصادية والجبائية والسياسية، إلا أن هذه الطريقة أشبه بالمستحيلة نظرا لوجود عوامل غير قابلة للقياس، إلا أن اجتهادات الباحثين أسهمت في ترجمة علاقة التكامل بتكامل عوائد هذه الأسواق، ولكي تحقق الدول مستوى مقبول من التكامل لابد عليها أن تأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل، والتي أثبتت بعض الدراسات تأثيرها على أي علاقة تكامل، إلا أن تأثير هذه العوامل يختلف من بلد لآخر حسب العلاقات الاقتصادية والسياسية. ويؤثر التكامل المالي إيجابا على اقتصاديات الدول فهو يوفر للأنظمة المالية والأسواق المالية فرص مشتركة لتنويع المخاطر، في حين فهو يضمن أفضل تشكيلة لتوزيع رأس المال وبالتالي الموارد المالية، من جهة أخرى يسمح التكامل المالي بوصول أفضل للسوق عن طريق التجارة، كما يؤمن التكامل المالي على الاستثمارات ويحقق إنتاج منوع، ومقابل هذه المزايا المائي بيتج عن تكامل الأسواق المالية الدولية بعد أن أغتيرت كحل أمثل لتخطى المخاطر الإجمالية للمحفظة.

ويعتبر التنويع في المحفظة المالية قرارا يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، ويعمل التنويع القطاعي المحلي على تدنئة المخاطر الخاصة، ويبقى النوع الثاني من المخاطر الذي يتم تجاوزه بالاستثمار في الأصول المالية الأجنبية عن طريق التنويع الدولي، هذه الإستراتيجية التي تسمح بتحقيق عوائد معتبرة للمحفظة المالية واستقرار في المخاطر الكلية.

الفصل الثاني: الخلفية التطبيقية للتكامل المالي والتنويع الدولي

الفصل الثاني

تمهيد:

شهدت فكرة تكامل الأسواق المالية تطورات كبيرة، وقد عرف تكامل الأسواق المالية مستويات مختلفة بين قوي؛ جزئي وضعيف وكما هو معلوم أن لكل ظاهرة ايجابيات وسلبيات كذلك هو الحال بالنسبة للتكامل الذي بلغ تأثيره العديد من المتغيرات الاقتصادية لاسيما الأرباح المحققة من الاستثم ارفي المحافظ المالية الدولية والتي تتسم بالأمان النسبي مقارنة بالمحافظ المحلية . وفي هذا السياق فقد قمنا بجمع مجموعة من الدراسات المهتمة بالتكامل المالي والتنويع الدولي.

تعكس الخلفية التطبيقية لدراستنا مدى حداثة هذا الموضوع وتعقيده والذي يظهر من خلال تعد د الجوانب التي يلمسها اذ أنه يجمع بين مالية الأسواق؛ والاقتصاد الكلي؛ والمالية الدولية؛ والاقتصاد القياسي، كما تبرز لنا هذه الخلفية التطبيقية للدراسات أهمية هذا الموضوع والتي إكتساها من خلال سيطرته على حيز كبير من انشغالات الباحثين في الوقت الراهن

ومن خلال بحثنا الاستطلاعي ومسحنا البيبليوغرافي المتواضعين تحصلنا على مجموعة من الدراسات حول الموضوع اخترنا منها تلك التي كانت خلال الفترة من 1995 إلى غاية 2014، وما لفت انتباهنا من خلال التطور الزمني لهذه الدراسات أنه اكانت في بداية الأمر تدرس علاقات ثنائية للتكامل أي بين سوقين على الأكثر وذلك تبعا للأوضاع الاقتصادية والسياسية السائدة آنذاك، إضافة إلى استخدام النماذج القياسية التقليدية والتي تطورت عبر الزمن إلى أن أصبح بإمكان الباحثين دراسة هذه العلاقة بين تشكيلة من الأسواق تماشيا والتطورات الاقتصادية.

نقوم في هذا الفصل بتقسيم الدراسات المجمعة حسب المتغيرات التي تناولتها وكذلك فترة الدراسة، منها ما تعلق بتكامل الأسواق المالية في ظروف الاستقرار المالي ومنها ما تعلق بظروف الاضطراب (الأزمات)، كذلك بالنسبة للدراسات المتعلقة بالمتغير الثاني أي التنويع الدولي فنقوم بعرض مجموعة من الدراسات مرتبة حسب تسلسل زمني ومقسمة حسب الظروف السائدة بين فترات الاستقرار المالي وخلال الأزمات المالية، كما نعرض من جهة أخرى، الدراسات التي تناولت كل من تكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي، ومن خلال هذه التصنيف نخصص مطلب لتوضيح إسهامات دراستنا عن الدراسات السابقة ونقد شامل لها وذلك تعمدا منا من أجل تفادي نقد كل دراسة على انفراد كي لا نقع في فخ تكرار الملاحظات بعد التصنيف المذكور.

I. الخلفية التطبيقية لتكامل الأسواق المالية

1.I. دراسات متعلقة بتكامل الأسواق المالية في ظروف عادية

دراسة جابر محمد محمد عبد الجواد تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، كلية الشريعة والقانون، دولة الإمارات العربية. 1

وهي عبارة عن ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات تضمنت هذه الورقة دراسة استطلاعية لعدة أبحاث إذ هدفت إلى إبراز أهمية تكامل البورصات العربية ودوره في تحقيق الاستقرار وتعبئة المدخرات القومية وجذب الاستثمارات اللازمة للنمو والتنمية. اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي لاستعراض واقع البورصات العربية وكذا العوامل المقترحة لمواجهة معوقات تكامل البورصات العربية كتوضيح الشروط اللازمة لإدراج ورقة مالية من بلد عربي لآخر؛ إبراز ضوابط النشر والإفصاح عن البيانات المتعلقة بالشركات المدرجة، كذا ضرورة قيام مؤسسة عربية متخصصة وفي الأخير خلصت الدراسة إلى وجود واقع لبورصة الأوراق المالية العربية الموحدة بدءا من سنة 2004 ويقتضي الأمر تفعيلها للقيام بنشاطها في تقارب بورصات الأوراق المالية العربية.

دراسة سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية. 2

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة عدت إشكاليات : كفاءة الأسواق المالية، مقارنة بين سلوك عوائد الأوراق المالية في الأسواق العربية مع سلوك عوائد بعض الأسواق المتطورة والناشة اعتمدت الباحثة على معطيات أسبوعية لأسعار المؤشرات البورصية، مستخدمة عدة طرق للمقارنة بين النتائج كإحصائية Durbain Watson؛ دراسة الحركة العشوائية للأسعار بالاعتماد على إحصائية Dickey Fuller واختبار إمكانية التنبؤ بالعائد باستعمال معادلة الانحدار الذاتي للعائد. توصلت هذه الدراسة إلى أن قانون توزيع العائد في الأسواق العربية ليس بالتوزيع الطبيعي وهولا يختلف عن قانون توزيع العائد في الأسواق العربية المستخدمة لدراسة فعالية أسواق الأوراق المالية في الدول العربية هوأن استعمال إحصائية WI وإحصائية Deckey Fuller تعطيان نفس النتيجة الممثلة في أن الأمواق تعليات نفس النتيجة الممثلة في أن الأسواق تحقق فرضية الحركة العشوائية أي أن هذه الأسواق كفئة وهي نفس نتائج الأسواق الناشئة والمتطورة المأخوذة في الدراسة أما اختبار استقلالية مشاهدات العائد عن بعضها البعض BDS تشير إلى أن كل الأسواق باستثناء سوق الأردن ليست فعالة . أما اختبار استقلالية مشاهدات العائد عن بعضها البعض BDS تشير إلى أن كل الأسواق باستثناء سوق الأردن ليست فعالة . عملك هذه الدراسة كذلك على اختبار تذبذب السوق باستخدام بعموعة من الطرق تمثلت في الانجراف المعياري المتزلق طريقة عداد الأسواق العربية يكون مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتطورة كما تظهر الأسواق المتطورة أقل تذبذب من الأسواق المائية. الناشئة .

¹ slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/11.swf consulté le 29/10/2013 à 18 :34h

² سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير جامعة الجزائر، 2004.

وآخر ميزة عملت هذه الدراسة على اختبار ما يعرف باندم اج الأسواق العربية مع بعضها البعض ومع بعض وذلك باستخدام بمحموعة من الطرق والمتمثلة في معاملات الارتباط؛ دراسة الاندماج المشترك باستخدام إحصائية Dickey & Fuller وطريقة وطريقة (Causalty Granger) وأخيرا استعمال نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF.

وقد خلص هذا الجزء من الدراسة إلى أنه قد تكون الأسواق العربية في بداية مشوارها نحو الاندماج الإقليمي أو العالمي وطالما أنه ليس هناك اندماج كامل فبإمكانحا أن توفر فرص استثمارية للمستثمر الأجنبي العربي أو غير العربي.

1 دراسة عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، اخبئارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد درجة تكامل السلاسل الزمنية لكل من المؤشر العام للسوق المالية السعودية ومؤشر داوجنز الأمريكي باستخدام دكي فولر الموسع ADF كذا تحليل العلاقات السببية لـ 1969 Granger وتحليل العلاقة بين المؤشرين على المدى الطويل وعلى المدى القصير عن طريق إجراء التكامل المشترك باستخدام طريقة Engel & Granger ذي الخطوتين. تم الاعتماد في هذه الدراسة على بيانات يومية ممتدة من (03-01-2000) إلى (05-201-2010) لكل من المؤشر العام للسوق السعودي للأسهم ومؤشر الداوجنز.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية باتجاه واحد من مؤشر سوق الأسهم الأمريكي داوجنز إلى المؤشر العام للسوق السعودي للأوراق المالية مما يعني أن هناك تأثير للسوق الأمريكي على السوق السعودي للأوراق المالية كما توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر سوق الأسهم الأمريكي داوجنز والمؤشر العام للسوق السعودي خلال السنوات الثلاث الأخيرة أي أن مسارهما متماثل في الأجل الطويل مما يعني أن أهمية جني الأرباح من تنويع محفظة الأوراق المالية بين هذين السوقين محدودة للغاية.

Mohamed Elhadi Arouri, Fredj Jawadi, Stock Market Integration in emerging countries: further evidence from the phelippines and Mexico².

هدفت هذه الدراسة لاختبار فرضية التكامل المالي لسوقين ناشئين وهما الفلبين والمكسيك في السوق العالمي للأسهم باستخدام علاقة غير خطية حيث تم الاعتماد على دراسة ديناميكية لتكامل الأسواق باستخدام أدوات التكامل المشترك الغير الخطئ

اعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية لمؤشرين السوقين الناشئين الفلبين والمكسيك بالإضافة إلى سوق الأسهم العالمي خلا المدة ديسمبر 1988 إلى غاية ديسمبر 2008 وحيث تم تحويل أسعار المؤشرات إلى الدولار وذلك بغية تحقيق تشكيلة متحانسة لبيانات الدراسة مع الأخذ بعين الاعتبار مخطر الصرف حيث مكنت التقنيات القياسية المستعملة من استخراج الحالات المتطرفة للتكامل المالي .بينت إحصائية ADF وPP أن عوائد كل المؤشرات غير مستقرة وحس اب الارتباط بين السوقين الناشئين وعائد السوق العالمي للأسهم .خلصت هذه الدراسة إلى أن الارتباط الثنائي للمكسيك والفلبين مع السوق العالمي للأسهم في ارتفاع خاصة بعد أزمة معنى ذلك أن أسواق الأسهم أصبحت أكثر تكامل في السنوات القليلة الماضية ومن جهة أخرى فان درجة

² Mohamed Elhadi Arouri, Fredj Jawadi, <u>Stock Market Integration in emerging countries</u>: further evidence from the phelippines and Mexico 2nd Global Conference on Business and Finance, Vol.1, pp.1-1, Costa-Rica, 2008.

¹ دراسة عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشتوك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلة 33 العدد 5، 2011، دمشق.

التكامل المالي لسوق الأسهم المكسيكي مع السوق العالمي للأسهم أكبر من الارتباط الثنائي بين سوق الفلبين والمكسيك مع السوق العالمي السوق العالمي الذي ارتفع بعد سنة 1994، أكدت هذه الدراسة على تكامل المالي الغير خطي لكلا السوقين مع السوق العالمي ومع ذلك فقد تبين أن علاقة التكامل قوية في السوق المكسيك للأوراق المالية وقد ارتفعت بعد سنة 1994.

Thomas Lagoarde-Segot ; Brian M.Lucey, Capital market integration in the middle east and north ${\rm Africa.}^1$

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تكامل أسواق الأسهم لدول MENA بالتركيز على محفظة الاستثمار الدولي باستخدام أربع غاذج للتكامل المشترك. تكونت عينة هذه الدراسة من مؤشرات بورصية خلال الفترة من 10-01-1998 إلى غاية 16-11-200 لكل من أسواق الأسهم للدول التالية: المغرب؛ تونس؛ لبنان؛ الأردن مصر؛ إسرائيل.

اعتمدت هذه الدراسة على ثلاث خطوات منهجية تجريبية: استخدم الباحث أولا مجموعة متنوعة لتكامل المشترك ثنائي المتغيرات بين أسواق الأسهم الدولية لإثبات ما إذا كان هناك استقرارية تعوض علاقة على المدى الطويل، وفي الخطوة الثانية اختبر طبيعة الفترات المتفاوتة لتكامل أسواق الأسهم من خلال تحليل تداخل وأساس الحدث لامتداد نموذج (1997–1995) Akogan لدرجة التكامل المالي وفي الأخير قام الباحث بتعديل نسب رسملة السوق من أجل تقييم الآثار المترتبة عن طويع المحفظة في تكامل الأسواق.

رفض الباحث فرضية الاستقرار، علاقة المتغيرين طويلة الأجل وبين كل من هذه الأسواق واتحاد النقد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية ومعيار الإقليمية ويشير ذلك إلى وجود فرص التنويع الدولي بالنسبة للمستثمرين الثلاث،

افترض تحليل تغير الزمن أن أسواق ال MENA بدأت في السنوات الحديثة تتجه نحو التكامل المالي الدولي امتداد المنهجية المستخدمة في هذه الدراسة من اجل التقاط تأثير الأحداث المالية والاقتصادية والسياسية وفي هذه العملية حيث وجدت هذه الدراسة أن تفاعل الأسواق غير متجانس. بينت نتائج هذه الدراسة أن كل من سوقي إسرائيل وتركيا هما الأكثر جاذبية متبوعة بكل من مصر والأردن والمغرب بينما تونس لبنان لازالتا متخلفتان على الركب.

José Soares de Fonseca, l'intégration des marchés financiers.²

تقدم هذه الدراسة نظرة شاملة على نظرية تكامل الأسواق المالية متبوعة بتحليل تطبيقي على تكامل المؤشرات الوطنية لعينة مكونة من 16 دولة أوروبية في السوق الأوروبي للأسهم مقدمة بال تناوب بالمؤشرين الأوروبيين *EMU و Europe باستخدام نموذج التكامل المشترك والتي تسمح بتصنيف المؤشرات المحلية في مستويات مختلفة من التكامل على المستوى الأوروبي . بينت اختبارات التكامل المشترك التي هدفت إلى تحديد تكامل أسواق الأسهم له 16 دولة أوروبية التي وضعت قيد الدراسة أن التكامل المشترك بين المؤشر الوطني وواحد من المؤشرات الأوروبية المرجعية . فالتكامل المشترك لمؤشر الأسهم للاتحاد النقدي الأوروبي تم تقديره في حالة ألمانيا؛ الدنمارك؛ فرنسا؛ هولندا؛ ايرلندا؛ المملكة المتحدة؛ السويد وكانت نفس النتائج المتحصل عليه ا عند التعويض مؤشر EMU موشر المؤشر الأوروبي.

¹ Thomas Lagoarde-Segot; Brian M.Lucey, <u>Capital market integration in the middle east and north Africa</u>, M.E. Sharpe, Inc. in its journal Emerging Markets Finance and Trade, 2007, page: 34-57

² José Soares de Fonseca, <u>l'intégration des marchés financiers</u>, ESTUDOS DO GEMF, N.º 6, Portugal, 2006 <u>gemf.fe.uc.pt/workingpapers/pdf/2006/gemf06_06.pdf</u>

^{*} Union Monétaire Européenne.

في هذه الاحتبارات أنظمت كل من بلجيكا والنرويج إلى مجموعة الدول المتكاملة نسبيا التي تم توضيحها في النموذج الأول من هذه الدراسة .أما المملكة المتحدة فتتبع اتجاه معاكس لأنما ليست عضوا في مجموعة الدول التي يسمح فيها النموذج الثالث بملاحظة التكامل المشترك، أما في ما يخص الدول الأحرى فقد سجلت هذه الدراسة علاقة استقرارية واحدة في الأجل الطويل والمثبتة في اسبانيا؛ فنلندا؛ اليونان؛ ايطاليا؛ البرتغال؛ والسويد في جميع الاختبارات، أما النمسا برزت في الاختبارات التي ضمت مؤشر EMU مقابل المؤشر الأوروبي الأكثر انتشارا . النتيجة الأولى هي أن التكامل التام لأسواق الأسهم الأوروبية لا يثبت في تلك الأسواق التي تأخذ طابع دولي منذ زمن طويل بمعنى تلك التي يتم فيها التداول لأسهم أجنبية. وبالنسبة للدول التي لم يسحل فيها التكامل المشترك لها أسواق أسهم تزايد حجمها نسبيا في الفترة الأخيرة حالة البرتغال؛ اليونان أو تلك التي مهما كان حجمها تأخذ طابع دولي نسبي كونما لا تتضمن أوراق أجنبية، حيث دعم هذه الفرضية الاختلاف بين النتائج المتحصل عليها في الأسواق الأربعة المشكلة لليورونكست ألبورصة باريس؛ بروكسل؛ أمستردام؛ لشبونة؛ في حين لوحظ أن هناك تكامل مشترك في مختلف النماذج فيما يتعلق بسوق الأسهم الفرنسي والهولندي، أما بالنسبة للمؤشر البلحي كي لم يتكامل فقط في ذلك النموذج الذي يتضمن مؤشر EMU وذلك كون بلحيكا هي عضو في الاتحاد الأوربي على عكس النرويج وهذا ما يؤكد أن التكامل النقدي ليضمن مؤشر أساسي لتكامل الأسوق المالية في تثبت هذه الفرضية حالة سويسرا التي هي ليست عضو في الاتحاد الأوروبي.

حسب الربائج المتحصل عليها فان جزء من مجموعة من الدول التي هي ضمن الأوروبية المتكاملة، فالمملكة المتحدة هي التي سجلت حالة شاذة مع أنها استوفت شرط التكامل المشترك في كلا النموذجين، ومن جهة أخرى فان ازدياد حجم بورصة لندن وعدم انتماء بريطانيا إلى اتحاد النقد الأوروبي يرشح ضعف علاقة تكاملها مع باقي الأسواق البورصية الأوروبية، أما عن اختبار التكامل المشترك فقد كانت معظم المشاهدات المسجلة في حالة المؤشرات ذات الارتباط المرتفع.

Alexandra Hobort; Radu Lupu, Are capital markets integrated? a test of information, transmission within the european union.²

تختبر هذه الدراسة تكامل الأسواق من منظور حديث بالاعتماد على بيانات لتسع مؤشرات بورصية لدول من الاتحاد الأوروبي : النمسا؛ جمهورية التشيك؛ فرنسا؛ ألمانيا؛ المجر؛ بولندا؛ ورومانيا؛ المملكة المتحدة؛ بالإضافة إلى روسيا استخدم تهذه الدراسة ترددات مختلفة: يومية؛ أسبوعية؛ شهرية لمدة 4 سنوات ونصف حيث تم تقسيم هذه الأسواق بين أسواق متطورة وأخرى ناشئة، المحتبرت عينة الدراسة بحذه الطريقة على سبيل مقارنة مشاهدات لسلوكها الداخلي وكذلك بالنسبة للأسواق الأخرى في العينة تمت الدراسة خلال القررة بين 29 جوان 2007 إلى غاية 6 جانفي 2013. تفسر هذه الدراسة درجة تكامل أو تجزئة الأسواق من منطلق السرعة جزء لا يتجزأ عن استجابة الأسواق لمعلومات تاريخية لأسواق أخرى . بعد اختبار التكامل المشترك والسببية بينت النتائج أن الأسواق تتحسس بسرعة المعلومات الواردة من الأسواق الأخرى، وأن تدفق المعلومات بحدث في كلا الاتجاهين من الأسواق المتقدمة إلى الناشئة أو العكس. لم تتمكن نتائج الدراسة من إثبات مواجهة النقل المباشر للمعلومات من سوق إلى آخر أو استجابة مشتركة للأسواق. بعد النظر في نتائج اختبار التكامل المشترك والتي بينت أن العديد من هذه الأسواق تحافظ على ارتباط طويل الأجل فيما بينها.

² Alexandra Hobort; Radu Lupu, <u>Are capital markets integrated? a test of information</u>, transmission within the european union, Journal for Economic Forecasting, 2009, vol. 6, issue 2, pages 64-80

_

¹ يورونكست هي بورصة أسهم إلكترونية أوروبية مقرها في أمستردام، ولها فروع في بلجيكا، فرنسا، هولندا، البرتغال والمملكة المتحدة، بالإضافة إلى حقوق المساهمين وعقود المشتقات؛ فإن مجموعة الهيورونكست تقدم خدمات المقاصة والمعلومات المالية.

الخلفية التطبيقية للتكامل المالى والتنويع الدولي

الفصل الثاني

Saoussen Kouki, finanacial integration of east and south mediterrainean stock markets. ¹

تعدف هذه الدراسة إلى تحديد درجة تكامل أسواق رأس المال الدولية، حيث قام الباحث في الأول بتطوير نم وذج تسعير الأصول المالية الدولية مع درجة تفاوت الزمن للتكامل ويتشكل هذا النموذج من سبعة أسواق للأسهم لدول شرق وجنوب البحر الأبيض المتوسط: الجزائر؛ تركيا؛ تونس؛ سوريا؛ الأردن؛ ليبيا ومصر، وخمسة أسواق أوروبية: ألمانيا؛ فرنسا؛ اسبانيا؛ ايطاليا؛ والمملكة المتحدة لمدة 29 سنة من جانفي 1980 إلى غاية ديسمبر 2009.

بينت نتائج هذه الدراسة أن أسواق الأسهم في شرق وجنوب البحر الأبيض المتوسط تتكامل جزئيا مع أسواق الأسهم الأوروبية كذلك أن العوامل المتعلقة بالوضع الدولي لها تأثيرات كبيرة على درجة التكامل بين أسواق الأسهم في شرق وجنوب البحر الأبيض المتوسط وأسواق الأسهم الأوروبية.

Barli Suryanta, Capital market integration in asean countries: special investigation of indonesian towards the Big Four. 2

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى إمكانية الاندماج السوق الاندونيسي للأوراق المالية مع الأسواق الأربع الكبرى بالاعتماد على التحليل الشعاعي VAR.

استخدمت هذه الدراسة بيانات لعوائد أسواق رؤوس الأموال لخمسة دول آسيوية بتردد يومي تمثلت هذه الدول في كل من اندونيسيا؛ ماليزيا؛ الفلبين؛ وتايلاندا؛ وسنغافورا؛ خلال الفترة ما بين 1 جانفي 2004 إلى غاية 30 ديسمبر 2009.

خلصت هذه الدراسة إلى أنه لا يوجد تحرك مشترك بين كل من سوق سنغافورة للأوراق المالية وسوق اندونيسيا وسوق ماليزيا والفلبين وتايلاندا وهذا راجع لإشارات سلبية لكل من سوق سنغافورا وماليزيا والفلبين وتايلاندا تشير إلى أن سوق اندونيسيا له حركات معاكسة لعوائد الأسواق الأخرى تتخذ الاتجاه المعاكس هبوطي والعكس بالعكس ويدل ذلك على عدم كفاءة الأسواق والتي تتعلق بعدم القدرة على التنبؤ بعوائد السوق وعوامل الخطر المختلفة وهذا شيء ايجابي بالنسبة للمستثمرين الذين يقومون بعملية المراجحة إلا أنها لا تليق لاستهدافها تكامل رؤوس الأمو ال، وأن سلوك بعض الصدمات لكل من سوق ماليزيا والفلبين وتايلاندا ليس لها استجابات دقيقة كالتي وضحها مؤشر بورصة اندونيسيا على أسهمه . وضح تباين المعالم الثلاث على النحو الذي اقترحه yeaeh 2006 Mogh ما يلى:

أن المعلومات السابقة لعوائد السوق في الدول الآسيوية الأربعة: تايلاندا؛ ماليزيا؛ الفلبين سنغافورا غير ممكنة الاستخدام للتنبؤ بعوائد السوق الإندونيسي.

لا يهيمن كل من سوق سنغافورا ولا ماليزيا ولا الفلبين ولا هولندا على إنشاء معلومات جديدة من أجل التنبؤ بعوائد سوق ماليزيا.

¹ Saoussen Kouki, <u>finanacial integration of east and south mediterrainean stock markets</u>, 16th International Business Research Conference, Novotel World Trade Centre Off Sheikh Zayed Road, Za'abeel 2, Dubai, UAE 12-13 April 2012
² Barli Suryanta, <u>Capital market integration in asean countries</u>: special investigation of indonesian towards the Big Four, The Asian Journal of Technology Management Vol. 4 No. 2 (2011): 109-114

أن العوامل المحلية لتذبذب عوائد سوق الماليزي ذات تأثير أكثر من تلك الخارجية الأسواق الأحرى في إطار تفسير الابتكارات والمعلومات أو الصدمات الجديدة لعوائد السوق الماليزي وبالنتيجة فانه لا يمكن تكامل هذا السوق مع الدول الأربع ومن جهة أخرى فان الأسواق الخمسة ذات حركة مشتركة في العوائد ومستقلة.

Hande Ferdine; Joniada Milla: Ananlysis of cointegration in capital markets of France; Germany and United Kingdom.¹

تحدف هذه الدراسة إلى اختبار مدى وجود تكامل مشترك بين أسواق الأسهم للدول الكبرى للاتحاد الأوروبي : فرنسا؛ ألمانيا؛ المملكة المتحدة، إضافة إلى ذلك تقوم هذه الدراسة كذلك باختبار التكامل المشترك بين هذه الأسواق والسوق العالمي، ويبرر الباحثان اختيار هذه الأسواق على أساس عضويتها المشتركة في الاتحاد الأوروبي إضافة إلى الهياكل الاقتصادية ذات نفس الخصائص وبمستوى عال من التنمية ما يجعل بورصاتها ذات عيار ثقيل داخل الاتحاد الأوروبي. اعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية خلال المدة من جانفي 1991 إلى غاية جويلية 2006، باستخدام نموذج اختبار الجذر الوحدوي واختبار التكامل المشترك. بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة طويلة الأجل عند مطابقة الدول الأوروبية مع الد ول الأخرى، وبالنسبة للنتائج المتعلقة بدرجة التكامل المشترك فقد بينت ما يلى:

يعد معامل الارتباط مؤشر أولي لتكامل الأسواق مشيرا بذلك إلى إن ارتباط الأسواق هي خطوة ضرورية للتكامل غير أنها ليست كافية.

بعد إثبات تكامل الأسواق الأربعة من خلال اختبار جذر الوحدة ADF أخضعت البيانات لاختبار التكامل المشترك. كما أثبتت هذه الدراسة عدم كفاءة السوق لأن المعلومات التاريخية لأحد الأسواق لا تسمح بالتنبؤ بالأسعار في سوق آخر.

Onay, Ceylan a co-integration anlysis approach to european union integration: the case of acceding and candidate countries.²

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار التكامل المالي طويل الأجل للدول المنضمة والعضوة في الاتحاد الأوروبي والسوق الأمريكي للأسهم، تشكلت بيانات الدراسة من أسعار أسبوعية لمؤشرات كل من بلغاريا؛ كرواتيا؛ رومانيا؛ تركيا؛ الا تحاد الأوروبي؛ والولايات المتحدة خلال المدة من 27 أكتوبر 2000 إلى غاية 26 أوت 2005 اعتمدت هذه الدراسة على نموذج Engele-Granger and لاختبار التكامل المشترك والذي أثبت أن الارتباط بين هذه الأسواق توفر فرص التنويع الدولي وأن الارتباط هو مقياس قصير الأجل.

أما اختبار آنجل وجرانجر 1987 لاختبار السببية فقد أثبت وجود تدفق من سوق الأسهم الأوروبي وسوق الولايات المتحدة نحو سوق الأسهم الكرواتي وتركيا وبلغاريا ما يفسر وجود علاقة lead-lag فيما بينها قصيرة الأجل.

¹ Hande Ferdine; Joniada Milla: <u>Ananlysis of cointegration in capital markets of France</u>; Germany and United Kingdom, Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, Vol.2 No.1, pp.109-123, 2009.

²Onay, Ceylan, <u>a co-integration anlysis approach to european union integration</u>: the case of acceding and candidate countries, European Integration online papers, 2006

Ilhan Meric, co-movements of NAFTA stock markets¹

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار التحركات المشتركة لكل من عوائد أسواق الأسهم الأمريكي والكندي والمكسيكي عن طريق تحليل الارتباط وتقنيات السببية لـ Granger خلال الفترة جوان 1995 إلى غاية ماي 2005.

أظهرت نتائج التحليل أن ارتباط عوائد السوق الأمريكي مع عوائد سوق الأسهم الكندي والمكسيكي كانت مرتفعة وأن أرباح محافظ المستثمرين الأمريكيين بين دولتي NAFTA قد انخفضت، أما نتائج السببية لي كرانجر فقد بينت أن العوائد الماضية في السوق الكندي للأوراق المالية، أما نتائج الحتبار كفاءة السوق الكندي للأوراق المالية، أما نتائج الحتبار كفاءة السوق بينت أن العوائد لأسواق الد NAFTA الثلاث للأوراق المالية تتبع طريقة السير العشوائي، وأن العوائد التاريخية لكل من تلك الأسواق عكن استخدامها في التنبؤ بالعوائد المستقبلية.

Francisco Zopez Herrera, cointegration trends among the NAFTA equity markets.²

تحلل هذه الورقة الجيل الأول للتكامل بين أسواق الأوراق المالية لكل من المكسيك؛ كندا؛ والولايات المتحدة الأمريكية وبين من Morgan Stanley تكامل هذه الأسواق مع السوق العالمي، تشكلت بيانات هذه الدراسة من أسعار تاريخية مستخرجة من Capital International Index

أجريت اختبارات التكامل المشترك جوهانسن متعدد المتغيرات من سنة 1984 إلى 2002 حيث قسمت هذه الفترة إلى مرحلتين لدراسة التكامل المشترك ذي المتغيرين، بينت النتائج التحريبية أن أسواق الأسهم المكسيكية والكندية والولايات المتحدة الأمريكية منفصلة جزئيا.

2. I. دراسات متعلقة بتكامل الأسواق المالية في ظل الأزمات المالية

Alessandra Bonfigliole; Carol A.Favero, Explaining co-movement between stock markets: the case of US and Germany.³

تقترح هذه الدراسة نموذج لفك الارتباط عن العدوى للتحركات المشتركة بين أسواق الأسهم وتطبيقه على حالة أسواق الأسهم الألمانية؛ والأمريكية، قام الباحثان في هذه الدراسة باختبار الأهمية النسبية للعدوى والارتباط ضمن إطار نموذج هيكلي واضح وذلك باستخدام التكامل المشترك، كما قام الباحثان ببناء نموذج التوازنات طويلة الأجل من خلال اختبار خصائص مختلفة وتفصيل فرضية التكامل المشترك بين لوغاريتم معدل العائد الأمريكي ومعدل الفائدة طويل الأجل، وفي هذا الإطار وجدت أنه لا يمكن رفض فرضية عدم الترابط بين السوقين، وبعد قيام الباحثان با ستخدام نموذج VEC كأساس لتخفيض شكل وبناء نموذج هيكلي لاختبار الأهمية النسبية للارتباط والعدوى في تحديد ديناميكية السوقين على المدى القصير.

¹ Ilhan Meric, co-movements of NAFTA stock markets, Co-Movements of NAFTA Stock Markets. Troy University Business and Economic Review, 2009

²Francisco Zopez Herrera, <u>cointegration trends among the NAFTA equity markets</u>, Economía teoría y práctica.- México, DF, ISSN 0188-8250, ZDB-ID 25173030. - Vol. 36.2012, p. 179-196

³ Alessandra Bonfigliole; <u>Carol A.Favero, Explaining co-movement between stock markets</u>: the case of U S and Germany, Journal of International Money and Finance 24 (2005) 1299e1316

بين النموذج الهيكلي أن أثر تقلبات سوق الأسهم الأمريكي على السوق الألماني التي التقطها بخصائص غير خطية، أما التذبذبات العادية في السوق الأمريكي فلا تؤثر على السوق الألماني كالغير الخطي ويتسق بجدوى العدوى من حيث أنه يصل إلى تعديل الارتباط في المدى القصير اثر الأزمات أي أن نتائج هذه الدراسة تتفق مع نتائج الدراسة التي تبنت نموذج الموقد Rigobon 2003 من طرف 2003 Rigobon 2003.

Bakri Abdulkarim; Zulkefly Abdulkarim, Integration of Asean-5 stock markets a revisit.¹

تحدف هذه الدراسة لاختبار التكامل لمجموعة من الأسواق الناشئة الآسيوية: ماليزيا؛ تايلاندا؛ اندونيسيا؛ الفلبين؛ سنغافورا على أساس اختبار ARDL المقترح من طرف Pesaran et Al 2001. اعتمدت عينة هذه الدراسة على بيانات شهرية لمؤشرات بورصات الدول المذكورة خلال الفترة: جانفي 1988 إلى غاية ديسمبر 2010. لتفادي اضطرابات الأزمة المالية جويلية جويلية على تكليل تكامل البورصة قام الباحثان بتقسيم البيانات إلى فترات قبل وبعد الأزمة تغطي الفترة جانفي 1988 إلى غاية جويلية 1997 مرحلة ما بعد الأزمة.

حسب Morten and Tony, Hermossillo, Fry, Dungey 2008 فان أزمة الرهن العقاري الأمريكية فقد بدأت من 2008 جويلية 2007، فمن أجل الحصول على نتائج أكثو دقة حول تأثير الأزمة المالية العالمية على تكامل الأسواق البورصية في الدول الآسيوية الخمس إذن فتتضمن فترة الدراسة مرحلة فرعية تشمل الأزمة وهي تغطي المدة من جانفي 2008 إلى غاية ديسمبر 2010.

وعلى غرار العديد من الدراسات حول الترابط الدولي لأسواق الأوراق الم الية خلصت هذه إلى أن أسواق الأسهم الآسيوية تتجه نحو مزيد من التكامل فيما بينها خاصة بعد الأزمة العالمية. كما أن الأزمة تضغط على الأسواق الناشئة وقد ساهمت في انتشار العدوى في الأسواق الدولية. ويسجل كل من Kearney, Lucey 2004 أن الأنظمة الاقتصادية والمالية في العالم أصبحت متكاملة على نحو متزايد بسبب التوسع السريع في التجارة الخرجية للسلع والخدمات والأصول المالية.

كما خلصت هذه الدراسة إلى إثبات تكامل الأسواق الآسيوية خلال الأزمة وقبلها وبعدها إلا أن درجة التكامل كانت أكبر خلال أزمة الرهن العقاري وهذا يعني أن المستثمرين الذين ينوعون استثماراتهم بين الأسواق الآسيوية يمكنهم الحصول على أرباح محدودة خلال تلك الفترة، أما بالنسبة لكفاءة الأسواق فقد خلصت هذه الدراسة إلى أن كل أسواق عينة الدراسة الخمس متكاملة ويوحي سعر أي سهم في هذه السلاسل بالاتجاهات العشوائية المشترك ة بينها وبالتالي إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم لبلد ما من خلال معلومات للأسهم في دول أخرى.

¹ Bakri Abdulkarim ; Zulkefly Abdulkarim, <u>Integration of Asean-5 stock markets a revisit</u>, ASIAN ACADEMY of MANAGEMENT JOURNAL of ACCOUNTING and FINANCE, Vol. 8, No. 2, 21–41, 2012

Chu-sheng Tai; Market itegration and contagion: Evidence from Asian emerging stock and foreign exchange markets¹.

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة اختبار إمكان ية تكامل أسواق الأوراق المالية الناشئة الآسيوية مع سوق العالمي للأوراق المالية منذ الانفتاح الرسمي لهذه الأسواق عن طريق التقدير واختبار ديناميكية نموذج تسعير الأصول المالية الدولية MEDAFI في ظل غياب ميزة تعادل القوى الشرائية باستخدام مقاربة MGarach-M.

اعقدت هذه الدراسة على عينة مكونة من ستة أسواق ناشئة آسيوية ممثلة في الهند، كوريا، ماليزيا، الفلبين، تايوان، تايلاندا باستخدام بيانات تاريخية لنهايات الأشهر خلال المدة الممتدة بين جانفي 1980 إلى غاية مارس 2002 لكل من الهند؛ كوريا؛ تايلاندا، وخلا المدة الممتدة بين ديسمبر 1984 إلى غاية مارس 2001 لكل من ماليزيا؛ تايوان، وخلال المدة الممتدة بين جانفي 1986 إلى غاية مارس 2001 بالنسبة للفلبين حيث تم تحويل عوائد جميع الأسواق إلى الدولار الأمريكي عند اختبار التكامل باستخدام نموذج تسعير الأصول المالية الدولية والذي يسمح بتجزئة السوق الكاملة قبل تاريخ الانفتاح الرسمي وتكامل الأسواق بعد ذلك.

لإختبار أثر العدوى بين العملات الأجنبية وأسواق الأسهم أخذ الباحث بعين الاعتبار الصدمات التي يتعرض وأسواق الأسهم، اخذ الباحث بعين الاعتبار الصدمات التي يتعرض إليها عوائد أحد الأسواق بغي ة محاكاة العوائد الحالية للأسواق الأخرى خلال 1997-1998 الأزمة الآسيوية.

بينت نتائج الدراسة أن كل مخاطر العملات والأسواق الدولية قد تم تقييمها مما يدل على إهمال مخطر العملة في نموذج تسعير الأصول الدولية قد يؤدي إلى نتائج غير دقيقة. كما بينت الدراسة أن أسواق الأسهم للهند؛ كوريا؛ ماليزيا؛ الفلبين وتايلاندا هي أسواق منفصلة عن سوق رأس المال العالمي قبل تاريخ انفتاحها إلا أنها أصبحت متكاملة معه بعد الانفتاح كما قد توصلت هذه الدراسة إلى أن انفتاح الأسواق يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال ويعمل كذلك على التقليل من تقلبات الأسعار لمعظم الأسواق، وأما بالنسبة لأثر العدوى لكل من كوريا؛ ماليزيا؛ الفلبين بينت أن هناك تغذية عكسية بين أسعار الأسهم ومعدلات الصرف،هذه العلاقة ثانية مع تقديرات لكل من نماذج الأوراق المالية ومعدلات الصرف أما بالنسبة لبيانات الهند وتايوان اتضح أن معدلات الصرف تتحكم في تسعير الأوراق المالية في حين أن تايلاندا فشلت في الكشف عن أي نموذج معترف به خلال الأزمة

Abdelabari NASSALI, L'intégration des marchés financiers du Bassin Pacifique²

حاول الباحث من خلال هذا البحث دراسة تكامل الأسواق المالية لدول حوض الباسيفيك -المحيط الهادي- مع السوق المالي العالمي والممثل في السوق الأمريكي ومع السوق الإقليمي للأوراق المالية والممثلة في السوق الآسيوية . اعتمد الباحث في دراسته على العوائد الأسبوعية لمؤشرات دول حوض الباسيفيك متمثلة في الصين، هونغ كونغ، الهند، اليابان ، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، كوريا الجنوبية، تايوان، تايلاندا، استراليا، نيوزلندا، ولاختبار تكامل هذه الأسواق مع السوق العالمي تكونت عينة الدراسة من السوق الأمريكي إضافة إلى الأسواق السابقة . امتدت فترة الدراسة بين ديسمبر 1992 إلى غاية ديسمبر 2006 والتي قسمت

¹ Chu-sheng Tai; Market itegration and contagion: Evidence from Asian emerging stock and foreign exchange markets, Emerging Markets Review, Volume 8, Issue 4, December 2007, Pages 264–283

^{*} Multivaraite garach in Mean.

Abdelabari NASSALI, <u>l'intégration des marches financiers du Bassin pacificque</u>, memoire présenté comme exigence partielle de la maitrise en administration des affaires, Université du QUEBEC à Montréal, 2009.

هي الأحيرة إلى ثلاث مراحل ثانوية كانت الأولى : من ديسمبر 1992 إلى ديسمبر 1997، أما المرحلة الثانية : من جانفي 1998 إلى غاية ديسمبر 2006. قام الباحث أولا بقياس 1998 إلى غاية ديسمبر 2006. قام الباحث أولا بقياس التكامل خلال الفترة الإجمالية ثم قام بقياسه مرة أخرى لكل مرحلة على انفراد بغية اختبار مدى ارتفاع درجة التكامل المالي من فترة إلى أخرى وكذا اختبار أثر الأزمة المالية 1997–1998 على تكامل هذه الأسواق. اعتمدت هذه الدراسة في قياس التكامل المالي لأسواق عينة الدراسة على النموذج المستخدم من قبل Yang et al 2005؛ 2006 Chi et al 2006 على النمائج التالية:

أن أسواق حوض الباسفيك متكاملة على المدى الطويل-خلال الفترة الإجمالية للدراسة- مع السوق العالمي ومع السوق الآسيوي. في المرحلة الأولى من الدراسة كانت أسواق الباسيفيك متكاملة مع السوق الأمريكي والسوق الآسيوي، أما في المرحلة الثانية التي مستها الأزمة 1997-1998 احتفظت هذه الأسواق على التكامل مع كلا السوقين العالمي والآسيوي.

لم يعد المستثمرين يخشون من التأثير السلبي للأزمة المالية وبإمكانهم التوجه نحو الأسواق الأكثر أمان واستقرار.

لم تحقق أسواق الباسيفيك عوائد ايجابية معتبرة حلال فترة الدراسة كذلك أن الارتباط بين أن دول حوض الباسيفيك مرتبطة مع السوق العالمي ومع السوق الآسيوي أعقاب الأزمة المالية.

Bei Xu, co-mouvements extrêmes, interdépendances ou contagion ? une analyse d'après la théorie des valeurs extrêmes. 1

تختبر هذه الدراسة طبيعة التحركات المشتركة المتطرفة الاستقلالية أو العدوى بين الأسواق البورصية وأسواق السندات باستخدام نظرية القيم المتطرفة .حيث قام الباحث بقياس الاستقلالية المقدمة من قبل نظرية القيم المتطرفة وكذلك بناء نموذج مقارنة لتقي يم ديناميكية الاستقلالية على 44 سوق بورصي و 41 سوق سندي منها 20 سوق لدول متطورة كانت فترة الدراسة من 9 سبتمبر 1994 إلى غاية21 سبتمبر 2007 بالنسبة للمؤشرات السندية تضمنت فترة الدراسة عدة أزمات منها الأزمة الآسيوية 1997 أزمة روسيا 1998 أحداث سبتمبر 2001 وأزمة 2008 حيث تم الاعتماد على الدولار كعملة موحدة في حساب العوائد . اعتمدت الدراسات على بيانات أسبوعية التي تتمتع بنوع من الاستقرارية فضلا عن البيانات اليومية . قام الباحث بقياس الاستقلالية المتطرفة من خلال حساب المقدر للله المقدر ذيل التوزيع) والذي يشترط أن المشاهدات تكون مستقلة في هذه الحالة تميزت العوائد المالية باستقلاليتها المؤقتة وأن الارتباط الذاتي للسلسة متغاير التفاوت، إضافة إلى ذلك فان تطور التباين م ع الوقت يمكن جدا أن يؤدي إلى نتائج غير سليمة لوجود العدوى، للتقليل من هذه الآثار قام الباحث بقياس الاستقلالية باستخدام الوقت يمكن جدا أن يؤدي إلى نتائج غير سليمة لوجود العدوى، للتقليل من هذه الآثار قام الباحث بقياس الاستقلالية باستخدام المؤوذج (11) GARCH والذي يقوم بتصفية العوائد من أثار استقلالية السلسلة المؤقتة وكذا التقلبات .

أثبتت هذه الدراسة وجود علاقة عدوى وعلاقة استقلالية وأن انتقال الصدمة يظهر في الأسواق المتطورة خاصة في الدول الأوروبية بسبب تكاملها المالي والاقتصادي.

-

¹ Bei XU, <u>"Co-mouvements extrêmes, interdépendance ou contagion? Une analyse d'après la théorie des valeurs extrêmes"</u> papier présenté dans un séminaire interne université de bordeaux, 2007.

$^{1}.2008-2007$ نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية دراسة حالة أزمة الرهن العقاري

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الأزمة المالية على الأسواق العربية وكذا البحث عن أسباب تأثرها وكذا أهم الانعكاسات.

شملت عينة الدراسة الأسواق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي والتي شملت 14 بورصة عربية متمثلة في سوق البحرين، تونس، السعودية؛ الكويت؛ لبنان؛ مصر؛ المغرب؛ أبوظبي ودبي؛ قطر؛ السودان؛ فلسطين والجزائر حلال الفترة مابين 2003 إلى غاية 2008. قام الباحث في هذه الدراسة بقياس الارتباط بين البورصات خلال الفترتين قبل الأزمة وبعدها وقياس الارتباط بين البورصات العربية والبورصة الأمريكية والبريطانية واليابانية من جهة أحرى.

خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج أن التراجع الحاد لعوائد البورصات العربية هو نتاج لتأثير مجموعة من العوام ل لعل أهمها:

- إتباع أسلوب القطيع من قبل المستثمرين ناتج عن الإشاعات وتخوف المستثمرين العرب،
- اختلاف تأثر البورصات العربية بالأزمة عن البورصات المتطورة راجع لسبب تأثر البورصات العربية بخروج وعزف المستثمرين الأجانب والتخلص من أوراقهم المالية أما البورصات المتقدمة فتعود بدرجة أولى إلى الخسائر والاختلاسات الضخمة للمؤسسات المدرجة في البورصة.
 - أن دول مجلس التعاون الخليجي من أكثر الدول العربية تأثرا بالأزمة المالية نتيجة لارتفاع الارتباط بينها وبين الدول المتقدمة.
 - يساهم معامل الارتباط بين البورصات في إثبات أو نفى عدوى الأزمات المالية.

Cristina Tudor, Changes in stock markets interdipendences as a result of the global financial crisis: Empirical investigation or the CEE Regions.²

تحاول هذه الدراسة اختبار العلاقة السببية وآليات تفاعل قصير المدى لستة أسواق الأسهم لدول أوروبا الشرقية والوسطى والسوق العينة الأمريكي خلال فترة التوتر التي شهدها العالم خلال الأزمة العالمية 2007–2009 باستخدام مشاهدات يومية لأسواق العينة من جانفي 2006 إلى غاية مارس 2009 والتي قسمت فيما بعد إلى فترتين فترة ما قبل الأزمة وفترة ما بعد الأزمة بينت هذه الأزمة أن العلاقة بين أسواق الأسهم لأوروبا الوسطى والشرقية متفاوتة عبر الزمن، بينما كانت علاقة الأسواق فيما بينها قبل الأزمة محدودة وازداد الارتباط خلال الأزمة. بينت نتائج هذه الدراسة إلى محدودية تنويع المخاطر من خلال الاستثمار في أسواق أوروبا الوسطى والشرقية خلال فترة الاضطراب المالي . كما بينت الدور الذي يلعبه السوق الروسي في المنطقة قبل الأزمة والتي سجلت هذه الدراسة تأثر أسواق أوروبا الوسطى والشرقية بالابتكارات المالية قبل الأزمة وهذا ما يفسر سبب تأثرها بالأزمة والتي تمكن من الانتقال بسرعة في المنطقة.

² Cristina Tudor, <u>Changes in stock markets interdipendences as a result of the global financial crisis :</u> <u>Empirical investigation or the CEE Regions</u>, journal of PANOECONOMICUS n°4, Romania, 2014.

¹ نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2007-2008، مذكرة ماجستير، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة يومرداس، 2009.

Saifuzzaman Ibrahim, East Asian financial integration: a cointegration test allowing for structural break and the rol of regional institutions.¹

تقيس هذه الدراسة تطور تكامل الأسواق المالية في دول آسيا باستخدام أسواق الائتمان وأسواق الأسهم كمؤشرات بعد الأزمة المالية الآسيوية.أخذت عينة الدراسة من حانفي 1990 إلى ديسمبر 2005 لثمان دول آسيوية وهي الصين، اندونيسيا، اليابان، كوريا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، وتايلاندا . لقياس تكامل أسواق الائتمان استخدمت هذه الدراسة أسعار سوق النقد وسعر الإغلاق لنهاية الشه ر بالنسبة لأسواق الأوراق المالية تم تقسيم البيانات على مرحلتين؛ المرحلة الأولى وهي قبل الأزمة المالية سنة 1997 والفترة الثانية هي الفترة ما بعد الأزمة، فمن أجل تجنب عدم تجانس العينة فقد تم استبعاد فترة الأزمة في عملية التنبؤ وبالتالي فان الفترة ما قبل الأزمة لهذه الدراسة تمتد من حانفي 1991 إلى غاية حوان 1997 بينما تغطي الفترة 1998 إلى غاية ديسمبر 2004 فترة ما بعد الأزمة.

اعتمدت هذه الدراسة على اختبار التكامل المشترك له (1996) Gregor & Hasen بينت نتائج الدراسة أن كل من أسواق الائتمان وأسواق الأسهم متكاملة جزئيا والذي يشير إلى وجود تكامل إقليمي لعينة الدراسة إلا أنه في مستوى جد منخفض كما سجلت هذه الدراسة عدم وجود دلالة واضحة لايجابية تأثير الأزمة المالية سنة 1997 على تكامل الأسواق المالية للمنطقة ويشير ذلك إلى أن التدابير التي تم تنفيذها من قبل الدول الآسيوية كانت ناجحة من أجل تجسيد التكامل الاقتصادي.

ساهمت العديد من العوامل في تخفيض تكامل الأسواق المالية تلك المراحل الأولى من التكامل الإقليمي للأسواق المالية الآسيوية إلا أنه ما زالت الدول تحافظ على الضوابط والقيود المحلية التي تحول دون تكامل وكذا هشاشة العملي ق المؤسسية لتكامل الأسواق الآسيوية دون تحالف الدول الرئيسية أو القوى المهيمنة بالإضافة إلى صغر حجم المؤسسات المالية خاصة في المناطق التي لديها عدم كفاية النظم والهياكل الإدارية لتسيير كميات معتبرة من الاستثمارات الأجنبية كما أن اختلاف الأطر القانونية والمؤسسية في المنطقة هي الأخيرة عامل آخر لانخفاض درجة التكامل الإقليمي للأسواق المالية، كذا اختلاف في النظم الضريبية ونظم حوكمة الشركات كانت رديئة نسبيا في بعض البلدان أدت إلى ارتفاع كبير في الآثار السلبية لتكامل الأسواق المالية في المنطقة

Lucie Samon; Fatou Diaw, Intégration des marchés boursiers d'Asie et des états-Unis.²

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل مستوى تكامل الأسواق الآسيوية المختارة في عينة الدراسة مع سوق نيويورك للأسهم حلال المدة من فيفري 1981 إلى مارس 1993 من خلال تحليل العوائد البورصية لثلاث دول آسيوية: هونغ كونغ؛ ماليزيا؛ سنغافورة، إضافة إلى سوق نيويورك للأسهم باستخدام مقاربتين الأولى التي تقوم على خصائص تفضيل الأفراد المستثمرين والأخرى التي تعتمد على نمذجة المتغيرات الغير ملاحظة . كما تسمح هذه الدراسة بتقييم محددات العوائد البورصية الآسيوية لعينة الدراسة والسوق الأمريكي.

حيث يبرر الباحثان اختيارهما بمذه الأسواق الثلاث وذلك لارتفاع نسبة المستثمرين الأجانب وكذلك لتقدم نظام المقاصة في التعاملات البورصية، إذ يتم التحليل على خطوتين أولا: مشكلة اختيار محفظة الفرد سيتم تحديدها في سياق زمني، انطلاقا من الشروط الناتجة عن مشكلة الأمثلية سيتم إنشاء علاقة بين مختلف العوائد البورصية وبين المعدل الهامشي لإحلال مؤقت لاستهلاك

¹ Saifuzzaman Ibrahim, East Asian financial integration: a cointegration test allowing for structural break and the rol of regional institutions, Journal of Economics and Management 3(1): 184 – 203 (2009)

_

² Lucie Samon; Fatou Diaw, <u>Intégration des marchés boursiers d'Asie et des états-Unis</u>, L'Actualité économique, vol. 71, n° 4, 1995, p. 481-497

الوكيل افترض الباحثان شكل دالة المنفعة لهذا الأخير ويمكن اختبار ذلك تجريبيا في الخطوة الثانية، فبدلا من تحديد صياغة معادلاتية لتمييز منفعة الفرد عمل الباحثان على تقديم نموذج خطي للشروط الأولى لاختبار فرضية وجود محفظة مرجعية ذات ارتباط قوي مع معدل هامش إحلال مؤقت وهذا يؤدي إلى تقييد العديد من معادلات التنبؤ إذ تسمح هذه الخطوة بمراجعة مباشرة مسألة التنبؤ بالعوائد وكذا درجة التكامل للسوق الأمريكي نيويورك مع الأسواق الآسيوية، وفي كلا الحالتين سيتم إجراء مقارنة قبل وبعد أزمة أكتوبر 1987.

بينت هذه الدراسة بأن الأسواق تبدو ا أكثر تكاملا بعد أزمة انحيار الأسهم 1987 مقارنة بالفترة السابقة لها، كما بينت بأن أسواق الأسهم الآسيوية الناشئة تثبت وجود انفتاح كبير على الاستثمار الأجنبي وقد سجل التكامل على مستواها مع الأسواق المتقدمة خاصة سوق نيويورك والتي ارتفعت خلال العقد الماضي.

II. الخلفية التطبيقية للتنويع في حافظة الأوراق المالية

1.II. دراسات متعلقة بالتنويع الدولى في ظروف عادية

Vihang Errunza. Ked Hogan. Mao-Weihing, can the gains from international diversification be achieved without trading abroad? 1998¹

تختبر هذه الدراسة ما إذا كانت محافظ الأوراق المالية المحلية يمكنها محاكاة المؤشرات الأجنبية إذ أن الاستثمار في الأصول الأجنبية ليس بالضرورة يعمل على رضع أرباح التنويع الدولي استعملت هذه الدراسة بيانات شهرية خلال المدة 1976–1993 لسبعة دول متطورة وتسع دول ناشئة باستخدام ارتباطات العوائد، المتوسط- تباين، نسبة شارب التي توفر نتائج الاختبار بأن الأرباح المحققة من التنويع المحلي ليس لها دلالة اقتصاديا ولا إحصاعها، وفي الأخير بينت هذه الدراسة أن الارتفاع في أرباح التنويع الدولي فضلا عن التنويع المحلي من شأنه أن يقلل بعض الحواجز التي قد تعترض عملية الاستثمار.

Charfi Malek, Portfeuilles, internationaux et marchés emergents: diversification et consequences etude de l'éffet contagion en periode de crise cas de la crise des subprimes, 2008 ²

هدفت هذه الدراسة للتحقيق في تأثير تنويع المحافظ الدولية بالاستثمار في أوراق مالية مدرجة في أسواق ناشئة في بيئة تتسم بزيادة كبيرة في مستويات الارتباط بين البلدان ناتجة عن زيادة إدراج الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي باستخدام مقياس 9 بورصات للأوراق المالية منها ثلاث بورصات متطورة وست بورصات ناشئة خلال الفترة الممتدة ما بين 2000-01-02 إلى غاية 17-20-000 وفقا لبيانات يومية. بينت نتائج هذه الدراسة انه بالرغم من البنية الاقتصادية الكلية المحتلفة بين الأسواق الناشئة والمتقدمة وانخفاض الارتباط فيما بينها فلم يسمح ذلك بتحفيض المخاطر

¹ Vihang Errunza. Ked Hogan. Mao-Weihing, can the gains from international diversification be achieved without trading abroad? 1998, The Journal of Finance, Vol. 54, No. 6 (Dec., 1999), pp. 2075-2107.

² Charfi Malek, <u>Portfeuilles internationaux et marchés emergents: diversification et consequences etude de l'éffet contagion en periode de crise cas de la crise des subprimes</u>, institut des hautes etudes comerciales de sousse- actuarial et finance, TUNISIE,2008

الخلفية التطبيقية للتكامل المالى والتنويع الدولي

الفصل الثاني

الكلية للمحفظة بل أدى كذلك إلى رفع العوائد المتوقعة وهي ميزة إضافية توفرها الأسواق الناشئة، وبالرغم من الظروف ا واجهتها هذه الأسواق بعد التحرير المالي التي أدت إلى رفع الارتباطات بشكل كبير.

حاولت هذه الدراسة كذلك معرفة مدى استمرارية المزايا التي يحققها التنويع الدولي أي كانت الظروف السائدة في البيئة الاستثمارية وبينت النتائج التي تم التوصل إليها من خلال فترة الدراسة التي وصلت إلى أزمة الرهن العقاري، أن استقرار البيئة عامل أساسي لنجاح عملية التنويع الدولي وهذا ما تتميز به الأسواق الناشئة، إضافة إلى ذلك أظهرت النتائج جانب جد مهم بالنسبة لنموذج الدراسة safety-first والذي يعتمد على استبعاد القيم المتطرفة والتي أهم سقم تحققها الأوراق المالية الناشئة.

Kais Fadhlaoui & All, An empirical examination of international diversification benefits in central European emerging equity markets,¹

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار علاقة الارتباط على المدى القصير والطويل بين سبعة أسواق متطورة لكل من بريطانيا؛ كندا؛ الولايات المتحدة؛ فرنسا؛ ألمانيا؛ اليطاليا؛ اليابان وثلاثة أسواق ناشئة من أوروبا الوسطى: التشيك؛ المجر؛ بولندا باستخدام أسعار هته المؤشرات بتردد يومي لسلسة زمنية تغطي الفترة من 1 أكتوبر 2000 إلى غاية 30 سبتمبر 2006. فقد تم قياس الارتباط قصير الأجل عن طريق مصفوفة الارتباط والتي تشير إلى انخفاض مستوى الارتباط بين الأسواق المتقدمة والناشئة في أوروبا الوسطى كما قد تم استخدام اختبار التكامل المشترك بغية : أولا: علاقة الارتباط طويل الأجل بين الأسواق المتطورة، والأسواق الناشئة؛ ثانيا: دراسة الأرباح المتوقعة من التنويع الدولي في هذه المنطقة وهو بدوره يسمح بالكشف عن التحركات المشتركة على المدى الطويل بين السلاسل.

بينت نتائج الدراسة أن زيادة درجة التكامل والتحركات المشتركة بين أسواق الأسهم لم تؤثر بشكل كبير على العوائد المنتظرة من التنويع الدولي في الأسواق الناشئة الأرباح مهمة بشكل كبير بالنسبة للمستثمرين في الأسواق الناشئة

2.II دراسات متعلقة بالتنويع الدولى في ظل الأزمات المالية

Hwahsin Cheng, John L. Glascock, Stock market linkages before and after the Asian crisis: evidence from three greater China economie Area stock markets and the US.²

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار الارتباط بين الأسواق المالية بين الولايات المتحدة وثلاثة أسواق كبرى للمنطقة الاقتصادية الصينية: الصين هونغ كونغ وتايوان، قبل وبعد الأزمة المالية الآس يوية 1997، تم استخدام أسعار الإغلاق لمؤشرات أسواق الأسهم لعينة الدراسة بتردد يومي من جانفي 1995 إلى غاية ديسمبر 2000 تم استخراج هذه البيانات من قاعدة المعطيات MSCI ومن الحل تفادي أثر تقلبات الصرف فقد تم تحويل العوائد إلى الدولار، وقد تم احتساب توزيعات الأرباح عند حساب العوائد، حيث قسمت فترة الدراسة إلى فترة ما قبل الأزمة (جانفي 1995-جويلية 1997) وفترة ما بعد الأزمة (نوفمبر 1997الى ديسمبر 2000). من أجل اختبار تأثير الأزمة الآسيوية سنة 1997 على ارتباط الأسواق المالية قام الباحث أولا بمقارنة مصفوفة الارتباط

¹ Kais Fadhlaoui, Makram Bellalah, Armand Dherry, Mohamed Zouaoui, <u>An empirical examination of international diversification benefits in central European emerging equity markets</u>, INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS 14 (2) 2009.

² Hwahsin Cheng, John L. Glascock, <u>Stock market linkages before and after the Asian crisis: evidence from three greater</u> China economie Area stock markets and the US, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 9, No. 2 (2006).

بين عوائد الأسواق قبل وبعد الأزمة المالية، كما قد تم استخدام طريقة الاختبار غير الشرطي، كما تم اختبار مربع M من أجل دراسة المساواة بين مصفوفات ارتباط العوائد بين الفترتين، أما اختبار جرانجر فقد استخدم من اجل اختبار السببية والارتباط مع الولايات المتحدة وكل من الأسواق الآسيوية الأخرى.

بينت النتائج من خلال اختبار حرانجر للسببية زيادة الارتباط والتفاعل بين الأسواق في الفترة ما بعد الأزمة، كما بينت أن القليل من العوامل المشتركة تؤثر على عوائد الأسهم بعد الأزمة مما يشير إلى انسجام أكثر في التحركات المشتركة للأسواق بعد الأزمة المالية، إضافة إلى ذلك فقد بنت النتائج أن أسواق الأسهم أكثر استجابة للأوراق المالية الأجنبية بعد الأزمة المالية وهذا ما يثبت أن أسواق الأسهم تزداد ترابطا بعد الأزمة الآسيوية، وقد أظهرت الدراسة وجود مستوى عال من التحركات المشتركة والتفاعل بين الصين وهونغ كونغ وتايوان والولايات المتحدة بعد الأزمة المالية سنة 1997. كما أن تسجيل مستويات مرتفعة من الارتباط عمل على تقليل من الأرباح من التنويع الدولي بعد الأزمة وزيادة تكامل هذه الأسواق مما جعلها أكثر انفتاحا

Mohamed Imen Gallali, Basma Kilani, Stock market volatility and international diversification¹.

تحاول هذه الدراسة اختبار التنويع الدولي على عينة مكونة من سبعة أسواق متطورة : الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا؛ وألمانيا؛ وايطاليا؛ كندا، والمملكة المتحدة؛ واليابان خلال الفترة 10-01-2000 إلى غاية 21-12-2008 بالاعتماد على ديناميكية الغير متماثلة للارتباط الشرطي DCC-GRACH يليه مقاربة آنجل 2002 من أجل اختبار التقلب الفردي لكل سوق والتقلب النسبي الذي يؤدي إلى تغيير في الارتباط.

بينت نتائج الدراسة إلى أن لارتباط بين الأسواق يلعب دورا هاما في التنويع الدولي وأن التقييم الدقيق لهذه العوامل تساعد المستثمرين على تشكيل محفظة مثلى، أما اختبار GARCH DCC الغير متماثل أن عينة الدراسة تتمتع بتقلب شديد لكل من الولايات المتحدة؛ فرنسا؛ المملكة المتحدة؛ ألمانيا وتقلب منخفض مع ايطاليا؛ كندا واليابان يحتاج هذا الاختلاف إلى تحليل العوامل المؤثرة على هذا التفاوت، أما بالنسبة للنتائج المتحصل عليها عند استخدام تحليل انحدار عوامل الارتباط بين الأسواق والتقلب الفردي لكل سوق فقد بينت النتائج وجود علاقة عكسية بين الارتباطات والتقلب الفردي للأسواق، فعندما ينخفض التقلب فإن الارتباط بين الأسواق يزداد بالنسبة لجميع الدول باستثناء السوق الكندية، تثبت هذه النتائج أن هناك تأثير كبير من التقلبات الفردية والارتباطات بين السوق الأمريكية والأسواق الأخرى

Robert Vermeulen , Iternatinal Divercification During the Financial Crisis : A Blessing for Equity Investor. 2

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أداء المحافظ الأسهم الدولية قبل وخلال الأزمة المالية من خلال تشكيل نموذج مبسط لـ 62 دولة خلال الفترة الممتدة ما بين 2001 و2009، بينت نتائج هذه الدراسة أن التنويع بالاستثمار في أسواق الأسهم الدولية ي وفر أرباح كبيرة أثناء الأزمة المالية ويرجع ذلك لأهمية الارتباط بين الأسواق المستثمر فيها، ومن جهة أخرى انه خلال الأزمة المالية كان

1

¹ Mohamed Imen Gallali, Basma Kilani, <u>Stock market volatility and international diversification</u>, journal of business studies quarterly, 2010, Vol. 1, No. 4.

² Robert Vermeulen ; Iternatinal Divercification During the Financial Crisis : A Blessing for Equity Investor, DNB Working Paper N°324, December 2011.

للمستثمرين مواقف سديدة للاستثمار في أسواق الأسهم الأجنبية والتي هي ذات ارتباط منخفض مع السوق المحلي، وهذا ما لم يسجل في الفترة قبل الأزمة المالية أما بالنسبة للنتائج على المستوى المحلي بينت أن تقلب المحفظة منخفض أما العوائد المحققة خلال الأزمة المالية كانت مرتفعة خاصة لدى المستثمرين في الدول المصدرة وهذا يعني أن تنويع الأسهم الدولية له تأثير ايجابي واضح في تحقيق الاستقرار في عوائد الأسهم خاصة خلال فترات التوتر في مثل هذه الأسواق.

Johon P, Olienky, Robert G, Schweback, J.Kenton Zun Walt, The Impact of financial crisis on international Diversification, 2000.¹

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الأزمة المالية على عوائد التنويع الدولي من أجل ذلك اعتمد الباحث على سلوك المستثمرين في كل من الولايات المتحدة الأمريكية و 11 دولة أجنبية متمثلة في كل من استريا، فرنسا ألمانيا، الطاليا، اليابان، ماليزيا، اسبانيا، نيوزلندا، وبريطانيا، استخرجت بيانات الدراسة من قاعدة البيانات MSCI لأسعار الإغلاق الأسبوعية، تم قياس أداء الأسواق الأجنبية بطريقتين، كما تم اختبار الارتباط وتقلبات بين السوق الأمريكي و 11 سوق أجنبي. سجلت نتائج الدراسة أرباحا ايجابية، انخفاض الارتباطات بين الأوراق المحلية ونظيرتما الأجنبية بما يسمح بتشكيل محافظ منوعة دوليا وتحقيق مستويات م ناسبة للثنائية عائد/ مخطر. أما بعد الأزمة المالية فقد سجلت ارتفاع في الارتباط وذلك عند تزايد تقلب الأسواق مما أدى إلى تراجع أهمية التنويع الدولي في تلك الظروف.

Jack Niklewski, Timothy Rodgers, International portfolio diversification and the 2007 finacial crisis: Will structural change in Equity market correlations have a testing impact on optimal portfolio selection?²

حاولت هذه الدراسة اختبار الإشكالية التالية: هل لأزمة 2008 ونتائج تغيرات الصرف تأثير دائم على التنويع الدولي لحافظة الأوراق المالية؟ تم اختبار هذه الإشكالية عن طريق الارتباط الشرطي بين الولايات المتحدة الأمريكية وعدد من الدول المتطورة والناشئة باستخدام نموذج (1,1)-TGRACH(1,1). غطت مرحلة الدراسة الفترة من 2007/05/12 إلى غاية والناشئة باستخدام بيانات أسبوعية متحصلا على 452 مشاهدة لمجموعة من الدول المتطورة والناشئة: أستريا؛ بلجيكا؛ فلندا؛ فرنسا؛ ألمانيا؛ اليونان؛ ايرلندا؛ ايطاليا؛ هولندا؛ البرتغال؛ اسبانيا؛ دانمارك؛ النرويج؛ السويد؛ سويتزلندا؛ بريطانيا؛ استراليا؛ هونغ كونغ؛ اليابان؛ نيوزلندا؛ سنغافورة. وتمثلت الدول الناشئة فيما يلي: البرازيل؛ روسيا؛ الهند؛ الصين؛ جمهورية التشيك؛ بولندا؛ روسيا؛ تركيا؛ الشيلي؛ كولومبيا؛ المكسيك؛ البيرو . بينت نتائج الدراسة أن المحافظ المشكلة لمعاملات الارتباط المقدرة باستخدام تقنيات الارتباط الشرطي تحقق أرباح أكثر وتقترب من الكفاءة أكثر فإذا كانت الأزمة المالية تربط التغيرات في الارتباط الشرطي المحقق المتحصل عليه في هذه الدراسة يتسم بالاستمرار بما يمكن من تطبيق عدة طرق من أجل تشكيلة التنويع الدولي للمستثمر الأمريكي.

في اختبار نتيجة الارتباط المعدل والذي هو ضروري من أجل أخذه كمعامل ارتباط بإمكانه أن يتغير لعدة أسب اب مختلفة فقد تكون فترات قصيرة تحفز في مجملها أثر العدوى وبإمكانها أن تغير في اتجاهات تقلب دورات السوق (صعود؛ هبوط)، كما قد تؤثر

1

¹ Johon P, Olienky et al, <u>The Impact of financial crisis on international Diversification</u>, 2000, Global Financial Journal, Vol.13, No. 2, 2002

² Jack Niklewski; Timothy Rodgers, <u>International portfolio diversification and the 2007 finacial crisis: Will structural change in Equity market correlations have a testing impact on optimal portfolio selection?</u>, Economics finance and accounting, Applied Research Working Paper Series.

على المدى الطويل في تحويل تكامل الأسواق. دعمت هذه الدراسة فرضية تعديل الهيكل الاقتصادي على المدى الطويل نتيجة تغير الارتباط بين الولايات المتحدة والأسواق المتطورة، كما بينت نتائج الدراسة خلال الفترة ما قبل الأزمة أن معاملات الارتباط تتراوح بين 0,67% وهذا نتيجة للعولمة التي تسمح بتنويع عملية التكامل كما يمكن أن يكون جزء من الارتفاع نتيجة لأثر العدوى في بدايات الأزمة وقبل تفشيها.

Ma. Belinda, S. Mandigma, Stock Markets linkages and the global financial crisis: Evidence from the Asian 5+3 and the US.¹

تختبر هذه الدراسة الارتباط بين أسواق الأسهم لـ 3+Asian والولايات المتحدة الأمريكية قبل وأثناء الأزمة المالية الإعتماد على بيانات أسبوعية لأسعار الإغلاق لكل من الولايات المتحدة الأمريكية ممثل بالمؤشر NASDAQ اليابان؛ كوريا الجنوبية؛ شنغهاي؛ الصين؛ سنغافورة؛ اندونيسيا؛ ماليزيا؛ الفلبين؛ تايلندا، تم احتساب العوائد باللوغاريتم . من أجل احتبار أثر الأزمة المالية على ارتباط الأسواق قسمت فترة الدراسة إلى مرحلتين قبل وأثناء الأزمة، كانت الفترة الأولى من 11 أوت 2006 إلى غاية 24 سبتمبر 2010. استخدم الباحث في هذه الدراسة عدة طرق إحصائية متمثلة فيما يلي: تحليل الارتباط؛ الجذر الوحدوي ADF اختبار التكامل المشترك لجوهانسن؛ اختبار السببية لكرانجر عند مستوى معنوية 5%. كانت نتائج هذه الدراسة محدودة ويرجع ذلك للأسباب التالية:

أولا: اختلاف نتائج هذه الدراسة على الدراسات السابقة ويرجع ذلك لاختلاف في اختيار أسواق العينة؛ وكذا اختلاف تردد المشاه دات (يومية؛ أسبوعية؛ شهرية) وكذا الأدوات الإحصائية المستخدمة.

ثانيا: أن نتائج اختبار الارتباط طويل الأجل تشير إلى أن الأسواق أقل تكاملا أثناء الأزمة المالية وهذا ما يفترض تحقيق أرباح معتبرة من جهة أخرى، أما اختبار التكامل المشترك لجوهانسن لم يتمكن من إثبات التحرك التدريجي إما بالتوجه إلى علاقة الارتباط الموجودة أو بالابتعاد عنها.

III. دراسات متعلقة بتكامل الأسواق المالية والتنويع الدولى.

1.III. دراسات متعلقة بمتغيري الدراسة

Kais Fadhlaoui, Diversification international et intégration financière : l'intérêt des marchés émergents.²

هدفت هذه الدراسة لاختبار مدى تكامل/ انفصال بين مختلف أسواق رأس المال المتطورة والناشئة وأثرها على الأرباح المنتظرة من التنويع الدولي، ولذلك استعان الباحث بتقنيات حديثة للتكامل المشترك مطبقة على 34 سوق منها 7 أسواق متطورة و27 سوق

 $https://www.researchgate.net/publication/228606961_Diversification_internationale_et_integration_financiere_L\%27 interet_des_marches_emergents.$

¹ Ma. Belinda, S. Mandigma, <u>Stock Markets linkages and the global financial crisis</u>: <u>Evidence from the Asian 5+3 and the US</u>, disponible sur le site: http://commerce.ust.edu.ph/download/research/stock%20market%20linkages.pdf

² Disponible sur le lien:

الخلفية التطبيقية للتكامل المالي والتنويع الدولي

الفصل الثاني

ناشئة خلال الفترة بين 28 سبتمبر 2000 إلى غاية 27 سبتمبر 2005 باستخدام أسعار يومية كانت 1304 مشاهدة للسوق الواحد حيث تم الاعتماد على الدولار كعملة موحدة لهذه الأسعار.

بينت النتائج تنامي تكامل الأسواق المالية لا يؤدي بالضرورة إلى تخفيض أرباح عملية التنويع الدولي إلا أن هذه الأرباح جد مهمة خاصة بالنسبة للأسواق الناشئة خاصة الإفريقية والآسيوية وأوروبا الشرقية والشرق الأوسط والتي هي منفصلة تماما.

كما أثبتت هذه الدراسة عدوى تحركات الأسواق المتطورة وبالأخص السوق الأمريكي حيث يتم تحويل الصدمات إلى الأسواق الأخرى وتؤثر بشكل واضح على الأسواق المتطورة والناشئة، وأن الاستجابة للصدمات تكون أكبر في الأسواق المتطورة مقارنة بأي سوق آخر ناشئ ومع ذلك فان الصدمات التي تطرأ على الأسواق الناشئة ليس لها تأثير كبير على المستوى الدولي وتتميز هذه الأزمات حسب عدوتها ونموها بتأثيرها السلبي على العوائد المحتملة من تنويع محافظهم الاستثمارية الدولية.

Arouri Mohamed Elhadi, L'integrartion boursière international : tests et effets sur la diversification.¹

هدفت هذه الدراسة لاختبار فرضية التكامل المالي ودراسة أثره على الأرباح الناتجة عن عملية التنويع الدولي للحافظة المالية، بتقدير نموذج تسعير الأصول المالية الدولية باستخدام نموذج GARCH المتعدد له Garch المتعدد له بورصات متطورة: الولايات المتحدة الأمريكية؛ فرنسا؛ اليابان؛ ألمانيا؛ كندا وبورصتين ناشئتين : هونغ كونغ؛ سنغافورا، والسوق العالمي الذي يمثل 70% من الرسملة البورصية العالمية . اعتمدت المشاهدات المأخوذة على بيانات لأسعار أسبوعية خلال الفترة: فيفري 1970 إلى غاية ماي 2003 تم تحويل الأسعار إلى الدولار الأمريكي .خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

أن الأسواق المشكلة لعينة الدراسة متكاملة كما بينت أن معاملات الارتباط الشرطية في كل ترتفع بدرجات منخفضة على عكس السوق الفرنسي الذي سجل ارتفاعات كبيرة خاصة خلال سنة 1990 وفيما يتعلق في قيمة المخطر العالمي فقد توصلت هذه الدراسة إلى أن قيمة المخطر سجلت أعلى قيمة خلال المرحلة 1970 و1980 ثم انخفضت خلال سنة 1990والتي تزايد بسرعة فائقة بدءا من سنة 2001. أما بالنسبة للأرباح المنتظرة من التنويع الدولي للمحافظ فقد بينت الدراسة أن الأرباح المحققة حد معتبرة سواء إحصائيا أو اقتصاديا بالنسبة لجميع الدول إلا أنها متغيرة حسب الفترة الزمنية ومن سوق إلى أخر فقد سجلت الولايات المتحدة الأمريكية العوائد الأضعف خلال فترة الدراسة على عكس الأسواق الناشئة والتي سجلت أعلى العوائد، كما أثبتت الدراسة أن العوائد المحققة خلال الفترة الإجمالية للدراسق.

Arouri Mohamed Elhadi, **L'integration boursière international : tests et effets sur la diversification**, ANNALES D'ECONOMIE ET DE STATISTIQUE. – N° 85 – 2007.

Mohamed El Hadi Arouri, intégration financière et diversification international des portefeuilles¹.

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر التكامل المالي على العوائد المنتظرة من إستراتيجية التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية بالاعتما دعلى عينة مكونة من سبع دول: الولايات المتحدة الأمريكية؛ اليابان؛ المملكة المتحدة؛ ألمانيا؛ فرنسا؛ كندا؛ ايطاليا إضافة إلى مؤشر السوق العالمي، تمثلت المشاهدات المستخدمة في هذه الدراسة في أسعار شهرية للفترة بين ماي 1970 إلى غاية ماي 2003 وتم حساب العوائد دون توزيعات الأرباح وتم تحويل كل العوائد إلى الدولار الأمريكي ومن أجل اختبار التكامل طور الباحث نموذج Santes and Gerard 1997 المتعدد المقترح من طرف Santes and Gerard 1997 تحريب نسخة له المقاربة خاصة بتغير علاوة المخطر والارتباط بمرور الزمن وتكشف على مدى تفاعلها مع طبيعة الصدمة التي تؤثر عليها ثم قام باشتقاق مقياس شرطي للأرباح المنتظرة من عملية التنويع الدولي لحافظة الأوراق المالية ودراسة أثر التكامل المالي على العوائد، حسب هذا المقياس فان الأرباح المتوقعة من التنويع الدولي هي معدلة لتنامي علاوة المخاطر للسوق الدولي وكذلك حجم المخاطر النوعية للدول المعنية، وبالمقابل فان هذه الأرباح هي معادلة لنمو معاملات الارتباط الشرطية مع حافظة السوق العالمي، دعمت هذه التنامي قرضية التكامل المالي للبورصات السبع.

بينت نتائج الدراسة أن الارتباطات الشرطية بين الأسواق الوطنية والسوق العالمي ترتفع بنس بة منخفضة خلال السنوات الأخيرة نتيجة لحركات الانفتاح والتحرير التي تضطلع بها الحكومات المختلفة انطلاقا من الثمانينات من جهة والابتكارات التكنولوجية والمالية من جهة أخرى . أما فرنسا والمملكة المتحدة فقد سجلت ارتباطات شرطية جد مرتفعة خاصة خلال الثمانينات، أما بالنسبة للأرباح المنتظرة من عملية التنويع الدولي للحافظة المالية فقد بينت هذه الدراسة أن العوائد المحققة جد معبرة سواء إحصائلي أو اقتصاديا لدى جميع الدول إلا أنما تتغير مع مرور الوقت وتختلف من سوق لآخر، فقد سجلت الولايات المتحدة الأمريكية اقل عوائد على عكس بريطانيا التي سجلت أعلاها وذلك راجع لانخفاض الارتباط مع السوق الدولي، وقد وجدت هذه الدراسة استثناءات تخص كل من فرنسا والمملكة المتحدة والتي حققت عوائد منخفضة خلال السنوات الأحيرة من الدراسة، كما أن العوائد الناتجة عن التنويع الدولي أعلى من تلك العوائد المجهوبة خلال المدة الكلية.

Khalil Tichichite, intégration financière et diversification. ²

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين الارتباطات الشرطية للعوائد البورصية وتطورها والأرباح المتوقعة من عملية التنويع الدولي، اعتمدت هذه الدراسة على عينة مكونة من ستة مؤشرات أسواق عالمية منها أربع متطورة : فرنسا؛ بريطانيا؛ اليابان؛ الولايات المتحدة الأمريكية وسوقين ناشئين: هونغ كونغ؛ وسنغافورا؛ باستخدام بيانات تاريخية بتردد شهري خلال الفترة جانفي 1973 إلى غاية ديسمبر 2007.

استخدم الباحث نموذج متعدد المتغيرات لـ BEKR-GARACH من أجل تقدير معاملات الارتباط الشرطية بين عوائد البورصات لستة أسواق . تم تحويل عوائد مختلف المؤشرات الشهرية باللوغاريتم ثم قام الباحث بتقدير الجزء المهمل من المخاطر النظامية والغير نظامية لكل سوق . قام الباحث بتقسيم فترة الدراسة إلى فترتين

51

¹ El Hedi Arouri Mohamed, « <u>Intégration financière et diversification internationale des portefeuilles »</u>, *Economie & prévision*, 2005/2 no 168, p. 115-132. (http://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2005-2-page-115.htm)

² Khalil TCHITCHITE, <u>Intégration financière et diversification internationale</u>, mémoire présenté pour obtenir le master en finance appliqué, université du Québec à montéreal, 2008.

الفصل الثاني

جزئيتين قبل وبعد 1998 هذا الخيار يفسر أن هذه السنة التي تتضمنها حد فاصل يسبب الأزمات التي ضربت دول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا. قام الباحث في المرحلة الأولى باختبار حالة التكامل المالي الدولي بالاعتماد على نموذج المقدم من طرف Akdogan ثم اعتمد على اختبار نموذج MEDFI conditionnel من أجل ذلك قام باستخدام نموذج المتعدد بما يتلاءم الاختبار المتزامن لستة أسواق منها أربع متطورة وسوقين ناشئين

بينت النتائج النهائية أن الارتباطات بين العوائد كانت مرتفعة خلال العقد الأخ ير والمفسر بحركة رؤوس الأموال والتحرر العالمي الاختلالات التي خلفت الحوكمة انطلاقا من سنوات الثمانينات من جهة ومن جهة أخرى بفضل التطور التكنولوجي وسهولة الاتصال وعلى حسب أراء العديد من الباحثين فان الارتفاع في الارتباطات في الأسواق الداخلية تعمل على تخفيض العوائد الناتجة عن التنويع الدولي وهو ما يتوافق مع نتائج هذه الدراسة التي أثبتت أن عوائد التنويع هي موجبة بالنسبة لجميع الأسواق فضلا عن ذلك فان هذه العوائد لا تشير إلى أية اتجاه للانخفاض.

2.III. موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة.

بعد استعراضنا لجم لة من الدراسات التي تناولت كل من تكامل الأسواق والتنويع الدولي نجد أن هناك أوجه تشابه وأوجه اختلاف في عدت جوانب لدراسات ودراستنا أهمها ما يلي:

من حيث الهدف: اختلفت دراستنا عن الدراسات السابقة من خلال هذا المعيار بحسب المتغير الذي تم دراسته فحسب تصنيف هذه الدراسات منها ما اعتمد على دراسة تكامل الأسواق فقط ومنها ما اقتصر على التنويع الدولي فقط ومنها اعتمد على المتغيرين، وبإمكاننا القول أن دراستنا تشترك مع هذه الدراسات في إبراز أهمية كل من تكامل الأسواق وكذلك التنويع الدولي وإبراز كيفية تأثير الأول عن الثاني.

من حيث العينة وفترة الدراسة: اختلفت دراستنا من العينة المعتمدة عن باقي الدراسات كون أن عينة دراستنا تكونت من أسواق ناشئة وأخرى متطورة وذلك بغية مقارنة نتائج التكامل وكذلك جدوى التنويع في هذه الأسواق بالإضافة إلى توضيح تأثر هذه الأسواق ببعضها البعض وذلك لأن مختلف الدراسات السابقة لم تمتم بهذا الجانب حيث أن هناك من الدراسات اعتمدت فقط على أسواق الناشئة فقط وأخرى اعتمدت على أسواق متطورة فقط وهناك أيضا من اعتمد على كليها ومعالجتهما في تشكيلة واحدة دون الفصل أو حتى المقارنة فيما بينها.

أما من حيث فترة الدراسة فإن بعض الدراسات السابقة اعتمدت على فترات قصيرة تتراوح بين الثلاث والخمس سنوات بترددات يومية أو أسبوعية ومنها ما كانت تمتد على فترات طويلة بتردد شهري غير أننا اعتمدنا في دراستنا الفترة الممتدة من 2014–2014 بتردد شهري وذلك من أجل الحصول على نتائج سليمة ود قيقة، وكما هو معروف أن أزمة 2008 تتوسط فترة الدراسة فأردنا اختبار تأثيرها على كل من التكامل وكذا التنويع من خلال تجزئة الفترة الإجمالية إلى فترات جزئية والمقارنة ما بينها.

من حيث طرق المعالجة والأدوات المستخدمة:

تختلف دراستنا عن الدراسات السابقة من حيث طرق المعالجة والأدوات حيث اعتمدت الدراسات السابقة في الحكم على تكامل الأسواق المالية على اختبارات التكامل المشترك لآنجل وكرانجر ومنها ما اعتمد على معاملات الارتباط الشرطية، أما في دراستنا فقد اعتمدنا على طريقة التكامل المشترك لجوهانس ونموذج تصحيح الخطأ للح كم على تكامل الأسواق من عدمها على المدى الطويل والقصير، أما في دراسة العلاقة بين تكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي فقد اعتمدت الدراسات السابقة على نموذج تسعير الأصول المالية الدولي و منها ما اعتمد على تحليل معاملات الارتباط كون أن الأسواق الأكثر تكاملا ترتفع فيها معاملات الارتباط، أما في دراستنا فقد اعتمدنا نموذج بانل بمختلف خطواته من أجل تحديد العلاقة بين محددات التكامل المالي والأرباح الجنية من عملية التنويع الدولي، إضافة إلى تحليل الارتباط والسببية بين سلاسل مؤشرات الأسواق.

الفصل الثالث: دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

أصبح من الصعب ان لم يكن من المستحيل على الدولة الواحدة أن تحقق متطلباتها في مختلف المجالات دون اللجوء أو التعاون مع غيرها من الدول، وكذلك بالنسبة لتحدي المشاكل والمخاطر التي تواجهها، لأن هذين الأخيرين ينخفضان إلى أدنى المستويات عند التعاون والترابط مع الدول الأخرى من أجل تشكيل قوى سياسية واقتصادية تتسم بالتكامل.

وقد عرفت المجموعة الدولية توجهات كبيرة، نادت إلى التجمعات والتكتلات الاقليمية خاصة في القارة الأمريكية والأوروبية والآسيوية، وبما أن الأسواق المالية هي الركيزة الداعمة للتحولات الاقتصادية فقد عرفت هي الأخيرة نه ضة قوية متوجهة نحو التكامل في المنظومة المالية العالمية إلى أن أصبحت تشكل سوق واحدة تتماثل في التوجهات السعرية والمخاطر.

فبعد أن تناولنا لأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بدراستنا في الفصل الأول، واستعراضنا للدراسات والأبحاث التي سبقتنا بمذا الموضوع نحاول في هذا الفصل تطبيق الجزء الأول من الدراسة الميدانية وذلك بغية الإجابة عن الإشكاليات والتساؤلات المسطرة:

- ما مدى تكامل الأسواق المالية المتطورة؟
- ما مدى تكامل الأسواق المالية الناشئة؟
- ما مدى تكامل الأسواق المالية المتطورة والناشئة معا؟

للإجابة عن هذه الإشكاليات نقوم باستخدام مجموعة من الاختبارات والنماذج القياسية والمتمثلة أساسا في اخ تبار التكامل المشترك وذلك لإثبات تحقق فرضيات تكامل الأسواق المالية على المدى الطويل ثم نموذج تصحيح الخطأ من أجل إثبات تكامل الأسواق المالية في المدى القصير.

وبما أن فترة الدراسة المختارة 2014-2014 تتخللها مجموعة من الأزمات المالية، والتي عرفت صدى كبير على مستوى الأسواق المالية فإنه إضافة إلى الأسئلة السابقة نحاول كذلك في ما هو آت الإجابة عن الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الأزمات المالية على علاقات تكامل الأسواق المالية في المدى الطويل؟

للإجابة عن هته الإشكالية نقوم بتقسيم فترة الدراسة إلى فترات فرعية حتى يتسنى لنا فهم وتفسير تأثير مختلف الأزمات المالية على توجهات التكامل.

I. طريقة جمع بيانات الدراسة والنماذج المستخدمة

قبل البدء في اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية وأثرها على التنويع الدولي في المحفظة المالية نوضح فيما يلي إلى بعض الجوانب التي تخدم الدراسة والمتمثلة في مجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها، وكيفية قياسها، وكذا الأدوات الإحصائية المعتمدة.

1.1. طريقة جمع بيانات الدراسة

نتناول في هذا المطلب مجموعة من العناصر المتعلقة بالدراسة منها: مجتمع وعينة الدراسة؛ طريقة جمع معالجة البيانات؛ ثم متغيرات الدراسة، وكيفية قياسها.

1.1.I. مجتمع وعينة الدراسة:

تماشيا وموضوع الدراسة المتمثل في دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية وأثره على التنويع في محفظة الأوراق المالية فإن مجتمع الدراسة متمثل في أسواق الأوراق المالية بين أسواق متطورة وأخرى ناشئة، فتم اتخاذ المؤشرات الرئيسية لهذه البورصات معبر عنها كما يلى:

الجدول رقم (1-3): بيانات حول عينة الدراسة

العملة الأساسية للمؤشر	المؤشر	الدولة
	الأسواق المتطورة	
EUR	CAC40	فرنسا
EUR	S&P/MIB	ايطاليا
HKD	Hang Seng	هونغ كونغ
JPY	Nikkei 225	اليابان
CAD	S&P/TSX	كندا
USD	Dow Jones	الولايات المتحدة الأمريكية
	الأسواق الناشئة	
IDR	IHSG	أندونيسيا
MYR	KLCI	ماليزيا
BZD	IBrX	البرازيل
MXN	INMEX	المكسيك

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الموقع الإلكتروني التالي: http://www.msci.com/products/indexes/performance.html

1.1. 2. طريقة جمع البيانات:

بغية اختبار إشكاليات الدراسة والوصول الأهداف المرسومة، تم جمع البيانات اللازمة كما يلئ

تتمثل بيانات للدراسة في أسعار الإغلاق لمؤشرات الرئيسية لأسواق الأوراق المالية، المستخرجة من قاعدة البيانات 30 كلية 31 المحتدة من 30 سبتمبر 1989 إلى غاية 31 ديسمبر 2014 بتردد شهري متحصلين على 303 مشاهدة، وقد تم توحيد العملات المختلفة لأسعار المؤشرات بتحويلها إلى عملة موحدة وهي الدولار الأمريكي وذلك بغية تفادي مخاطر الصرف وتأثيره على عوائد الأوراق المختلفة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم تلخيص المعطيات كما يلى:

- الاعتماد على أسعار الإغلاق لمؤشرات رئيسية وذلك بعد تشكيل10 سلاسل شهرية مكونة من 303 مشاهدة؛
 - حساب معدلات المردودية الأسبوعية لكل مؤشر(دون الأخذ بالحسبان توزيعات الأرباح)؛
 - توحيد عملات أسعار الإغلاق بتحويلها إلى الدولار الأمريكي،
 - تقسيم فترة الدراسة إلى فترات فرعية بغية التدقيق في تأثير الأزمة المالية

1.1. 3. متغيرات الدراسة وطرق قياسها:

يتضح من حلال إشكالية الدراسة " ما مدى إمكانية تكامل أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة - محل الدراسة- وما مدى تأثير ذلك على تقنية التنويع الدولى لحافظة الأوراق المالية؟" متغير تابع وآخر مستقل.

1 المتغير التابع:

يتمثل المنغير التابع في التنويع الدولي بمعنى كيف تتأثر المحفظة المنوعة دوليا بتكامل أسواق الأوراق المالية الداحلة في تشكيلها، ويظهر ذلك في عوائد المنتظرة من التنويع الدولي:

عائد محفظة الأوراق المالية:

وهو متغير كمي يتطلب قياسه معلومات مالية عن الأصول الداخلة في تشك يل المحفظة، وهو عبارة عن معدل العائد لكل أصل داخل في تشكيلها مرجح بوزنه النسبي.

2-المتغير المستقل:

يتمثل المتغير المستقل في تكامل أسواق الأوراق المالية ويمكن اختباره عن طريق الخطوات التالية

- -دراسة استقرارية السلاسل؛
 - -اختبار التكامل المشترك؛
 - -نموذج تصحيح الخطأ.

4.1.I فاعدة البيانات MSCI:

تعتبر هذه القاعدة من القواعد الرائدة في دعم القرار الاستثماري والمتاحة لأكثر من 6000 زبون من مختلف أنحاء العالم وهي تقدم مجموعة من كبيرة من المنتجات والخدمات بما في ذلك مؤشرات مخاطر المحافظ تحليلات الأداء، والبيانات والجوث. تسخر هذه القاعدة من أجل تلبية احتياجات متفاوتة التعقيد في الجال الاستثماري بتوفير حدمات جديدة وبيانات عالية الجودة، يعود انطلاق هذه القاعدة لأكثر من 40 سنة حيث سجلت نمو متزايد من خلال الاستحواذ لتصبح واحدة من أكبر القواعد الرائدة في توفير المنتجات والخدمات للمستثمرين والمؤسسات، مرت هذه القاعدة بعدة مراحل عبر الزمن نوردها كما يلي:

دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية

الفصل الثالث

- 1968 تم نشر المؤشرات العامة الدولية أول مجموعة من مؤشرات أسواق الأسهم العالمية غير الولايات المتحدة الأمريكية
 - 1969 تم توفير أول منتوجات لمؤشرات العالمية لأسواق الأسهم؟
 - 1986 تحصل هذه القاعدة على الحقوق الخاصة لترخيص المؤشرات وتم منح هذه المؤشرات علامة الـMSCI؛
 - 1998 تم تشكيل شراكة بين MSCI مع مورغان ستانلي كابيتال
- MSCI 2004 يستحوذ على BARRA القاعدة الرائدة في مجال المحفظة وإدارة المخاطر وجزء من هذه العملية يستحوذ
 - MSCI على شرائة الهندسة المالية FEA وهي شركة مختصة في المشتقات المالية؛
- MSCI 2007 يكمل الطرح العام الأولي لمجموعة من الأوراق المالية المسعرة ببورصة نيويورك ويبدأ مورغان ستانلي في السيطرة على MSCI 2007
 - 2009 تم انفصال MSCI على مورغان ستانلي؛
- 2010 تم الاستحواذ على RiskMetrics وتم توسيع عروض إدارة المخاطر ثم تم الاستحواذ على Measurisk إحدى الشركات الرائدة في قياس المخاطر وتعمل على توفير أدوات قياس المخاطر من أجل تحوط صناديق الاستثمار؛
 - 2012 تم الاستحواذ على IPD أكبر قاعدة توفر المعلومة العقارية والتجارية وتحليل أداء المؤشرات؛
 - 2013 استحوذ MSCI على InvestorForce الشركة الرائدة في قياس الأداء وتعمل على توفير التقارير لكبار المستثمرين؟
- 2014 تم الاستحواذ على GMI الشركة الرائدة في مجال البحوث وتعتمد على معايير عالية الجودة في التقييم وتشمل حتى تقييم الأداء البيئي والاجتماعي و الحوكمة وكذا تقييم المخاطر المرتبطة بالمحاسبة والتي تؤثر على أداء لشركات.1

2.I. الاختبارات والنماذج المستخدمة بالدراسة

من أجل الإجابة على الإشكاليات المطروحة واختبار صحة الفرضيات نقوم فيما هو آتي بدراسة قياسية بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات متمثلة في اختبارات الاستقرارية والتي اعتمدنا منها اختباري ديكي فولر المطور و فيليب بيرون بالإضافة إلى اختبار التكامل المشترك لجوهانس ثم نموذج تصحيح الخطأ.

اختبارات الاستقرارية:

يعتبر اختبار جذر الوحدة خطوة أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لمن أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنبا لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة ، ومن بين أهم الأساليب المستعملة هو اختبار لديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيلبس بيرون (PP).

¹ http://www.msci.com/products/indexes/performance.html

² للتفصيل أكثر أنظر مرجع محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، 2012، عمان الأردن.

الفصل الثالث

اختبار علاقة التكامل المتزامن وتقدير نماذج تصحيح الخطأ

يتم من خلال اختبار التكامل المشترك التحقق من وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية المستقرة عند نفس الدرجة، ويتم ذلك عن طريق إجراء اختبارين و هما اختبار الأثر و اختبار القيمة الذاتي العظمى ويجرى هذا الاختبار بعد تحديد معامل التأخير VAR (i).

وفي الأخير يتم إثبات علاقة التكامل باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM الذي يعمل على قياس العلاقة بين السلاسل على المدى القصير.

II. الإحصائية الوصفية والارتباط الذاتى للأسواق

1.II. الإحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية

1.1.II. الإحصاء الوصفي لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية المتطورة والناشئة:

الجدول رقم (3-2) نتائج الإحصائية الوصفية لسلاسل الأسواق الأوراق المالية الهتطورة

	france	USA	Hong_Kong	Japan	Italy	Canada
Mean	0.005781	0.007003	0.008949	0.000437	0.003061	0.006529
Median	0.008650	0.011450	0.007450	-0.002050	0.001600	0.010000
Maximum	0.153000	0.111500	0.328100	0.241800	0.214100	0.210100
Minimum	-0.224300	-0.172500	-0.291200	-0.194200	-0.236200	-0.271500
Std. Dev.	0.058995	0.042267	0.073261	0.060471	0.072106	0.055690
Skewness	-0.406109	-0.616969	0.208275	0.245163	-0.046273	-0.650412
Kurtosis	3.630752	4.196563	5.342008	4.091043	3.269270	5.743074
Jarque-Bera	13.30745	37.17578	71.20298	18.00418	1.020144	115.9755
Probability	0.001289	0.000000	0.000000	0.000123	0.600452	0.000000
Sum	1.746000	2.115000	2.702700	0.132000	0.924400	1.971800
Sum Sq. Dev.	1.047592	0.537745	1.615520	1.100665	1.565003	0.933501
Observations	302	302	302	302	302	302

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج EViews 8.0

الجدول رقم (3-3) نتائج الإحصائية الوصفية لسلاسل الأسواق الأوراق المالية الناشئة

	Malaysia	Mexico	Indonesia	Brazil
Mean	0.006612	0.013945	0.008526	0.016109
Median	0.007900	0.017300	0.009000	0.014900
Maximum	0.499500	0.267200	0.555900	0.812500
Minimum	-0.303100	-0.342600	-0.408300	-0.669300
Std. Dev.	0.081699	0.085997	0.122441	0.138551
Skewness	0.622090	-0.582639	0.312648	0.503389
Kurtosis	9.413836	4.959132	6.054689	9.141873
Jarque-Bera	537.1230	65.38387	122.3367	487.4305
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	1.996700	4.211300	2.574800	4.864900
Sum Sq. Dev.	2.009086	2.226019	4.512535	5.778129
Observations	302	302	302	302

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج EViews 8.0

يضم الجدولين السابقين خصائص الإحصاء الوصفي للسلاسل الزمنية لعوائد مؤشرات البورصات المتطورة والناشئة مقيمة بالدولار الأمريكي. نلاحظ من خلال الجدول أن العوائد القصوى للأسواق المتطورة تتراوح بين (0.328100) وأن العوائد الدنيا تتراوح بين (0.172500-0.291200-0.172500) حيث حقق مؤشر بورصة هونغ كونغ أعلى متوسط للعوائد خلال فترة الدراسة بقيمة $\mathbf{r} = 0.008949$ وعلى عكس مؤشر اليابان والذي حقق خلال نفس الفترة مستوى محتشم من العوائد ما قيمته بقيمة ($\mathbf{r} = 0.008949$) دل $\mathbf{r} = 0.000437$ هذا بالنسبة للعوائد، أما المخاطر فقد سجل مؤشر هونغ كونغ أعلى انحراف بقيمة (0.073261) دل ذلك على ارتفاع المخاطر في بورصة هونغ كونغ للأوراق المالية ويرجع ذلك للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطر، كما سجل ت عوائد السوق الأمريكي خلال فترة الدراسة أدني انحراف بقيمة (0.042267)،

أما بالنسبة لمعاملات الالتواء فنلاحظ أنها كانت في مجمل ها سالبة أي أنها تشير إلى أن التوزيع غير متماثل من اليسار وترفض فرضية التوزيع الطبيعي بالنسبة لجميع السلاسل التي حققت معاملات التواء سالبة، وعلى عكس المؤشرات الأسيوية (هونكغ كونغ واليابان) واللذين سجلا معاملات التواء ايجابية بمعنى أن شكل توزيعها الإحصائي يلتوي نحو اليمين أي أنه هناك التواء عن التوزيع الطبيعي.

أما بالنسبة لمعامل التفلطح فإن القيم المحققة موجبة وهي أكبر من العدد ثلاثة دل ذلك على أن توزيع هذه السلاسل مدبب مقارنة بالتوزيع الطبيعي.

مما سبق يمكن القول أن سلاسل أسعار مؤشرات الأسواق الأوراق المالية المتطورة لا تتبع التوزيع الطبيعي وهذا ما أثبتته إحصائية . Jaque-Bera

أما بالنسبة لأسواق الأوراق المالية الناشئة فقد تباينت النتائج عن الأسواق المتطورة حيث تراوحت القيم القصوى للعوائد بين (0.215500) وما يلاحظ كذلك أن (0.215500) وما يلاحظ كذلك أن المؤشر البرازيل سجل أكبر معدل للعوائد خلال فترة الدراسة إذ حقق ما قيمته 0.016109 على عكس المؤشر الاندونيسي الذي حقق أدنى معدل قيمته 0.008526 .

أما بالنسبة للانحراف المعياري فقد سجل المؤشر البوازيلي اكبر قيمة للانحراف المعياري 0.138551 دل ذلك على ارتفاع المخاطر بحذا السوق مقارنة بالأسواق الأخرى على عكس المؤشر الماليزي الذي حقق أدنى مستويات من المخاطر بانحراف معياري قدره 0.081699

أما بالنسبة لمعامل الالتواء فكان في مجمله موجب دل ذلك على أن التوزيع غير متماثل من اليمين عكس مؤشر المكسيكي الذي حقق معامل سالب لهذه الإحصائية دل ذلك على أن توزيع هذا المؤشرين يلتوي نحو اليمين.

أما بالنسبة لمعامل التفلطح فقد حقق ت جميع المؤشرات قيم تفوق الثلاثة وهذا ما يدل على أن التوزيع مدبب مقارنة بال توزيع الطبيعي.

أما إذا قارنا بين الأسواق الناشئة والمتطورة فنلاحظ أن الأسواق الناشئة تحقق أعلى العوائد أما بالنسبة للمخاطر فهي تتقارب والأسواق المتطورة وهذا ما يجعل الأسواق الناشئة أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب لما تحققه من عوائد مقابل استقرار نسبي في المخاطر مقارنة بتلك المحققة بالأسواق المحلية.

II. 2. دالة الارتباط الذاتى لمؤشرات أسواق الأوراق المالية

نقوم في هذا الجزء بدراسة الارتباط الجزئي والبسيط للسلاسل الزمنية ممثلة في عوائد مؤشرات بورصات الأوراق المالية المتطورة والناشئة وذلك من أجل عدد الفجوات K= 15.

الأسواق المتطورة:

الشكل رقم (3-1) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة الشكل رقم (3-2) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة فرنسا مؤشر بورصة هونغ كونغ

Correlogram of D(FRANCE)

Date: 01/31/15 Time: 23:43 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
ı b	ıb	1	0.106	0.106	3.4118	0.065
10 1	1 1	2	-0.034	-0.045	3.7573	0.153
ı b ı		3	0.078	0.087	5.6067	0.132
ı þi		4	0.108	0.090	9.1838	0.057
1 1		5	-0.015	-0.030	9.2537	0.099
ı j ı		6	0.026	0.034	9.4644	0.149
1 1	1 1	7	-0.006	-0.030	9.4753	0.220
1 1	1 1	8	-0.024	-0.025	9.6513	0.290
10 1		9	-0.073	-0.071	11.311	0.255
1 1	1)1	10	0.003	0.012	11.314	0.334
ı d ı	•	11	-0.097	-0.101	14.309	0.216
1 1		12	-0.010	0.027	14.339	0.280
1)1		13	0.023	0.026	14.501	0.340
1(1)	1 1	14	-0.043	-0.039	15.095	0.372
ıļı.		15	-0.019	0.017	15.207	0.437

Correlogram of D(HONG_KONG)

Date: 01/31/15 Time: 23:43 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
ı j ı		1	0.038	0.038	0.4462	0.504
ı j ı		2	0.052	0.051	1.2808	0.527
1(1	1 1	3	-0.011	-0.015	1.3184	0.725
ı d ı	<u> </u>	4	-0.090	-0.092	3.8151	0.432
1(1)	101	5	-0.040	-0.033	4.3126	0.505
1(1)	1 1	6	-0.032	-0.020	4.6315	0.592
ı İ D	b	7	0.104	0.109	7.9767	0.335
ı j i		8	0.052	0.040	8.8288	0.357
1 🗓 1	1 1	9	0.028	0.006	9.0756	0.430
1 1	1 1	10	0.002	-0.010	9.0773	0.525
= '	 	11	-0.157	-0.146	16.846	0.113
-	 	12	-0.160	-0.142	24.939	0.015
-	(d)	13	-0.115	-0.085	29.135	0.006
ı d ı	10 1	14	-0.066	-0.057	30.527	0.006
1 1 1	l th	15	0.036	0.018	30.934	0.009

الشكل رقم (3-3) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة الشكل رقم (3-4) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر بورصة الولايات المتحدة

Correlogram of D(USA)

Date: 01/31/15 Time: 23:45 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
ı þ ı	ibi	1	0.053	0.053	0.8530	0.356
ı ı	1 1	2	-0.015	-0.018	0.9262	0.629
' b	' b	3	0.104	0.106	4.2177	0.239
<u> </u>		4	0.061	0.050	5.3794	0.251
<u> </u>		5	0.053	0.052	6.2495	0.283
ı(lı	10 1	6	-0.028	-0.043	6.5006	0.370
1 11		7	0.032	0.027	6.8143	0.448
<u> </u>		8	0.068	0.051	8.2638	0.408
1)1	1 1	9	0.010	0.008	8.2964	0.505
		10	0.030	0.027	8.5725	0.573
 		11	0.048	0.035	9.2966	0.595
<u> </u>		12	0.053	0.040	10.187	0.600
1 1		13	0.025	0.013	10.388	0.662
il ili	101	14	-0.045	-0.054	11.039	0.683
i þi		15	0.051	0.040	11.885	0.688

مؤشر بورصة اليابان

Correlogram of D(JAPAN)

Date: 01/31/15 Time: 23:44 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
- <u> </u>	jı	1	0.053	0.053	0.8701	0.351
1(1)	l idi	2	-0.046	-0.049	1.5080	0.470
ı b ı		3	0.083	0.088	3.6137	0.306
ι¢ι	l idi	4	-0.058	-0.071	4.6531	0.325
ı j ı		5	0.051	0.069	5.4480	0.364
Щ	101	6	-0.014	-0.038	5.5114	0.480
ı (lı	101	7	-0.051	-0.029	6.3118	0.504
ı İ DI		8	0.089	0.079	8.7842	0.361
ı b ı		9	0.081	0.079	10.831	0.287
ι¢ι		10	-0.056	-0.059	11.828	0.297
1 1	1)1	11	0.018	0.018	11.935	0.369
ı (lı	101	12	-0.038	-0.048	12.399	0.414
□ '	"	13	-0.133	-0.121	18.045	0.156
ı b ı		14	0.094	0.096	20.880	0.105
1(1	1(1	15	-0.011	-0.012	20.917	0.140

الشكل رقم (3-5) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة الشكل رقم (3-6) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر كندا

Correlogram of D(CANADA) Date: 01/31/15 Time: 23:43 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
1 11		1	0.083	0.083	2.1167	0.14
ı İn		2	0.114	0.107	6.0691	0.04
ı j ı	1)1	3	0.028	0.011	6.3176	0.09
ı þi		4	0.082	0.068	8.3685	0.07
ı d ı	d ·	5	-0.089	-0.107	10.845	0.05
ď.	d ·	6	-0.107	-0.112	14.411	0.02
ι¢ι	1 1	7	-0.044	-0.011	15.014	0.03
1(1	1 1	8	-0.023	0.003	15.177	0.05
ı d ı	III	9	-0.092	-0.067	17.836	0.03
1 1	1)1	10	-0.002	0.023	17.837	0.05
ı þi		11	0.080	0.084	19.845	0.04
ıψι	q +	12	-0.079	-0.111	21.831	0.03
ı d ı	<u> </u>	13	-0.084	-0.089	24.055	0.03
ı d ı	III	14	-0.083	-0.077	26.260	0.02
ı j ı		15	0.050	0.058	27.071	0.02

مؤشر بورصة ايطاليا

Correlogram of D(ITALY)

Date: 01/31/15 Time: 23:44
Sample: 1989M10 2014M12
Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
ı þi		1	0.077	0.077	1.8155	0.178
ı l ı	101	2	-0.029	-0.035	2.0703	0.355
ı þi		3	0.085	0.091	4.2941	0.231
ı þi		4	0.121	0.107	8.8009	0.066
ı l ı	l uti	5	-0.035	-0.048	9.1742	0.102
ı j i		6	0.034	0.043	9.5416	0.145
ıψı	l idi	7	-0.042	-0.072	10.091	0.183
1)1	1)1	8	0.011	0.017	10.132	0.256
Цт	1 1	9	-0.010	-0.013	10.166	0.337
Ц	1 1	10	-0.023	-0.023	10.331	0.412
ιψι	1 1	11	-0.040	-0.023	10.825	0.458
ı j ı		12	0.052	0.049	11.667	0.473
Щт	1 1	13	-0.012	-0.011	11.712	0.551
цı	1 1	14	-0.012	-0.001	11.756	0.626
1 1		15	0.007	0.007	11.770	0.696

الأسواق الناشئة:

الشكل رقم (3-8) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر المكسيك

Correlogram of D(MEXICO)

Date: 01/31/15 Time: 23:19 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
ı b ı		1	0.080	0.080	1.9571	0.162
1 þ 1		2	0.034	0.028	2.3079	0.315
· 🗀		3	0.148	0.144	9.0113	0.029
1)1	1 1	4	0.022	-0.001	9.1552	0.057
ı d ı	10 1	5	-0.057	-0.068	10.157	0.071
ı d ı		6	-0.097	-0.113	13.070	0.042
10 1	(4)	7	-0.056	-0.043	14.045	0.050
1 🗓 1		8	0.039	0.073	14.514	0.069
101	1 1	9	-0.039	-0.010	15.002	0.091
101	1 1	10	-0.027	-0.012	15.226	0.124
1)1	1 1	11	0.013	-0.012	15.276	0.170
Щ	1 1	12	-0.010	-0.021	15.309	0.225
q٠	"	13	-0.116	-0.117	19.587	0.106
101	'(-	14	-0.045	-0.025	20.219	0.123
ı þi	' =	15	0.105	0.128	23.720	0.070

الشكل رقم (3-7) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر البرازيل

Correlogram of D(BRAZIL)

Date: 01/31/15 Time: 23:17 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.133	0.133	5.4184	0.020
ı þi		2	0.095	0.079	8.1813	0.017
ւիլ		3	0.048	0.027	8.8897	0.031
101	10(1	4	-0.033	-0.051	9.2313	0.056
ıdı	l III	5	-0.050	-0.047	9.9893	0.076
ı d ı	10 1	6	-0.095	-0.080	12.775	0.047
1)1		7	0.023	0.057	12.935	0.074
ıdı	101	8	-0.052	-0.046	13.794	0.087
ı d ı	l d	9	-0.097	-0.092	16.748	0.053
1 1	1 1	10	-0.008	0.011	16.767	0.080
1(1	1(1	11	-0.028	-0.014	17.013	0.108
-	 	12	-0.120	-0.121	21.593	0.042
d ·	ıı ı	13	-0.109	-0.087	25.375	0.021
ı d ı	l idi	14	-0.082	-0.060	27.511	0.017
1 1		15	0.059	0.092	28.631	0.018

الشكل رقم (3-9) نتائج اختبار دالة الارتباط الذاتي لسلسلة مؤشر اندويسيا

Correlogram of D(INDONESIA)

Date: 01/31/15 Time: 23:18 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302

Included observations: 302									
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob			
-		1	0.173	0.173	9.1034	0.003			
1 11	1 1	2	0.037	0.007	9.5142	0.009			
1 101		3	0.092	0.087	12.107	0.007			
ı j ı	1)1	4	0.043	0.013	12.687	0.013			
1)1	1 1	5	0.008	-0.004	12.708	0.026			
ď.	 	6	-0.107	-0.121	16.279	0.012			
ı d ı	1 1	7	-0.070	-0.039	17.807	0.013			
ı t ı	1(1	8	-0.028	-0.009	18.049	0.021			
ւիլ		9	0.050	0.082	18.844	0.027			
Щ		10	-0.024	-0.030	19.023	0.040			
ď.	<u>d</u> ,	11	-0.104	-0.094	22.464	0.021			
1 1	1 1	12	-0.001	0.009	22.465	0.033			
1 1	1 1	13	-0.006	-0.017	22.477	0.048			
ı d ı	l di	14	-0.044	-0.031	23.106	0.059			
ı)ı		15	0.018	0.052	23.213	0.080			

الارتباط الذاتي	تبار دالة	ئج اخذ	-10) نتا	رقم (3	الشكل
	ماليز يا	مۇشد	اساسلة		

Correlogram of D(MALAYSIA)								
Date: 01/31/15 Time: 23:19 Sample: 1989M10 2014M12 Included observations: 302								
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob		
- I	ıþı	1	0.068	0.068	1.4170	0.234		
' 	' =	2	0.231	0.227	17.734	0.000		
1(1	10 1	3	-0.021	-0.052	17.869	0.000		
ւիլ	1 11	4	0.057	0.009	18.872	0.001		
ılı.	1 1	5	-0.014	-0.002	18.936	0.002		
101	(1)	6	-0.033	-0.051	19.273	0.004		
լիլ		7	0.025	0.040	19.475	0.007		
ւիլ		8	0.063	0.082	20.729	0.008		
ı <u>b</u> ı		9	0.092	0.071	23.383	0.005		
ւիլ		10	0.079	0.046	25.359	0.005		
d ·		11	-0.099	-0.153	28,458	0.003		
1)1	1 1	12	0.016	0.001	28.543	0.005		
d ı	l di	13	-0.118		32.992	0.002		
1]1		14	-0.008	-0.005	33.012	0.003		
111		15	-0.015	0.054	33.081	0.005		

التحليل:

الأسواق المتطورة:

من خلال الجداول رقم : (5.1:8:1-3) يتضح أن معاملات الارتباط الذاتي والجزئي تقع داخل محال الثقة والممثلة بالخطين المتقطعين بمعنى أنحا لا تختلف معنويا عن الصفر ما عدا تلك المحسوبة من أجل K=11,12,13 بالنسبة لمؤشر بورصة هونغ كونغ ومن أجل K=11 بالنسبة لمؤشر بورصة اليابان، أما إذا قارنا نتيجة K=13 للحد الأخير K=15 بالنسبة لمؤشر هونغ كونغ نجد أنحا تساوي K=15 وهي أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع كاي مربع عند درجة حرية 50 والتي تساوي 50 وبالتالي نقبل فرضية العدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

أما بالنسبة للمؤشر الايطالي والباباني فإن قيمة أن قيمة Q_{stat} للحد الأخير أقل من القيمة الجدولية لتوزيع كاي مريع عند درجة حرية 65 أي أننا نقبل فرضية انعدام معاملات الارتباط.

الأسواق الناشة:

من خلال الجداول رقم: (7-3) 8 9 9 10) يتضح أن أغلبية معاملات الارتباط الجزئي والذاتي تقع داخل مجال الثقة أي أنما تختلف معنويا ع ن الصفر ما عدا تلك المعاملات المحسوبة من أجل K=1,12 بالنسبة للهؤشر البرازيلي ومن أجل K=1,8,12,13 بالنسبة لمؤشر الماليزي، ومقارنة قيمة K=1,8,12,13 بالنسبة لمؤشر المحسيك من أجل K=1,6 بالنسبة لكل من مؤشر البرازيل؛ المكسيك؛ ماليزيا Q_{stat} خد أنما أكبر من القيمة الجدولية M_{stat} إذن نرفض فرضية انعدام معاملات الارتباط لهذه السلاسل.

في حين نحد أن قيمة Q_{stat} للحد الأخير لكل من مؤشر الاندونيسي؛ أقل من 25 إذن نقبل فرضية انعدام معاملات الارتباط لهذه السلساتين.

III. اختبار تكامل أسواق الأوراق المالية.

1.III. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق.

نقوم في هذا المطلب بدراسة الاستقرارية باستخدام نموذج ديكي فولر الموسع بالاعتماد على معا مل التباطؤ p=15، ويتم اختبار الاستقرارية باستخدام البرنامج الإحصائي EViews بإتباع الخطوات المقترحة من خلال هذا البرنامج، تحصلنا على النتائج التالية:

	/ \ 3 -3	, C	, ,	, ,	3 33	
	نتا	ئج استقرارية السلسلة	عند المستوى	نتائج استقرارية السلسلة عند الفروقات من الدرجة الأولى		
	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث
كندا	1.438707	-0.678485	-3.034411	-15.37354	-15.45065	-15.42592
الولايات المتحدة	2.375766	-1.238397	-1.561474	-15.97775	-16.24904	-16.23281
الأمريكية						
فرنسا	1.050473	-1.809103	-2.081631	-16.30174	-16.33681	-16.33700
ايطاليا	-0.005255	-1.791685	-1.681287	-17.55833	-17.52904	-17.51961
هونغ كونغ	1.368309	-2.283072	-2.908269	-15.78594	-15.86640	-15.86970
اليابان	-0.476286	-3.263308	-3.169999	-16.09731	-16.08047	-16.08939
اندونيسيا	-0.079966	-1.563143	-1.795621	-14.06729	-14.04481	-14.06932
ماليزيا	0.168671	-2.206118	-2.654374	-8.986319	-8.978220	-8.965591
البرازيل	0.540252	-1.561370	-2.592866	-19.29987	-19.32268	-19.31223
المكسيك	1.744704	-2.097122	-2.945595	-15.63724	-15.80386	-15.84116
			القيم المجدولة			
%1	-2.572642	-3.451847	-3.988840	-2.572667	-3.451920	-3.988840
5%	-1.941877	-2.870899	-3.424825	-1.941881	-2.870931	-3.424825
10%	-1.615997	-2.571828	-3.135494	-1.615995	-2.571845	-3.135494

الجدول رقم (4-3) نتائج اختبار ADF لأسعار مؤشرات الأسواق المتطورة والناشئة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

يلخص الجدول أعلاه مجموعة الاختبارات لجذر الوحدة والتي تمت على مجموعة من سلاسل المؤشرات الأسواق المتطورة والناشئة، ومن خلال هذه الجدول نلاحظ أن القيم المحسوبة لج ميع سلاسل المؤشرات بالقيمة المطلقة أ صغر من القيم الجدولية عند مستويات معنوية 10%, 5%, 10% عند المستوى وعند النماذج الثلاث (بدون قاطع واتجاه معا، وجود القاطع فقط، وجود اتجاه والقاطع معا) وبحذه النتيجة نقبل فرضية العدم H_0 والتي تفرض وجود جذر وحدة بالسلسلة بمعنى أن جميع سلاسل أسعار مؤشرات الأسواق المتطورة والناشئة ليست مستقرة عند المستوى، أما عند قيامنا بدراسة الاستقرارية عند الفروقات من الدرجة الأولى عند مختلف النماذج وجدنا أن جميع القيم المحسوبة أكبر من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة عند درجة معنوية 10%, 10%

10% وبحذه النتيجة نرفض فرضية العدم التي تفترض وجود جذر وحدة، بمعنى أن جميع السلاسل تستقر عند الفروقات من الدرجة الأولى.

الجدول رقم (5-3) نتائج اختبار PP لأسعار مؤشرات الأسواق المتطورة والناشئة

	نتائج استقهارية السلسلة عند المستوى			نتائج استقرارية السل	سلة عند الفروقات	من الدرجة
				الأولى		
	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث
كندا	1.356785	-0.727914	-3.090473	-15.37354	-15.47229	-15.44784
الولايات المتحدة الأمريكية	2.126549	-1.267620	-1.721948	-16.15916	-16.32215	-16.30397
فرنسا	1.042160	-1.821205	-2.225208	-16.30158	-16.33681	-16.33700
ايطاليا	0.001511	-1.839537	-1.748470	-17.55985	-17.53037	-17.52755
هونغ كونغ	1.340950	-2.293684	-3.039780	-15.73714	-15.81647	-15.81655
اليابان	-0.457476	-3.182067	-3.129449	-16.10239	-16.08509	-16.09175
اندونيسيا	-0.093504	-1.582715	-1.796348	-14.09081	-14.06845	-14.07029
ماليزيا	0.411840	-1.929744	-2.259234	-14.78430	-14.77539	-14.75283
البرازيل	0.668892	-1.450885	-2.510711	-19.40631	-19.48363	-19.50150
المكسيك	1.662357	-2.089661	-3.182108	-15.71340	-15.80386	-15.84116
		القي	م المجدولة			
%1	-2.572642	-3.451847	-3.988737	-2.572667	-3.451920	-3.988840
5%	-1.941877	-2.870899	-3.424775	-1.941881	-2.870931	-3.424825
10%	-1.615997	-2.571828	-3.135465	-1.615995	-2.571845	-3.135494

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

من خلال الجدول يتضح لنا أن جميع سلاسل عوائد المؤشرات لا تستقر عند المستوى في النماذج الثلاث، وذلك لأن جميع القيم المحسوبة أقل بالقيمة المطلقة من القيم الجدولية عند مستويات المعنوية 10%,5%,0%، وهذا ما أدى بنا لقبول فرضية العدم H_0 ، والتي تفترض وجود جذر الوحدة، أما عند انتقالنا إلى الفروقات من الدرجة الأولى وجدنا أن هذه السلاسل متكاملة من نفس الدرجة (الدرجة الأولى) وهذا لأن جميع القيم المحسوبة أكبر بالقيمة المطلقة من القيم الجدولية عند مست ويات المعنوية المذكورة سابقا، ومنه نرفض فرض العدم أي نرفض وجود جذر الوحدة.

2.III. تحديد درجة تأخير شعاع الانحدار الذاتي:

بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمختلف مؤشرات الأسواق، اتضح أن هذه السلاسل مستقرة عند نفس الدرجة (الدرجة الأولى)، وهذا ما يشير إلى احتمال وجود علاقة تكامل مشترك، نحاول إثبات ذلك باستخدام اختبار Johansen ، ويعتمد هذا الاختبار على تحديد درجة التأخير وذلك بالاعتماد على نموذج (VAR(P)، حيث نختار معامل التأخير الذي يحقق أقل قيمة لمعياري AIC أوSC، قمنا بالعملية المذكورة بين السلاسل الزمنية فكانت النتائج كما يلى:

2.III. 1. الأسواق المتطورة:

VAR الجدول رقم (6-3) نتائج فترات الإبطاء لنموذج

Р	1	2	3	4					
الأسواق الأوروبية والأمريكية									
AIC	-14.274 [*]	-14.270	-14.262	-14.215					
SC	-14.027 [*]	-13.824	-13.618	-13.373					
	الأسواق الآسيوية والأمريكية								
AIC	-13.306 [*]	-11.867	-13.224	-13.172					
SC	-11.643 [*]	-11.421	-12.580	-12.331					
		أوروبية والأسواق الآسيوية	الأسواق ال						
AIC	-11.891 [*]	-11.867	-11.871	-11.817					
SC	-11.643 [*]	-11.421	-11.227	-10.975					
	مجمل الأسواق المتطورة								
AIC	-20.381*	-20.331	-20.285	-20.195					
SC	-19.862 [*]	-19.365	-18.874	-18.338					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

2.2.III. الأسواق الناشئة:

VAR الجدول رقم (7-3) نتائج فترات الإبطاء لنموذج

P	1	2	3	4				
مجمل الأسواق الناشئة								
AIC	-7,571	-7,617*	-7,585	-7,583				
SC	-7,324*	-7,173	-6,941	-6,740				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

يتضح من خلال الجداول السابقة قيم معامل التأخير لنموذج VAR والمشار لها به (*) في كل سطر، وبالنسبة للنماذج التي تباينت فيها النتائج بين المعيارين AIC و SC فقد اعتمدنا في اختيارنا على معيار SC.

3.III اختيل التكامل المشترك لجوهانسن:

نحاول في ما يلى دراسة التكامل المشترك بين عوائد البورصات وذلك بالاعتماد على اختبار الأثر لجوهانسن.

بغية الكشف عن علاقات التكامل في المدى الطويل اعتمدنا على اختبار جوهانسن استناد على معاملات التأخير المحققة في الجزء السابق توصلل إلى النتائج الملخصة في الجدول التالي:

لجوهانسن	المشترك	التكامل	اختبار	نتائج	:(8-3)	الجدول رقم
----------	---------	---------	--------	-------	--------	------------

Hypotheses	Trace Statistic	CV 5%	Prob
	<u>ل</u> ورة	إجمالي الأسواق المته	
None*	373.8608	95.75366	0.0001
At most 1*	186.8663	69.81889	0.0000
At most 2	46.74106	47.85613	0.0634
At most 3	17.22003	29.79707	0.6238
At most 4	6.730079	15.49471	0.6092
At most 5	0.988283	3.841466	0.3202
	شئة	اجمالي الأسواق النا	
None	44.07940	47.85613	0.1083
At most 1	18.05438	29.79707	0.5620
At most 2	6.868061	15.49471	0.5930
At most 3	1.480507	3.841466	0.2237

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

من خلال الجدول أعلاه والذي يوضح عدد علاقات التكامل بين الأسواق المتطورة وبين الأسواق الناشئة انطلاقا من اختبار الأثر، يتضح لنا أن الأسواق المتطورة تحقق علاقتي تكامل بين إجمالي ستة أسواق متطورة، وذلك كون أن القيم المحققة لإحصائية الأثر تفوق القيم المجدولة في السطر الأول والثاني، ويمكننا تأكيد هذه العلاقة من خلال الاحتمال المقابل لهذه القيم والذي يقل عن 5%، تشير هذه النتائج إلى وجود علاقة توازنية على المدى الطويل بين هذه الأسواق.

في حين نجد أن الأسواق الناشئة لا تتحقق فيها أي علاقة تكامل وذلك لعدم تحقق أي شرط من الشروط السابقة بمعنى أن هذه الأسواق لا تحقق أي علاقة توازنية على المدى الطويل.

بعد أن كشفنا عن انفصال الأسواق الناشئة لغياب علاقات التكامل بينها، عكس الأسواق المتطورة التي تحققت فيها العلاقة التوازنية على المدى الطويل نحاول فيما يلي تفكيك هذه العلاقة بين ذات الأسواق حسب انتمائها الجغرافي كما يلي:

-الأسواق الأوربية والأسواق الأمريكية؛

-الأسواق الأوروبية والأسواق الآسيوية؛

-الأسواق الأمريكية والأسواق الآسيوية.

انطلاقا من هذا التقسيم وبالاعتماد على معاملات التباطؤ المحددة حسب اختبار VAR سابقا نلخص نتائج التكامل في الجدول التالي:

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الجدول رقم (9-3) نقائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن بين المجموعات الفرعية في الأسواق المتطورة

Hypotheses	Trace Statistic	CV 5%	Prob
	اق الأمريكية	الأسواق الأوربية والأسو	
None*	198.7992	47.85613	0.0000
At most 1	19.49051	29.79707	0.4581
At most 2	8.732079	15.49471	0.3908
At most 3	0.802089	3.841466	0.3705
	واق الأسيوية	الأسواق الأوروبية والأس	
None*	239.6538	47.85613	0.0001
At most 1	25.46138	29.79707	0.1456
At most 2	9.472994	15.49471	0.3234
At most 3	3.400269	3.841466	0.0652
	راق الآسيوية	الأسواق الأمريكية والأسو	•
None*	204.3211	47.85613	0.0000
At most 1	26.90854	29.79707	0.1039
At most 2	9.902297	15.49471	0.2883
At most 3	2.770700	3.841466	0.0960

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

بعد قيامنا بتفكيك علاقة التكامل للأسواق المتطورة بتنسيقات جغرافية وجدنا أن هذه الأسواق تتكامل فيما بينها دل ذلك على وجود علاقات توازن طويلة المدى بين مختلف هذه الأسواق.

بعد أن أثبتت نتائج اختبار جوهانسن انفصال الأسواق الناشئة بمعنى غياب العلاقات التوازنية طويلة الأجل، عكس الأسواق المتطورة التي تتحقق فيها علاقات تكامل حتى بعد تفكيك المجموعات حسب الانتماء الجغرافي، غير أن هذه النتيجة غير كافية للحكم على اندماج هذه الأسواق، إذن لا بد علينا من دراسة هذه العلاقة على المدى القصير باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM.

4.III. دراسة التكامل على المدى القصير باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM:

بعد أن بينت نتائج اختبار التكامل المشترك انفصال سوقي كندا والولايات المتحدة الأمريكية، ووجود علاقات تكامل بين الأسواق الأخرى نحاول في هذا الجزء دراسة علاقات التكامل على المدى القصير لكل من الأسواق الآسيوية والأسواق الأوروبية ثم إجمالي أسواق عينة الدراسة، وحسب هذا الاختبار فان علاقة التكامل تتحقق بوغر الشرطين التاليين:

- إذا كان حد تصحيح الخطأ سالب وأصغر من لواحد؟
- إذا كانت قيمة إحصائية t-student أكبر بالقيمة المطلقة من 1,96 عند درجة معنوية 5%؛

تلخصت نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

VECM الجدول رقم (3-10): نتائج نموذج تصحیح الخطأ

إجمالي أسواق المتطورة								
	D(Canada)	D(France)	D(Italy)	D(Japan)	D(Hong Kong)	D(USA)		
CointEq1	-0.005835	0.126765	-0.083346	0.054784	-0.057183	0.015856		
t-student	-0.28046	5.65898	-2.92924	2.32865	-2.08709	0.98289		
	I	L	ية والأسواق الأمريكية	الأسواق الأوروب	L			
	D(USA)	D(Canada)	D(France)	D(Italy)	1	1		
CointEq1	0.000175	0.000730	-0.004781	0.001153	1	1		
t-student	0.42213	1.32829	-8.22135	1.64065	1	1		
	•		ية والأسواق الآسيوية	الأسواق الأوروب		1		
	D(France)	D(Japan)	D(Hong Kong)	D(Italy)	1	1		
CointEq1	-0.040729	-0.072977	0.090325	-0.023395	1	1		
t-student	-1.40771	-2.52179	2.57140	-0.66891	1	1		
			ية والأسواق الآسيوية	الأسواق الأمريك				
	D(Canada)	D(Hong Kong)	D(Japan)	D(USA)	1	1		
CointEq1	-0.008031	0.006874	-0.019306	-0.006725	1	1		
t-student	-1.46268	0.96676	-3.31237	-1.61404	1	1		

المصدر: المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

من خلال هذا الجدول وحسب الشروط المذكورة أعلاه فإننا يمكن إثبات علاقات التكامل المحققة في اختبار جوهانسن كما يلي:

- تحقق قيمتين سالبتين وأصغر من الواحد لمعامل تصحيح الخطأ في كل من المعادلة الخاصة بالسوق الايطالي والمعادلة الخاصة بسوق هونغ كونغ كما أن القيم المحققة ذات دلالة معنوية أكبر بالقيمة المطلقة من 1,96 وهذا ما يثبت تكامل الأسواق المتطورة على المدى القصير؛
 - تحقق الشرط السابق في كل نموذج بعد قيامنا بتقسيم الأسواق المتطورة في مجموعات فرعية ومن هنا نؤكد تكامل هذه الأسواق على المدى القصير.

بعد أن تأكدنا من تكامل الأسواق الم تطورة على المدى القصير إضافة إلى النتائج المحققة من اختبار جوهانسن يمكننا القول أن هذه الأسواق متكاملة، عكس الأسواق الناشئة والتي تتسم بالانفصال فيما بينها.

5.III دراسة تكامل الأسواق المتطورة والناشئة:

بنفس الخطوات السابقة نحاول دراسة التكامل بين جميع أس واق العينة وذلك بغية الكشف عن إمكانية تكامل الأسواق المتطورة والناشئة:

1 -تحديد معامل التباطؤ المناسب للأسواق المتطورة والناشئة:

VAR الجدول رقم (11 -3): نتائج فترات الإبطاء لنموذج

P	1	2	3	4
AIC	-29.59767*	-29.57048	-29.52083	-29.36949
SC	-28.15278*	-26.98594	-25.71507	-24.27040

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

2 اختبار التكامل المشترك للأسواق المتطورة والناشئة:

الجدول رقم (3- 12) نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن بين الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة.

Hypotheses	Trace Statistic	CV 5%	Prob ^{**}	
None *	310.6091	239.2354	0.0000	
At most 1 *	229.6830	197.3709	0.0004	
At most 2 *	161.3706	159.5297	0.0395	
At most 3	111.7169	125.6154	0.2559	
At most 4	73.23791	95.75366	0.6085	
At most 5	45.64991	69.81889	0.8095	
At most 6	26.36933	47.85613	0.8770	
At most 7	13.89453	29.79707	0.8465	
At most 8	4.778228	15.49471	0.8319	
At most 9	0.205738	3.841466	0.6501	

denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

المصدر: المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

يتضح من خلال الجدول أعلاه تحقق ثلاث علاقات تكامل بين الأسواق المتطورة والناشئة وهذا ما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين هذه الأسواق وحتى نثبت تكامل أو انفصال هذه الأسواق ننتقل إلى قياس هذه العلاقة على المدى القصير عن طريق نموذج تصحيح الخطأ.

3 دراسة تكامل الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة على المدى القصير باستخدام نموذج الحجاد (13−3): نتائج نموذج تصحيح الخطأ VECM

		D	D	D(HONG	D(INDO	D	D	D(MAL	D	
	D(BRAZIL)	(CANADA)	(FRANCE)	_KONG)	NESIA)	(ITALY)	(JAPAN)	AYSIA)	(MEXICO)	D(USA)
CointEq1	-0.102143	-0.006831	-0.008632	0.047902	0.030705	-0.023598	-0.044540	-0.031824	-0.058670	-0.010544
t-student	-2.74485	-0.44664	-0.53305	2.41353	0.95917	-1.18618	-2.82033	-1.49598	-2.53824	-0.91210

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

من خلال الجدول يمكننا القول أن نتائج حد تصحيح الخطأ تثبت النتيجة المحققة في اختبار جوهانسن والذي بين وجود ثلاث علاقات تكامل بين الأسواق المتطورة والناشئة وذلك من خلال الشروط المذكورة سابقا في كل من مع ادلة البرازيل واليابان والمكسيك أين تحقق حد تصحيح الخطأ سالب وأصغر من الواحد كما بينت إحصائية أن هذه النتائج ذات دلالة إحصائية كونما أكبر من 1,96.

من خلا نتائج المحققة في كل من اختبار جوهانسن ونموذج تصحيح الخطأ يمكننا تأكيد نتيجة تكامل الأسواق المتطورة وللناشئة.

^{*}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

6.III. مناقشة النتائج المتعلقة باختبارات تكامل أسواق الأوراق المالية:

- حسب ما توصلنا إليه من نتائج في هذا الجزء نحاول مقارنة هذه النتائج بما توصلت إليه الدراسات السابقة حول هذا الموضوع
- تحقق علاقة تكامل بين الأسواق المتطورة وذلك توافقا ونتائج دراس ة (2006) Saoussen Kouki والتي اعتمدت على اختبار التكامل المشترك، وكذلك دراسة التي اعتمدت على اختبار التكامل المشترك، وكذلك دراسة التي توصلنا إليها، إضافة إلى هذه الدراستين نجد دراسة على نماذج GARCH إلا أنما توصلت لنفس النتائج التي توصلنا إليها، إضافة إلى هذه الدراستين نجد دراسة MEDAFI والذي اعتمد في دراسته على نموذج MEDAFI لاختبار العلاقة بين مجموعة من الأسواق المتطورة والذي توصل إلى أنما تتكامل فيما بينها؛
- توصلنا إلى نتيجة انفصال الأسواق الناشئة توافقا والنتائج المتوصل إليها كل من دراسة (2011) Mohamed El Hadi Arouri و Mohamed El Hadi Arouri (2008) وذلك بالرغم من اختلاف العينات المعتمدة كذلك فترة الدراسة وكذلك الأدوات القياسية المستخدمة؛ كذلك دراسة (2006) Kais Fadhlaoui (2006) ونفصلة تماما فيما بينها.
- تحقق علاقة تكامل بين الأسواق المتطورة والناشئة: في سياق هذه النتيجة نجد أن دراسة GARCH فيما بينها بالرغم من أنه اعتمد على نماذج GARCH فيما بينها بالرغم من أنه اعتمد على نماذج الأسواق تتكامل فيما بينها بالرغم من أنه اعتمد على نماذج الله الله الله الله الله الله الدولي نموذج تسعير الأصول المالية الدولي نموذج تسعير الأصول المالية الدولي المتحدد والناسئة في حالة المتطورة والناشئة في حالة الفصال جزئي، نبرر هذه النتيجة كون هذه الدراستين اعتمدتا على عينة أسواق صغيرة جدا وغير متجانسة وهذا ما أدى بمم للوصول لنتيجة تختلف عن ما توصلت إليه الدراسات الأخرى؛

بعد أن بينا أن الأسواق المتطورة تتكامل فيما بينها خلال الفترة الإجمالية للدراسة كما أنها تتكامل مع الأسواق الناشئة، نذكر أن جميع الأسواق المالية خاصة المتطورة منها، تتميز بالتقلبات الشديدة والحساسية والاستحابة السريعة للمؤثرات الخارجية، ودليل ذلك عدوى الأزمات المالية التي سرعان ما تنتقل بين الأسواق وتفشيها فيما بينها، وبالرغم من أن قنوات انتقال الأزمات المالية معروفة إلا أن ذلك لا يمنع من تجاوزها، نحاول في ما يلي دراسة تأثير الأزمات المالية التي شهدتها فترة الدراسة على علاقات طويلة الأجل لتكامل هذه الأسواق.

IV. تكامل الأسواق المالية تحت تأثير عدوى الأزمات

1.IV. لمحة عن الأزمات المالية التي شهدتها فترة الدراسة:

عرفت الأسواق المالية عدة أزمات والتي زعزعت استقرار اقتصادياتها، أدت بما إلى تغيير السياسات والأنظمة المتبعة، ورغم اشتراك هذه الأزمات في التأثير السلبي إلا أنها تختلف من حيث الأسباب والخصائص من أزمة إلى أخرى، تخللت فترة الدراسة مجموعة من الأزمات المالية والتي ظهرت في أسواق منفردة، إلا أن تأثيرها كان له صدى عالمي كبير نذكرها كما يلي

1.1.IV. أزمة المكسيك 1994:

تعتبر الأزمة المكسيكية أول أزمة مالية حادة للنظام المالي العالمي الحديث، ناتجة عن نزيف هائل لرؤوس الأموال، وكان هذا التدفق مهدد بانهيار النظام المالي العالمي، فبعد أن شهد الاقتصاد المكسيكي معدلات نمو مرتفعة ناتجة عن تغير هيكلي في الاقتصادي، إتباع مخططا واسعا من الإصلاحات خلال الفترة (1985–1995) ترجم رغبة السلطات العمومية في إعادة البناء الاقتصادي، وقد بدأ المكسيك في تطبيق برامج الخوصصة، وتعزيز الأوضاع المالية، وتخفيف الضوابط التنظيمية، كما بذلت جهودا حدية في انفتاح التجارة، مما أدى إلى انخفاض الديون الخارجية بعد إعادة حدولتها، وهذا ما أدى إلى تحقيق نمو اقتصادي كبير، الذي أعطى انطباع على الاستقرار الاقتصادي المكسيكي مما أدى إلى تدفقات مالية أجنبية كبيرة باحثة عن فرص أكثر ربحية، ورغم هذه النتائج إلا أن سياسات انفتاح الغير سليمة أدت إلى عجز كبير في الحساب الخارجي الجاري، الذي كان سبب في تراجع قيمة العملة المكسيكية والتي قامت السلطات بحمايتها عن طريق رفع أسعار الفائدة وتدخلها في أسعار الصرف، هذا ما نتج عنه توجه بجموعة من المتغيرات نحو الأزمة. 1

ويمكن تلخيص بوادر هذه الأزمة في مجموعة من الأسباب نذكر منها:2

- ضعف النظم المالية نتيجة لعدم كفاية الإشراف والوائح التنظيمية؟
 - اختلال الموازين الخارجيق وارتفاع كبير في قيمة العملة المحلية؛
- ارتفاع معدلات التضخم بسبب التوسع النقدي الناتج عن التدفق الكبير في رؤوس الأموال الأجنبية؛
 - ظهور الديون المعدومة ناتج عن الإقراض المفرط لمختلف القطاعات خاصة قطاع العقارات؟
- الاعتماد على الدولار في تقويم الائتمان إضافة إلى إتباع نظام الصرف المرن جعلها أكثر عرضة للصدمات الخارجية؟
- التوقف المفاجئ لرؤوس الأموال الداخلة مقابل النزيف الكبير نحو الخارج مما أدى إلى قدح أزمة مالية عميقة هددت استقرار القطاعات الإنتاجية.

كل هذه الأسباب أدت إلى انحيار أسعار الأسهم مما أدى إلى فقدان الثقة في الطاقة الاستيعابية للاقتصاد المكسيكي ومن هنا بدأ المستثمرون في سحب أموالهم، فكانت الأزمة المالية في المكسيك، والتي جرت وراءها أزمات أخرى في عدد كبير من دول العالم.

2.1.IV. الأزمة الآسيوية 1997:

ظهرت الأزمة المالية الآسيوية بداية في تايلندا ثم امتد ت إلى إقليم جنوب شرق آسيا بأكمله، فخلال ستة أشهر تراجعت أسعار الأسهم في كل من كوريا الجنوبية ؛ اندونيسيا ؛ تايلندا والفلبين أدى هذا الانخفاض إلى تحول مفاجئ للمستثمرين نتيجة لفقدان الثقة في اقتصاديات هذه الدول بعد أن شهدت تدفقات سالبة لرؤوس الأموال قدرت به 109 مليار دولار خلال سنة واحدة، أدت ذلك إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي مما أدى إلى خفض في قيم العملات الأمر الذي أدى إلى إخفاق المصارف المدينة في سداد ديونها، حينها وجدت هذه الدول نفسها مجبرة على الاقتراض من صندوق النقد الدولي.

نادية العقون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 96-98. 1

² نفس المرجع السابق، ص: 98.

سجلت تايلندا زيادة كبيرة في حجم الديون غير المسددة في بنوكها التجارية وبدأت صعوبات مماثلة في كل من كوريا الجنوبية و إندونيسيا، وفي سنة 1997 تم تسجيل تراجع كبير في الودائع الموجودة في بنك بانكوك للتجارة مما أدى إلى تآكل احتياطي العملات الأجنبية إلى حدوث أز مة تسببت في انحيار نظام الصرف التايلندي، وبحذا تقدم بنك تايلندا بدعم مالي إلى المصارف المتعسرة، وكنتيجة لتزايد المخاوف حول وضع الاحتياطات اضطرت تايلندا إلى تعويم عملتها كرد فعل على تناقص الاحتياطي من العملات الأجنبية، إلا أن السياسات المتخذة فشلت في استعادة ثقة السوق، وهنا عرفت العملة المحلية تراجع كبير مقابل الدولار الأمريكي.

ويعود انفجار هذه الأزمة نتيجة عن هشاشة النظم المالية وسوء تسيير المؤسسات على المستوى المحلي والحكومي، مما جعل اقتصاديات هذه الدول شديدة التأثر بتدهور أوضاع الأسواق الخارجية، إضافة إلى هذه العوامل فإن العجز في الحساب الجاري كان سبب رئيسي آخر في تايلندا.

كما أن تعرض هذه البلدان إلى سلسلة من الهجمات المضاربة على مجموعة إقليمية أدى إلى هروب كثيف لرؤوس الأموال، وحدوث أزمات متزامنة وركود اقتصادي في منطقة بأكملها، ومع تدفق رؤوس الأمول نحو الخارج، بدأت العملات تفقد قيمتها مما أدى إلى حدوث ضغوطات تضخمية خاصة في إندونيسيا، وهذا ما انعكس سلبا على الطلب والإنتاج المحليين حينها عرفت الحسابات الجارية تراجعا كبير. 1

3.1.IV. أزمة روسيا 1998:

شهد الاقتصاد الروسي أواخر 1991 تطورات سياسية سريعة تم الانتقال بحا من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق، متخلية عن نظام الأوامر وتحولها إلى دولة رأسمالية، ورغم هذه التطورات إلا أن الاقتصاد الروسي عرف أزمة مالية حادة هزت مختلف القطاعات، وتعود هذه الأزمة إلى سنة 1998، عندما بدأت الدولة الروسية في شهر جوان تأخذ مكان آسيا كمركز للتوترات، حيث كانت المؤشرات تتنبأ بأزمة مالية حتمية، خاصة عندما أعلنت روسيا عن التوقف عن سداد ديونها قصيرة الأجل وإعادة هيكلتها إذ تم تخفيض عملتها إلى 300%. ورغم المساعدات التي قدمتها مختلف الهيئات الدولية إلا أنها باءت بالفشل، خاصة بعد نفاذ احتياطاتها من الصرف الأجنبي، كما قد حققت البنوك الروسية خسائر كبيرة وعم ارتفاع التزاماتها من الديون الخارجية، كل هذه النتائج قادت إلى أزمة مالية حادة بالإضافة إلى عدم الاستقرار السياسي الذي شهدته الدولة آنذاك وما صاحبه من انتشار غير مسبوق له من الفساد، كما أن عدم مراعاة التدرج في الانتقال من الاقتصاد الموجه نحو اقتصاد السوق أدى إلى تدمير الطاقات الإنتاجية التي كانت قائمة عنه ولعل أبرز مسببات الأزمة الروسية ما يلى: 3

- انهيار سعر صرف الروبل الذي سجل أكبر انخفاض له مما دعم إيقاف تداوله مقابل الدولار الأمريكي؛
- انحيار أسعار النفط على المستوى العالمي والذي يعتبر أحد أهم المصادر الأساسية للإيرادات الروسية مما أدى إلى تحقيق عجز في الميزان التجاري وميزان المدفوعات؛
 - عجز في الموازنة العامة ناتج عن الفشل في إصلاح النظام الضريبي، وبطء التقدم في الإصلاح الهيكلي؛

¹ أنور هاقان قوناش، أزمة شرق آسيا: عبر لبدان منظمة المؤتمر الاسلامي، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الأسلامية، العدد الأول، ، أنقرة، تركيا، 2001

نادية العقون، مرجع سيق ذكره، ص ص:108-111. 2

³ نفس المرجع السابق.

• عدوى الأزمة المالية التي انتقلت عندما توجهت المؤسسات الآسيوية نحو الاستثمار في سوق الأسهم الروسي، وشراء أدوات الدين الحكومي الروسي، نظرا لارتفاع عوائدها وثبات سعر صرفها ومنها أصبحت المؤسسات المالية تفتقر للسيولة.

4.1.IV. الأزمة البرازيلية 1999:

واجه البرازيل في سنوات الثمانينيات من القرن الماضي مشكل التضخم المتزايد، ورغم المحاولات المتواصلة الإصلاحات النقدية بغية الاستقرار إلا أنها لم تجدي نفعا. ففي سنة 1994 تبنى البرازيل عملة جديدة الريال مع وجود تكافؤ ثابت مقابل الدولار الأمريكي. وفي السنة الموالية تمكن البرازيل من الدفاع عن التكافؤ الجديد للعملة وكان ثمن ذلك إفلاس العديد من البنوك. كما أن سعر الصرف الحقيقي كان أعلى من قيمته مما ساهم في تخفيض قدرته التنافسية في الأسواق الدولية. أدت هذه السياسة إلى ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة معدل البطالة، كما سمحت تخفيض التضخم من 2500% في سنة 1994 إلى أقل من 10% في سنة 1997، أما النمو الاقتصادي لا يزال في مستويات متدنية ، وعلى الرغم من تخفيض التعريفات الجمركية والإصلاح الضربي، إلا أن العجز العمومي والمديونية الخارجية شهدا ارتفاع المستمرا، مما أثر على شكوك الأسواق المالية في قدرة البنك المركزي بالحفاظ على ثبات التقدير الاسمي للريال مقابل الدولار.

فضلا عن مشكلة هيكلية المالية العامة والاختلال المزمن في التجارة الخارجية التي كان يعاني مها البلد فقد كان للبرازيل احتياجات تمويلية ضخمة، أساسها تمويل ديونه الخارجية، حيث كان الإعلان عن تأجيل د فع الديون لإحدى الولايات من سبع وعشرين ولاية ذات العجز المرتفع دور كبير في انفجار الأزمة البرازيلية، ففي بداية 1999 وأمام خشية المستثمرين الدوليين من خطر العجز عن سداد الدين الخارجي، قبلت السلطات بتخفيض قيمة الريال به 8%، والذي أدى إلى هجرة رؤوس الأموال بمعدل مليار دولار يوميا، و بوصول علاوة المخاطرة 1770 نقطة، تم اعتماد سعر الصرف العائم، وبمذا تراجعت قيمة الريال خلال الفترة الممتدة ما بين جانفي إلى أكتوبر 1999، وتبع هذا التطور تحقيق نسبة نمو تقدر به 4.5% سنة 2000، ولكن عبء الديون بالعملات الأجنبية في براي مستمر أ.

5.1.IV. أزمة الأرجنتين 2001:

نتيجة لعوامل الركود العالمي ومؤشرات التضخم الداخلية اعتمدت الحكومة الأرجنتينية آنذاك برنامج إصلاح قياسي أعتبر من أكثر البرامج من حيث السرعة والشمول والذي كان في محاوره يهدف إلى التحول إلى اقتصاد السوق وتحرير التجارة والخوصصة الكاملة والتقليل من تدخل الدولة في الاقتصاد، صاحبت هذه التدابير خطة للإصلاح النقدي تستند على تثبيت سعر الصرف للعملة المحلية مع تشريع قانوني يربط بين الإصدار النقدي والاحتياطات النقدية لدى البنك المركزي من أجل مكافحة التضخم، وقد نجحت هذه السياسة في تحقيق نحضة اقتصادية استمرت إلى غاية 1994، تزامن ذلك مع التوسع في الإنفاق الحكومي لتطوير البني التحتية والطاقة بالاعتماد على مصادر الاستدانة من المصارف الأجنبية

غير أن نتائج الأزمة المكسيكية كان لها تأثير سلبي على الجانب السيكولوجي للمتعاملين الاقتصاديين الأرجنتينيين، لأن الأرجنتين كانت نتيجة كانت تعاني من عجز في الميزان التجاري منذ 1990، وبالتالي فإن القيود التي فرضت على التحويل الخارجي كانت نتيجة

¹ ودان بو عبد الله، آليات المؤسسات النقدية في التوقى ومواجهة الأزمات المالية الدولية دراسة حالة الأزمة المالية العالمية ، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم النسيير والعلوم التجارية، جامعة أبو بكر بلقايد-تلمسان- الجزائر،2014-2015، ص: 120

للتذبذب في الأسواق المحلية، ما زاد الأمر تعقيدا بخصوص الوفاء بالالتزامات الخارجية وتمويل العجز في الميزانية، الأمر الذي ز عزع ثقة المستثمرين والمودعين في سعر الصرف وكذلك إمكانية الوفاء بالالتزامات الخارجية.

إن أول من تأثر بالأزمة المالية كانت المؤسسات المالية الكبرى التي تتعامل بالأسهم والسندات في الأسواق المالية بعد أن تم إعلان أفلاسها نتيجة لسحب الودائع من خزائنها، ومن هنا بدأ المودعون بسحب مدخراتهم، مما أدى إلى إعلان أزمة مالية نتج عنها ارتفاع في أسعار الفائدة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج وانخفاض الاحتياطي الأجنبي وأخذ الدين العام ينمو بوتيرة تصاعدية .¹ ويمكن إيجاز أهم معالم الأزمة المالية في الأرجنتين سنة 1998 إلى ما يلي:²

- العجز الضخم في ميزانية الدولة وتغطيته بإجبار المصارف على شراء سندات حكومية على نطاق واسع؟
 - تدهور البنية المالية للمصارف نتيجة الركود الاقتصادي سنة 1998؛
 - عجز المقترضين على سداد التزاماتهم؟
 - تراكم القروض صعبة التحصيل والمعدومة؟
 - سحوبات جماعية للمستثمرين الأجانب لودائعهم من المصارف المحلية؛
 - تهاوي قيمة أصول المصارف والتي تشمل القروض والسندات الحكومية؟
 - ارتفاع أسعار الفائدة عقب الأزمة المكسيكية.

6.1.IV. الأزمة المالية العالمية 2007:

6.1.IV. 1. بوادر أزمة 2008:

لم تأتي أزمة 2008 من العدم بل كانت ناتج عن بوادر تمثلت فيما الآتي:

بدأت هذه الأزمة على شكل أزمة رهونات عقارية سنة 2001 في الولايات لمتحدة الأمريكية بسبب غلاء أسعار القارات و الصرامة في منح القروض العقارية، مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى حل استعجالي للأزمة دون دراسة النتائج طويلة الأجل، وعليها تم تسهيل عمليات الإقراض حيث عرفت القروض تدفقات كبيرة دون النظر إلى قدرة المقترض على الوفاء بالالتزام وفي الآجال المحددة، ومن جهة أخرى فقد تزايد عدد البنوك المقرضة والتي وجدت نفسها عاجزة عن مواصلة منح القروض حينما عجز المقترضون عن تسديد الأقساط، فاضطرت هذه البنوك إلى بيع القروض إلى شركات داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها، فقامت هذه الشركات بتحويل هذه القروض إلى خطابات ضمان لشركات أخرى، كما خصص لهذه القروض صناديق متعددة ممكنة التداول كما هو في البورصة، ومع بداية سنة 2008 انفجرت الأزمة حين عجز الملايين من المقرضين عن السداد مما أدى إلى إفلاس مؤسسات مالية كبرى. 3

² إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية الأسباب والأثار والمعالجات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة سانت كايمنتس العالمية،

¹ عبد الغاني بن علي، أ**زمة الرهن العقاري وأثرها في الأزمة المالية العالمية**، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة دالي براهيم، 2010،2009، ص ص: 47-49.

³ زهية كواش، فتيحة بن حاج جيلالي مغراوة، الأزمات المالية وعلاقتها بسعر الفائدة، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولى الثانى حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، 2009، ص ص:

6.1.IV. 2 مظاهر الأزمة المالية 2007:

 1 وتمثلت هذه المظاهر في الأشكال التالية:

- تدهور مؤشرات الأسواق المالية وكذلك أسعار الأسهم.
- بلغ العجز الأمريكي 164 مليار دولار خلال شهرين من سنة 2008.
 - إعلان إفلاس العديد من الشركات الكبرى.
- تفشى الركود الاقتصادي في العديد من الدول مثل: الاقتصاد الأمريكي، والاقتصاد الألماني، والاقتصاد الانجليزي.
 - انتقال الأزمة المالية بين الدول وبين القطاعات في الدولة الواحدة وبشكل تلقائي.
 - تراجع أسعار النفط إلى مستويات قياسية بعد ارفاعها.
 - ارتفاع معدلات البطالة في الكثير من الدول حيث بلغ عددهم 210 مليون عاطلا سنة 2009.
 - تسجيل خسائر كبيرة في مختلف القطاعات حيث تجاوزت هذه الخسائر ثلاث تريليون دولار في الجهاز المصرفي

6.1.IV. 2 مراحل الأزمة المالية 2007:

عرفت الأزمة المالية لسنة 2007 تطورات مختلفة مست جوانب عديدة ولعل أهم هذه المحطات ما يلي: 2

- فبراير 2007: عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسدين)، سبب هذا التراكم في الولايات المتحدة أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
 - أغسطس 2007: تدهور البورصات أمام مخاطر اتساع الأزمة، وتدخل المصارف المركزية لدعم سوق السيولة.
 - أكتوب-ديسمبر 2007: إعلان عدة مصارف كبرى عن تدهور أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- يناير 2008: تخفيض الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) لمجدلات الفائدة الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى
 3.50%، كإجراء استثنائي ثم التخفيض التدريجي إلى 2% بين شهري كانون الثاني ونحاية نيسان.
 - 17فبراير 2008: تأميم بنك نورذرن روك من قبل الحكومة البريطانية.
 - مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق القروض.
- مارس 2008: اعلان بنك "جي بي مورغان تشيز" شراء بنك الأعمال الأمريكي "بير ستيرنز" بسعر متدن طلساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- 7 سبتمبر 2008: وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال قروض الرهن العقاري "فريدي ماك" و"فاني ماي " تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجانها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- 15سبتمبر 2008: إعلان إفلاس بنك الأعمال "ليمان براذرز" بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية "بنك أوف أميركا" شراء بنك " ميريل لينش" في بورصة وول ستريت هو بنك.

1 مفتاح صالح، الأزمة المالية العالمية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن، جامعة بسكرة، 2010، ص ص: 7- 8.

² الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، العكاساتها وحلولها ورقة بحثية تدخل في ايطار المؤتمر الدولي بعنوان الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، طرابلس- لبنان 2009.

- اتفاق عشر مصارف دولية على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها، في حين موافقة المصارف المركزية على فتح مجالات للقروض.
- 16 سبتمبر 2008: قيام الاحتياطي الاتحادي والحكومة الأمريكية بتأميم أكبر مجموعة تأمين في العالم "أي آي جي" المهددة بالإفلاس بمنحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79% من رأسمالها.
- 17 سبتمبر 2008: استمرارية تدهور البورصات العالمية و تراجع القروض في النظام المالي. وسعي المصارف المركزية إلى العمليات الرامية القديم السيولة للمؤسسات المالية.
 - 18 سبتمبر 2008: استحواذ البنك البريطاني "لويد تي أس بي" على منافسه "أتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس.
 - إعلان السلطات الأمريكية عن خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
 - تضاعف قلق الأسواق المالية أمام المماطلة حيال الخطة الأمريكية للإنقاذ المالي.
- 20سبتمبر 2008: انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية "فورتيس" في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها ، وفي الولايات المتحدة تم استحواذ بنك" جي بي مورغان " على منافسه "واشنطن ميوتشوال" بمساعدة السلطات الفدرالية.
- 28سبتمبر 2008: خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس، وفي أوروبا يجري تعويم "فورتيس" من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا تم تأميم بنك "برادفورد وبينغلي".
- 29سبتمبر 2008: رفض مجلس النواب الأمريكي لخطة الإنقاذ، وانحيار بورصة وول ستريت بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفائدة بين المصارف في الارتفاع مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.
 - أعلن بنك "سيتي غروب" الأميركي استحواذه على منافسه بنك "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفدرالية.
 - 1 نوفمبر 2008: إقرار مجلس الشيوخ الأميركي عن خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

7.1.IV.أزمة اليونان:

عرفت منطقة الأورو منذ نحاية 2009 أزمة مالية حادة عرفت بأزمة الديون السيادية وسميت بذلك لارتباطها بعجز معظم الأورور على تسديد ديونحا تجاه دائنيها، وكانت بوادر هذه الأزمة امتداد للأزمة المالية العالمية التي لحقت بالاقتصاد العالمي لسنة 2007، وقد بدأت الأزمة في منطقة الأورو عندما عجزت اليونان على تسديد التزاماتحا تجاه د ائنيها وازدادت حدتحا سنة 2010 ومع بداية 2011 انتقلت إلى كل من البرتغال وإيرلندا وإيطاليا وإسبانيا. 1

بدأت جذور الأزمة الاقتصادية في اليونان منذ أن دخلت منطقة الأورو، حين تواطأت الحكومة اليونانية في إخفاء وضعها المالي عن قادة الاتحاد الأوروبي، إذ تم تخفيض عجز الموازنة عن النسبة القصوى المسموحة للانضمام إلى الاتحاد الأوروبي من %3,8 إلى 8%، وفي سنة 2010 تم اكتشاف بأن الحكومة اليونانية قد دفعت إلى البنوك مئات ملايين الدولارات كرسوم مقابل إخفاء الدين الحقيقي وذلك باستخدام أدوات مالية مشتقة معقدة، وقد ازداد القلق نتيجة للنمو المتزايد للنمو الحكومي راجع لآثار الأزمة

¹ أوكيل نسيمة، بوكساني رشيد، مصبيح أحمد، الأزمة المالية في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الانتماني فيها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 61، 2013.

العالمية 2007، مما أدى بالاستنجاد بصندوق النقد الدولي من أجل خطة إنقاذ، في حين قامت ستاندر آند بورز بالتخفيض الائتماني لليونان ليصبح تصنيفها ^+BB مما أدى إلى تراجع عوائد السندات وبالنتيجة تراجعت عوائد الأ سواق المالية، و في 2011 أصبح الدين الحكومي مسألة في منتهى الخطورة بالنسبة للحكومة اليونانية في حين قامت مؤسسة ستاندر آند بورز خفض التصنيف الائتماني إلى ^+CCC ، مع العلم بأن هذا التصنيف هو من أقل التصنيفات للدول في العالم، وأن اليونان دولة متعثرة لا تستطيع تسديد ديونما أ، ويمكن حصر الأسباب الرئيسية لانفجار أزمة الديون السيادية باليونان في النقاط التالية $^+$

1 العجز الهيكلى في الميزانيات العمومية:

تعود جذور العجز في الميزانيات العمومية لدول منظمة الأورو إلى العشريات الأخيرة من القرن الماضي حيث بلغت نسبة العجز المتوسط للفترة ما بين 1973 إلى 1994 حوالي 3% من إجمالي الناتج المحلي وهذا مخل بشرط اتفاق العملة الموحدة وابتداء من 1995-2007 تحسنت وضعية الميزانيات العمومية بسبب الظروف الاقتصادية العالمية الملائمة ما أدى إلى المخفاض العجز إلى %2,6 من إجمالي الناتج المحلي ولكنها ما لبثت إلى أن قفزت إلى %5,2 من إجمالي الناتج المحلي ولكنها ما لبثت إلى أن قفزت إلى %5,2 من إجمالي الناتج المحلي في الفترة التي عقبت الأزمة.

2 ديون عمومية مفرطة وارتفاع معدلات الفائدة:

حسب ما هو منصوص عليه في اتفاقية ماسترحيت (Masterchit) فإن نسبة المديونية لا تتجاوز نسبة المديونية إلى الناتج الإجمالي المحلي نسبة %60 لكل دولة في منطقة الأورو غير أن معظم الدول الموقعة الاتفاقية لم تحترم هذه النسبة وتعتبر ألمانيا الدولة الأكثر مديونية في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، وقد ازداد عجز اليون ان عن تسديد الالتزامات المتعلقة بهذه المديونية حدمات الديون إلى انفجار أزمة الديون السيادية في منطقة الأورو إذ بلغت نسبة ديون اليونان إلى الناتج المحلي الخام 144,9% وهي أعلى نسبة في منطقة والثانية عالميا بعد اليابان.

وقد زاد من حدة المديونية في منطقة الأورو بعد إقدام البنك المركزي الأوروبي على إقراض البنوك الأوروبية خلال الفترة 2007-2009 بمعدلات فائدة منخفضة جدا لتفادي إفلاسها وتوفير السيولة والتي قامت بإقراض جزء من هذه القروض بأسعار فائدة مرتفعة إلى الدول الأوروبية التي تعاني عسرا ماليا ما زاد من أعباء المديونية.

3 الانعكاسات السلبية للأزمة المالية والاقتصادية العالمية المتبوعة بانكماش اقتصادي:

تعد الأزمة المالية لسنة 2007 أزمة عالمية مست عدة أسواق مالية لدول مختلفة، وتعتبر النتيجة الرئيسية التي صاحبت هذه الأزمة هو تقييد منح القروض للأفراد والمؤسسات من طرف البنوك وبدأت تنتشر الأزمة في الأسواق المالية وتحملت المؤسسات المالية خسائر كبيرة في رأسمالها فضلا عن تدهور حاد في أسعار أصولها، ما أدى إلى بروز أزمة ثقة في الوسط المالي أدت إلى اختفاء السيولة النقدية في الأسواق المالية ومنها انتقلت إلى أزمة اقتصادية جد أن انتقلت إلى الاقتصاد الحقيقي. كما قد ترتب عن الأزمة الاقتصادية العالمية أعباء في ميزانية غير مسبوقة تمثلت بانخفاض الإيرادات الجبائية وارتفاع الأعباء الاجتماعية كما كان للأزمة دور كبير في تحقيق وتفاقم العجز في الميزانيات.

78

¹ بلكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان: الأسباب والحلول، مجلة الباحث، العدد 13، جامعة ورقلة- الجزائر، 2013، ص: 60. ² أوكيل نسيمة، بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره.

حلول الأزمة اليونانية:

في 23 جوان 2010 تقدمت الحكومة اليونانية طلبا رسميا إلى دول منطقة الأورو وصندوق النقد الدولي لتفعيل خطة الإنقاذ المالي المتفق عليها مع المفوضية الأوروبية، وتتضمن هذه الخطة قروض بقيمة 45 مليار أورو لتغطية النفقات الحكومية، ومن أجل تسديد مستحقات السندات بقيمة 16 مليار أورو. وبعد موافقة دول الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على منح اليونان قروض مالية مقدرة به 110 مليار أورو على فترة ثلاث سنوات بفائدة قدرها %5,2، تم تخفيض معدل الفائدة وتمديد فترة السداد إلى سبع سنوات ونصف تحت شرط إلزامية تطبيق إجراءات تقشفية تحد ف إلى خفض الإنفاق وبالتالي ينخفض العجز الموازيي.

أقرت دول منطقة الأورو في 21 فبراير 2012 الحزمة الثانية لإنقاذ اليونان، وتحدف خطة الإنقاذ إلى إعادة هيكلة ديون اليونان التي تقارب 350 مليار أورو، وكان من المتوقع أن تقلص إجراءات الحزمة الثانية ديون اليونان من 160% من ناتجها المحلي الإجمالي إلى 120.5% في 2020، وهي النسبة الأقصى للدين التي يمكن أن تتحملها البلاد على المدى البعيد . اتخذت الحكومة اليونانية حزمة إجراءات تقشفية من أجل تقليص عجز الميزانية، مستهدفة بذلك خفض إجمالي النفقات العامة على الأجور والرواتب من 11% إلى 5.5%. كما وافق البرلمان اليوناني على مشروع قانوني يهدف إلى توفير 4.8 مليار أورو على إثر مخاوف من إفلاس الحكومة اليونانية وتخلفها عن السداد، تضمن القانون رفع الضرائب على القيمة المضافة وعلى السيارات المستوردة وعلى المحروقات وخفض رواتب القطاع العام وتقليص المكافآت الممنوحة للموظفين الحكوميين.

2.IV. دراسة تأثير الأزمات المالية على علاقات القكامل المالي.

من أجل دراسة تأثير الأزمات المالية على علاقات التكامل المالي فإننا نقسم فترة الدراسة حسب الأزمات المسجلة خلال الفترة المختارة من 1989 إلى غاية 2014، فقد اخترنا فترتي اضطراب:

- الفترة الممتدة من سنة 1997 إلى غاية 1999 حيث أن هذه الفترة ضمت كل من الأزمة الروسية، الأزمة الآسيوية والأزمة البرازيلية، لأن أغلب الأزمات المذكورة في الجزء السابق اشتدت خلال فترات قصيرة سنة واحدة على الأقل وحتى يتسنى لنا دراستها قمنا بجمع الأزمات المتقاربة في فترة واحدة كي يتم تجميع عدد مناسب من المشاهدات.
 - فترة الأزمة المالية العالمية 2007: كما أشرنا فيما سبق أن هذه الأزمة بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية وامتد آثارها إلى جميع دول العالم، كما أن هذه الأزمة دامت لمدة أطول مقارنة المأزمات الأخرى.

نقوم في هذا الجزء بتقسيج فترة الدراسة إلى فترات جزئية بين فترات الاستقرار التي تسبق الأزمات المالية وفترات الاضطراب التي تتخللها الأزمات المدروسة كما يلى:

- 1 ⊣لمرحلة الأولى: الفترة قبل الأزمات المالية 1997–1999 وتمتد هذه الفترة من أكتوبر 1989 إلى غاية جوان 1997.
- 2 المرحلة الثانية: فترة اشتداد أزمات المالية (الأزمة الآسيوية، الأزمة الروسية وأزمة البرازيل) امتدت هذه الفترة من جويلية
 1997 إلى غاية ديسمبر 1999.
- 3 ⊢لمرحلة الثالثة: فترة ما بعد الأزمات المالية وقبل الأزمة المالية العالمية 2007: عرفت هذه الفترة استقرارا بعد جملة من الأزمات وامتدت هذه الفترة من جانفي 2000 إلى غاية جوان 2007.

الفصل الثالث

- 4 المرحلة الرابعة: فترة الأزمة المالية العالمية 2007 مست هذه الأزمة عدت أسواق كما أنها عرفت مدى زمني أطول تم
 5 المرحلة الرابعة: فترة الأزمة المالية العالمية 2007 إلى غاية افريل 2009.
- 5 المرحلة الخامسة: فترة ما بعد الأزمة المالية العالمية وامتدت هذه الفترة من ماي 2009 إلى غاية ديسمبر 2014 كحد أقصى لفترة الدراسة.

2.IV. 1. تحليل عوائد الأسواق خلال الفترات الجزئية:

تعرف عوائد الأسواق المالية تذبذب دائم في قيمتها ومع ذلك فإن أي تأثير عليها بفعل الأزمات بات واضحا في فترات الاضطراب مقارنة بفترات الاستقرار ونذكر بأبرز الأزمات التي شهدتما الفترة فيما يلي:

- أزمة المكسيك 1994؛
- الأزمة الآسيوية 1997؛
- الأزمة الروسية 1998؛
 - أزمة البرازيل 1999؛
- أزمة الأرجنتين 2001؛
- الأزمة العالمية 2007؛
- أزمة اليونان 2010.

من خلال التقسيم المذكور أعلاه فإن هذه الأزمات كان لها تأثير متفاوت على عوائد الأسواق المالية من أزمة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى كما يلي:

√ الأسواق الأمريكية:

اتسمت عوائد السوق الكندي بالاستقرار خاصة في بداية فترة الدراسة حيث تراوحت العوائد %21 و %27.2 وقد بات واضحا تأثير كل من الأزمة الروسية والتي أدت انخفاض العوائد إلى أن بلغت \$21.9 كما تأثرت العوائد بأحداث سبتمبر 2001، وكان لأزمة 2008 تأثير أكبر من الأزمات التي سبقتها على هذه العوائد أي وصلت أدناها في أكتوبر 2008. أما بالنسبة للسوق الأمريكي فقد اتسمت العوائد بالتقلب الشديد طوال فترة الدراسة تراوحت بين %11 و %10 وقد تأثرت عوائد هذا السوق مجموعة من الأزمات أبرزها الأزمة الروسية \$180 أين سجلت أدنى انخفاض لها للعوائد إضافة إلى أحداث سبتمبر 2001 وأزمة الأرجنتين، وما لبثت أن استقرت العوائد إلا أن عرفت انخفاض لم يسبق في فترة الدراسة وذلك لتأثير الأزمة المللة 2008.

وقد كان للأسواق الناشئة الأمريكية تحركات مختلفة تبعا للأزمات التي عرفتها فنجد أن السوق المكسيكي عرف تذبذبا كبير بداية الفترة حيث تراوحت العوائد بين %26,7 و %34,3 أثر على هذا السوق مجموعة من الأزما ت أبرزها أزمة المكسيك أين سجلت العوائد أدنى قيمة لها، وليس هذا فحسب بل تأثرت العوائد كذلك بأزمة روسيا 1989 كما كان للأزمة العالمية 81,3% نصيب في انخفاض عوائد هذه السوق. وقد تميزت عوائد السوق البرازيلي باتساع مجال تذبذبها والذي هو محصور بين %81,3 و %6,9 حيث عرفت العوائد في السنوات القليلة الأولى من الدراسة تذبذب كبير ما لبثت أن استقرت إلا أن تأثرت هذه العوائد بالأزمة البرازيلية حيث بلغت أدناها ثم كل من أزمة الأرجنتين 2001 والأزمة العالمية.

√ الأسواق الأوروبية:

عرف السوق الفرنسي تقلبات متتالية طوال فترة الدراسة تراوحت بين %15,3% و %22,4% أثرت على هذه السوق بحموعة من الأزمات أدت إلى تراجع عوائده ومن بين هذه الأزمات : أزمة روسيا 1998 أين وصلت العوائد إلى %11,5% إضافة إلى تأثير أحداث سبتمبر 2001 وأزمة الأرجنتين حيث بلغت العوائد %11,7% وبالنسبة لأزمة 2008 فقد كان طثيرها كبير مقارنة بالأزمات الأخرى حيث سجلت انخفاض شديد في العوائد حيث بلغت %22,4% كما أثرت على هذه العوائد أزمة الديون السيادية 2010، وهو كذلك بالنسبة للسوق الايطالي إلا أن هذا الأخير عرفت عوائده مجال بقيم أعلى إذ تراوحت بين \$21,4% و \$23,6%.

√ الأسواق الآسيوية:

79,4% و 79,

أما بالنسبة للأسواق الناشئة الآسيوية فقد عرفت استقرارا في عوائدها إلا أنها مجال القيم القصوى للعوائد المحققة أكبر من ذلك المحقق في الأسواق المتطورة إذ تراوحت العوائد في السوق الاندونيسي بين 0,556% و 0,408% و بالنسبة للسوق الماليزي فتراوحت العوائد بين 49,9% و 49,9%.

2.IV. 2. تحليل تأثير الأزمات المالية على تكامل الأسواق المالية:

بعد أن قمنا بتقسيم فترة الدراسة إلى فترات جزئية، نقوم فيما يلي بدراسة علاقات التكامل بين البلدان -التي تحققت فيها علاقات التكامل خلال الفترة الكلية- خلال هذه الفترات وبين دول مختلفة كما يلي:

- -المحموعة الأولى: الأسواق المتطورة الأمريكية والأسواق الآسيوية؛
- -المجموعة الثانية: الأسواق المتطورة الأمريكية والأسواق الأوروبية؛
- -الجحموعة الثالثة: الأسواق المتطورة الأوروبية والأسواق الآسيوية،
 - المحموعة الرابعة: إجمالي الأسواق المتطورة.
 - -المجموعة الخامسة: إجمالي الأسواق المتطورة والناشئة.

نلخص في الجدول التالي عدد علاقات التكامل من خلال اختبار جوهانسن حسب الحالات المذكورة أعلاه كما يلي:

بارات التكامل لجوهانسن	نتائج اخت $oldsymbol{1}$	الجدول رقم (3-4
------------------------	--------------------------	-----------------

المرحلة الخامسة	المرحلة الرابعة	المرحلة الثالثة	المرحلة الثانية	المرحلة الأولى	الفتوات
(استقرار)	(اضطراب)	(استقرار)	(اضطواب)	(استقرار)	الأسواق
2	1	1	3	0	المجموعة الأولى
2	2	2	2	0	المجموعة الثانية
1	2	1	2	1	المجموعة الثالثة
3	4	2	4	1	المجموعة الرابعة
4	/	4	4	3	المجموعة الخامسة

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews.8

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن علاقة التكامل هي علاقة متغيرة عبر الزمن وأن الأزمة المالية تعمل على تحفيز علاقات التكامل، وذلك بفعل العولمة إلا أن هذا التأثير يختلف عبر الزمن وحسب الإطار المكاني وذلك بتفاعل مجموعة من المتغيرات المؤثرة على التكامل كما ذكرنا في الجانب النظري من هذه الدراسة.

أدت الأزمات المالية خلال السنوات 1997-1999 إلى تراجع تطور الإنتاج الصناعي في مختلف الأسواق الأمريكية تأثرا بالأزمة البرازيلية 1999 بعد أن سجلت معدلات هامة خلال بداية الفترة، وامتد هذا التراجع إلى ما بعد الأزمة، أما الأسواق الأوروبية فقد تراجع فيها معدل تطور الإنتاج الصناعي وذلك لتأثير الأزمة الروسية 1998.

كما أثرت الأزمة الآسيوية على كل من اندونيسيا وماليزيا إضافة إلى هونغ كونغ، ويفسر تراجع الإنتاج الصناعي خلال هذه الأزمات نتيجة لتزايد معدلات البطالة خلال هذه الفترة والناتجة عن ارتفاع التضخم وكذلك إفلاس المؤسسات ما نتج عنه من تسريح العمال.

أما الأزمة المالية 2007-2009 فقد عمت جميع الدول خلال فترات متقاربة ما جعلها أزمة عالمية والتي حققت تدهور في الإنتاج الصناعي والذي استمر إلى عدة سنوات بعد هذه الأزمة، كما نلاحظ أن تأثير أزمات 1997-1999 على البطالة كان آني أي خلال تلك الفترة، أما الأزمة العالمية فقد برز تأثيرها أواخر فترة الأزمة، والذي امتد آثارها إلى سنوات بعد هذه الأزمة، خاصة في الدول الأوربية في والتي هي في ذاتها تأثرت بأزمة اليونان، إذ عرفت معدلات البطالة ارتفاعا مستمرا عكس الدول الأمريكية والآسيوية والتي شهدت تزايدا في هذه المعدلات ثم استقرارا، كما أشرنا إن ارتفاع معدلات البطالة قد يكون ناتج إما عن ارتفاع معدلات التضخم أو تزايد حالات الإفلاس ما يؤدي إلى تسريح العمال بها.

فبالنظر إلى معدلات التضخم فهي على العموم تتزامن ومعدلات البطالة المحققة فقط على مستوى الدول الأوروبية سجلنا استمرارا في معدلات البطالة مقابل تذبذب في م عدلات التضخم، فيفسر ارتفاع البطالة بتسريح العمال من مناصبهم بسبب إفلاس المؤسسات أو تراجع مستوى نشاطها.

أما بالنسبة للمعدلات الصرف فقد عرفت تراجعا كبيرا في جميع الدول خلال سلسلة الأزمات 1997-1999 إلا الولايات المتحدة الأمريكية وذلك راجع لزيادة الطلب على الد ولار الأمريكي خلال هذه الأزمات ما يجعله يستقر إلى أن يرتفع أما الدول الأخرى، فقد تأثرت عملاتها وذلك لتراجع الطلب عليها بسبب حالات الذعر التي خلفتها الأزمة المالية ولكون المتغيرات الاقتصادية مرتبطة بعضها البعض، إضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم المسجلة فقد أثوذلك سلبا على حركة التجارة الخارجية (التقلبات في سعر الصرف تؤدي إلى زيادة المخاطر التي تواجه المصدرين والمستثمرين)، إذن ففي حالة انخفاض قيمة العملة المحلية

الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض أسعار السلع المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية، ومقابل ذلك فإن المواد الأولية سوف ترتفع وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار على المستوى المحلي وبالتالي انخفاض مستوى المعيشة داخل الدول التي تعاني من انخفاض سعر الصرف ويؤثر كذلك تراجع معدلات الصرف على الواردات حيث أن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع قيمة الواردات محليا مما يؤدي إلى انخفاض كمية الواردات وبالتالي تنخفض قيمة الطلب على الصرف الأجنبي كذلك هو بالنسبة للأزمة المالية العالمية حيث سجلت جميع الدول تراجعا في معدلات الصرف التي أثرت سلبا على الانفتاح التجاري لهلا

وبالنسبة لسعر الفائدة الحقيقي هو كذلك عرف تراجعا ملحوظ خلال الأزمتين والذي بدوره أثر على الاستثمار وكذلك الأموال المتدفقة والتي سجلت انخفاضا خلال فترات الاضطراب كاستجابة لانخفاض معدل الفائدة

كما أن العجز الجاري ما هو إلا انعكاس لتحركات مختلف التغيرات السابقة : الانفتاح التجاري؛ الاستثمار الأجنبي المباشر؛ التدفقات المالية والتي هي تستجيب لمتغيرات أخرى: البطالة؛ سعر الصرف؛ معدلات الفائدة، فقد ظل واضحا تأثير الأزمة عليها وكما هو الحال بالنسبة للمتغيرات الأخرى فإن الأزمات المالية 97-99 كان تأثيرها آني أي خلال سنوات الأزمات، أما الأزمة العالمية فقد عمت كل أسواق العينة واستمرت آلوها إلى ما بعد الأزمة، وكنتيجة للتحركات المشتركة بين هذه المتغيرات بين مختلف هذه الدول فقد تأثرت علاقات التكامل بينها عبر الزمن.

3.IV. مناقشة النتائج المتعلقة بتأثير الأزمات المالية على عملية التكامل بين الأسواق

من خلال النتائج الموضحة في الجدول رقم (3-13) تبين أن علاقات التكامل في تغير عبر الزمن وذلك حسب تقسيم فترة الدراسة إضافة إلى تصنيف الأسواق إلى مجموعات مختلفة وتتفق هذه النتيجة مع دراسة 2014 Cristina Tudor والمنتطورة الأمريكية والآسيوية كانت في بداية الفترة منف صلة تماما أي لم تتحقق فيها أي علاقة تكامل بينها، إلا أنها اتجهت نحو التكامل في فترة الأزمات الأولى، والتي استمرت بعد هذه الأزمة إلى أن عصفت أزمة للستقرت فيها علاقة التكامل بين هذه الأسواق مقارنة بالفترة السابقة لها توافقت هذه النتيجة مع دراسة 1995 Lucie 1995 من كما هو الحال بالنسبة للمجموعة الثانية أي بين الأسواق المتطورة الأمريكية والأوروبية ففي بداية الفترة عرفت هذه الأسواق انفصال فيما بينها ولكن بعد مرور موجة الأزمات المالية المسجلة في الفترة الثانية فقد توجهت هذه الأسواق نحو التكامل Alessandra Bonfigliole; 2005 مع دراسة 2005 . Carol A.Favero

اتسمت علاقة التكامل بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية بالإيجاب ، أي أن هذه الأسواق تتكامل منذ البداية كما أن الأزمات المالية عملت على نشجيع علاقة التكامل بين هذه الأسواق.

كذلك بالنسبة لدراسة إجمالي الأسواق المتطورة فقد كانت هذه الأسواق تتكامل منذ البداية كما أن تأثير الأزمات المالية التي شهدتما الفترة شجعت من علاقة التكامل، توافقت هذه النتيجة مع دراسة 2007 Chu-sheng Tai.

كما قد تميزت علاقة التكامل بين إجمالي الأسواق المتطورة والناشئة بالقوة مقارنة بالمجموعات الأخرى خلال الفترات المختلفة كما أن هذه العلاقات ترتفع خلال فترات الاضطراب أي فترتى الأزمات. IIV. اختبار تكامل أسواق دول شمال إفريقيا:

1.IIV. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

1 الإحصائية الوصفية للعينة:

الجدول رقم (3- 15) يلخص الإحصاء الوصفى لدول شمال إفريقيا

				. ==>/==
	L_ALGERIA	L_MOROCCO	L_TUNISIA	L_EGYPT
Mean	2.751440	5.977751	6.997677	6.572282
Median	2.734765	6.028494	7.006854	6.533198
Maximum	3.004969	6.547534	7.288713	7.280003
Minimum	2.600261	5.571211	6.773433	6.087677
Std. Dev.	0.117353	0.247851	0.098082	0.263165
Skewness	0.730629	0.376096	-0.011172	0.747000
Kurtosis	2.434636	2.427219	3.239789	3.379779
Jarque-Bera	8.592199	3.128547	0.202993	8.316944
Probability	0.013622	0.209240	0.903484	0.015631
Sum	231.1209	502.1310	587.8049	552.0717
Sum Sq. Dev.	1.143063	5.098713	0.798468	5.748224
Observations	84	84	84	84

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

يلخص الجدول أعلاه خصائص الإحصاء الوصفي للأسعار الشهرية مقيمة باللوغاريتم لمؤشرات بورصات دول شمال إفريقيا : المغرب؛ الجزائر؛ تونس؛ مصر، مقيمة بالدولار الأمريكي.

يبين الجدول أن الأسعار القصوى تتراوح بين (3,004969 ، 3,004969)، أما الأسعار الدنيا فتتراوح بين (6,773433 ، حيث حقق مؤشر بورصة تونس أعلى متوسط للأسعار r=6,997677 خلال فترة الدراسة على غرار ذلك فقد حققت البورصة الجزائرية خلال نفس الفترة مستوى محتشم إذ بلغ قيمة r=2,751440.

أما بالنسبة للمخاطر فقد سجل مؤشر بورصة مصر أعلى قيمة للانحراف (0,263165) وهذا على ارتفاع المخاطر في هذه البورصة والذي يعود إلى عدم الاستقرار الذي شهدته مصر خاصة خلال السنوات الأخيرة من فترة الدراسة

كما قد سجلت البورصة الجزائرية اقل انحراف مقارنة بالبوصات الأخرى (0,098082) ويرجع ذلك إلى ثبات عملية التداول وما له من تأثير على القيم المتداولة فيها.

أما بالنسبة لمعاملات الالتواء فهي تتراوح بين السالب والموجب فبالنسبة للبورصة التونسية فقد حققت معامل التواء سالب، بمعنى أن شكل التوزيع غير متماثل من اليسار، وترفض فرضية التوزيع الطبيعي، أما بالنسبة لبقية السلاسل والتي حققت معاملات التواء موجبة بمعنى أن شكل توزيعها الإحصائي يلتوي نحو اليمين أي أن هناك التواء عن التوزيع الطبيعي. مما سبق يمكن القول أن جميع سلاسل مؤشرات بورصات عينة الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي وهذا ما أثبتته إحصائية Jarque-Bera.

2 دراسة الاستقرارية:

نقوم فيما يلي بدراسة الاستقرارية باستخدام اختباري ديكي وفولر الموسع وفيليبس وبيرون، حيث قمنا بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى، ثم انتقلنا إلى دراسة الاستقرارية عند الفروقات من الدرجة الأولى حيث كانت النتائج موضحة في الجدول رقم (5- 16)

الجدول رقم (3- 16): اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ADF & PP »

الث)	اختبار PP (النموذج الث		ج الأول)	اختبار ADF (النموذ	
النتائج عند	النتائج عند	البورصة	النتائج عند	النتائج عند	البورصة
الفروقات من	المستوى		الفروقات من	المستوى	
الدرجة الأولى			الدرجة الأولى		
-5.226229	-0.359970	الجزائر	-5.226229	-0.359970	الجزائر
-9.192802	-1.540923	المغرب	-9.192802	-1.540923	المغرب
-9.550019	-0.032341	تونس	-9.550019	-0.032341	تونس
-7.776877	-0.502946	مصر	-7.776877	-0.502946	مصر
(1%) -2.593468 (5%) -1.944811 (10%) -1.614175	(1%) -2.593121 (5%) -1.944762 (10%) -1.614204	القيم المجدولة	(1%) -2.593468 (5%) -1.944811 (10%) -1.614175	(1%) -2.593121 (5%) -1.944762 -1.614204 (10%)	القيم المجدولة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

يبين هذا الجدول أن جميع السلاسل الزمرية مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى، وذلك لكون القيمة المحسوبة لكل سلسلة عند الفروقات من الدرجة الأولى (9.550019 ؛ 9.192802 ؛ 7.776877) لكل من سلسلة المبورصة الجزائرية؛ المغرب؛ تونس؛ مصر على الترتيب أكبر بالقيمة المطلقة من القيم المحسوبة (2.593468) عند مستويات معنوية 10% ، 5% ، 10% ، إذن فان السلاسل مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى حسب اختبار ديكي وفولر، وبمذا يمكن القول أن جميع السلاسل متكاملة من نفس الدرجة

2.IIV. دراسة تكامل أسواق دول شمال إفريقيا:

قبل البدء في دراسة ال تكامل باستخدام نموذج جوهانسن نقوم بتحديد عدد الفجوات P المناسب باستخدام اختبار VAR، حيث نختار النموذج الذي يحقق أقل قيمة ممكنة للمعايير.

الجدول رقم (17-3): نتائج اختبار VAR لفترات الابطاء

	VAR (1)	VAR (2)	VAR (3)	VAR (4)	VAR (5)	VAR (6)	VAR (7)
AIC	-12.91296*	-12.75088	-12.57634	-12.37456	-12.11279	-12.27798	-12.09617
SC	-12.42228*	-11.76951	-11.10429	-10.41184	-9.659391	-9.333893	-8.661407

EViews 8.0 برنامج الطالبة بالاعتماد على برنامج

حسب ما يوضحه الجدول رقم (\mathbf{SC}) فان شعاع الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى لأن معياري \mathbf{SC} هي الأدنى عند $\mathbf{P}=1$ ، وانطلاقا من هذه النتيجة ننتقل إلى اختبار التكامل المشترك لجوهانسن والذي كانت نتائجه كما هي موضحة في الجدول التالي:

مال افریفیا	ىل المشترك لجوهانسن لدول ش	م (3– 18) نتائج اختبار التكاه	الجدول رف
Hypotheses	Trace Statistic	CV 5%	Pr

Hypotheses	Trace Statistic	CV 5%	Prob
None	36.97320	47.85613	0.3488
At most 1	19.99699	29.79707	0.4231
At most 2	7.569695	15.49471	0.5125
At most 3	2.146482	3.841466	0.1429

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

يتضح في السطر الأول من الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة للأثر r=36,97320 أقل من القيمة الجدولية 47.85613 عند مستوى الدلالة 5% أي أننا نقبل فرضية العدم h_0 والتي تفترض عدم وجود أي شعاع للتكامل بين بورصة المغرب؛ الجزائر؛ تونس ومصر، وتتحقق نفس النتيجة عند الأسطر الباقية، وكذلك إذا ما قمنا بمقارنة الاحتمالات المحققة في كل الأسطر نجد أنما تفوق 5%، إذن تجمّع هذه النتائج على عدم تكامل هذه البورصات أي انفصالها.

في إطار هذه النتيجة يمكن القول أن بورصات دول شمال إفريقيا والمتمثلة في كل من المغرب؛ الجزائر؛ تونس؛ مصر لا زالت منعزلة عن بعضها البعض ولم تحاول بعد وضع مشروع البورصة الموحدة، ولتحقيق ذلك لابد من توفير فرص استثمارية ملائمة لاستقطاب الاستثمار الأجنبي إلا أن هذه المحاولة غير كافية ما لم تتوفر الشروط المناسبة للاستثمار كالاستقرار السياسي والاقتصادي وهذا ما تشتكي منه هذه الدول، حيث يؤدي التكامل لمالي إلى خلق فرص استثمارية هامة كما يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي بفتح قطاعات أمام الاستثمار وتنسيق السياسات المتعلقة بمعاملة المستثمرين الأجانب ويتحقق ذلك نتيجة للأثر الغير مباشر المترتب عن تحرير التجارة.

كما يسمح لنا تحليل المسار الاندماجي لدول شمال إفريقيا بفهم التحديات المشتركة التي تواجه هذه الدول وتبرر هذه التحديات ضرورة التكامل المالي بين هذه الدول خاصة مع توفر إمكانيات حقيقية تحتاج إلى استغلالها، إلا أنه يجب أن ندرك أولا حقيقة تواضع هذه الأسواق مقارنة مع الأسواق العالمية وعلى وجه الخصوص البورصة الجزائرية، حيث أن هذه الأسواق تعاني من التقلبات الشديدة في الأسعار ناتجة عن المعلومات التي لا تقترب من الواقع، كما تعاني هذه الأسواق من انخفاض درجة انفتاحها على الخارج وهذا ما أدى إلى انخفاض نسبة المستثمرين الأجانب في الداخل وهذا ما يؤثر سلبا على المستثمرين المحلين.

ونظرا لما للتكامل المالي من دور هام وبارز في دعم النمو والتكامل الاقتصاديين، فلابد على البورصة الجزائرية أن تحاكي وتواكب البورصات الأخرى عن طريق وضع محيط سليم يضمن لها حسن السير ومنح امتيازات تشجيعية للشركات المدرجة، وفتح المج ال أمام القطاع الخاص والاستثمار الأجنبي للتسعير في البورصة،

ومن أجل تحقيق التكامل المالي بين هذه الدول فعليها أن تسعى جاهدة لوضع اتفاقيات اقتصادية وسياسية فيما بينها محاولة الاستفادة من تجارب الدول الآسيوية، كما يجب عليها تشجيع التجارة البينية بهدف الوص ول إلى نظام تجاري متكامل عن طريق إلغاء القيود على حركة بعض السلع بين هذه الدول، كما أن التنسيق بين البرامج الاقتصادية من شأنه توثيق الترابط بين هذه

الأسواق، كما يجب على هذه الدول أن تشجيع الاستثمار الموحد والعمل على تمويل الصناعات التي يجب إقامتها لاستغلال الإمكانات الصناعية المتاحة وإعادة الصناعات القائمة.

3.IIV. ضرورة تكامل الأسواق العربية في ظل الانفتاح المالى والعولمة المالية.

شهدت دول العالم في الآونة الأخيرة تطورات سريعة في شتى الميادين وفي فترات وجيزة، وعلى ضوء هده التحديات واجهت الدول العربية إشائلا لسد حاجياتها التمويلية المتزايدة، لذلك أصبح من الضروري البحث عن سبل لتحاوز هذه العقبات من أجل تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصاديين وتمكينها من مواجهة الصدمات الخارجية.

1.3.IIV. معوقات تكامل الأسواق المالية العربية:

رغم الإمكانيات التي تتمتع بما الاقتصاد عليت العربية القيام سوق مالية عربية موحدة، فإن إنشاء هذه الأخيرة يواجه بالعديد من التحديات، والتي يمكن إيجازها فيما يلي: 1

1- اختلاف القوانين والتشريعات وأنظمة التداول والتسوية والمقاصة التي تحكم عمل البورصات العربية:

لازالت البيئة التشريعية العربية تعاني من كثرة القوانين والقرارات التي تفتقر إلي التجانس التشريعي العربي، وعدم انسجام بعض القواعد والتشريعات مع المعايير المالية الدولية، وهو ما يحد من فرص التعاون بين الأسواق المالية العربية . وهو ما يستدعي ضرورة توحيد هذه القوانين والتشريعات والأنظمة في المقام الأول.

2- اختلاف النظم والهياكل الاقتصادية العربية وغياب الإرادة السياسية:

إضافة إلى وجود اختلافات بين بعض الأنظمة العربية، وسيادة القطرية، وضعف التنسيق والتوجه نحو العمل الجماعي العربي، وتفضيل بعض الدول العربية التعاون الثنائي أو شبه الإقليمي أو الد ولي على حساب التعاون العربي المشترك، فضلا عن التبعية بصورة أو بأخرى لقوى الدولية.

3 -تفاوت مستوى النمو الاقتصادي والثروات في الدول العربية:

نتيجة لتفاوت عمق تجارب الدول العربية في مجال البورصات وأسواق المال، فما زال هناك بورصات مغلقة، لا تسمح لغير مواطنيها بتملك أسهمها، في حين أنه إذا لم يكن يوجد قيد متبادل للأسهم بين البورصات فلا مجال لقيام بورصة موحدة

- 4- تدني وعي المستثمرين العرب بنظام القيد والتداول في البورصات الأخرى، إضافة إلى تخففهم من المخاطرة في ظل ضعف العديد من البورصات.
- 5- انخفاض رأسمال الشركات العربية المصدرة للأسهم وضعف ملاءتها المالية مقارنة بالشركات الأجنبية الم سعرة في البورصات العالمية. إضافة إلى افتقار نشاط الوساطة في الدول العربية، وتضاؤل دور الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية رغم أهميتها

¹ أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق العربية آفاق وتحديات، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات ملتقى: "القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة" كلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية، عمان، الأردنية الهاشمية خلال أفريل 2009 م

دراسة تكامل أسواق الأوراق المالية

الفصل الثالث

لتبادل تنفيذ الصفقات بين المستثمرين ، وفي مقدمتها شركات السمسرة، وشركات التسوية والمقاصة والإيداع المركزي، وشركات تكوين وإدارة المحافظ، وشركات تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات

- 6- ضعف أنظمة التحويلات المصرفية بين العديد من المصارف العربية رغم أهمية ذلك لسرعة تحويل الأموال الناتجة عن صفقات الشراء والبيع في البورصات، إضافة إلى تدني مستوي التكنولوجيا وأنظمة الحاسب الآلي المطبقة في بعض الدول العربية، مما يعيق من عملية الربط الآلي بين البورصات والشركات المنفذة لعمليات التداول
- 7 وضع بعض الدول العربية حواجز لحركة رؤوس الأموال والاستثمارات الوافدة منها وإليها، إضافة إلى عدم ثقة كبار المستثمرين العرب وتخوفهم من استثمار أموالهم في الدول العربية، وتفضيلهم للاستثمار خارج الدول العربية

3.IIV. 2. الجهود المبذولة لتوجيه الأسواق العربية نحو التكامل:

رغم الحواجز التي تعيق عملية التكامل المالي في البلاد العربية إلا أنه لا يمكن تجاهل الجهود المبذولة من أجل تفعيل عملية التكامل وتتمثل في الإسهامات التالية: 1

1. مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق العربية:

بدأ الصندوق العربي عمله بالتعرف على متطلبات تطوير الأسواق المالية بما يمكنه من تطوير قدراته الفنية ووضع البرامج اللازمة، ففي سنة 1984 نضم الصندوق مؤتمر هدف من خلاله إلى مراجعة وتقييم تطورات الأسواق العربية، خلص المؤتمر ببرنامج عمل يتضمن ثلاث محاور أساسية:

- القيام بمسوحات ودراسات ميدانية لأسواق الأوراق المالية العربية وإنشاء قاعدة معلومات عن أنشطتها؟
- التوسع في تطبيق برنامج مسطر لاحتياجات التطور يشمل حتى الإصلاحات الهيكليق في القطاع المالي والمصرفي في اطار التصحيح الهيكلي،
 - مساعدة الدول العربية في إنشاء وتطوير أسواقها المحلية توافقا مع مسار نموها في البيئة الاقتصادية الملائمة لها؛

أ. المسوحات والدراسات الميدانية:

شملت هذه الدراسات الوقوف على العوامل التي تؤدي إلى تطوير الأسواق المالية حيث وضعت عشر دول تحت الدراسة من بينها الجزائر ثم خلصت هذه الدراسة إلى تحديد المعوقات التي تقف أمام تطور هذه الأسواق.

ب. الدراسات والندوات:

نضم الصندوق مجموعة من الندوات المتخصصة حول أ وضاع الأسواق العربية وتطورها بالتعاون مع مؤسسات عربية أخرى.

¹ نشاد حكيم، قشرو فتيحة، ضرورة تكامل الأسواق العربية في ظل التحرير المالي، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول" التحرير المالي، النمو الاقتصادي والأزمات المالية في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا MENA

ت. قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية:

لنشر الوعي الاستثماري والمعلومات الكافية حول الأسواق العربية قام صندوق النقد العربي بإنشاء قاعدة بيانات خاصة بالأسواق الأعضاء لإصدار النشرة الفصلية عن أنشطة هذه الأسواق.

ث. تقييم الملاءة الائتمانية:

بينت نتائج الدراسات التي قام بها صندوق النقد العربي أن الأسواق العربية تفتقر لخدمات تقديم الملاءة الائتمانية، وتعمل هذه الخدمات تنشيط التداول وتنويع الأوراق المالية، كما تعمل على معالجة نقص البيانات المالية لل جهات المصدرة للأوراق المالية ولذلك قام الصندوق بإنشاء شركة متخصصة في تقييم الملاءة المالية

2. جهود الإصلاح الاقتصادي وتطوير أسواق الأوراق العربية:

أدت جهود صندوق النقد العربي في الإصلاح الاقتصادي بالدول الأعضاء إلى اقتناعها بأهمية الأسواق المالية في مسيرة التنمية وقد شهدت الأسواق المعنية تطورا شمل جوانب مختلفة يمكن إيجازها في النقاط التالية

- أ. تعزيز الدور الرقابي للسوق وذلك عن طريق فصل الدور التشريعي والرقابي عن الدور التنفيذي؛
- ب. تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلائم والمعايير الدولية وذلك عن طريق إصدار نشرات دوري تتضمن معلومات هامة عن السوق ونظام التداول فيه؛
 - ت. العمل على تطوير دور المستثمر المؤسسي وزيادة الأدوات الاستثمارية؟
 - ث. تعديل الأنظمة الضريبية وتشجيع الاستثمار الأجنبي؟

ج. اتفاقية التعاون بين البورصات العربية:

من خلال عقد اتفاقيات ثنائية وثلاثية الأطراف تمكنت البور صات العربية من تحقيق خطوات ايجابية في مسار التعاون والتكامل، ثم الانتقال إلى إصدار أوراق مالية وعمليات تسوية ومقاصة وتبادل المعلومات فيما بينها

3.3.IIV. الإسهامات المحتملة للتكامل المالي في دعم التنمية الاقتصادية:

 1 إن توجه البورصات العربية نحو التكامل سوف يؤدي إلى دعم قدرات الدول العربية على رفع التنمية من خلال عدة قنوات أهمها:

- يعمل التكامل المالي بين البورصات على تحفيز مستويات الادخار المحلية ومن خلال دور البورصات في تخصيص هذه المدخرات فإن ذلك سيؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي؟
 - 2. يساهم التكامل المالي في تمويل احتياجات التنمية الاقتصادية داخل الدولة العربية خاصة وإن البنوك التجارية الموجودة في الدول العربية بإمكانياتها المحدودة لا تستطيع أن تتحمل أعباء التنمية والتي تستلزم قروض طويلة الأجل؛

¹ بن دحان إلياس الأزهر، **دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي "دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي" مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012-2013 ص ص: 170-168.**

- قدرة شرائية من المالي على توفير الآلية التي تسمح بقيام استثمارات بطريقة غير تضخمية من خلال حشد المدخرات ما يجنب هذه الدول الآثار التضخمية وعن طريق التمويل المصرفي، فإن ذلك سوف يؤدي إلى الزيادة المفرطة في عرض النقود وبالتالي خلق موجات تضخمية، وبمقابل هذه العملية فإن إصدار الأسهم والسندات يضمن امتصاص قدرة شرائية من المتعاملين في البورصات ما يسمح بتقليل و تفادي الآثار التضخمية كما أنه سيساهم في تخفيض معدلات التضخم داخل الدول الأعضاء في عملية التكامل؟
- 4. يعمل التكامل على إنجاح برامج الخصخصة في مختلف الدول العربية، خاصة منها تلك الدول التي تمتلك بورصات ضيقة النطاق وغير قادرة على استيعاب الشركات الكبرى المراد خصخصتها؛
 - 5. ويدعم التكامل بين البورصات على تحسين أدائها وتعزيز دورها بما يقودها نحو عملية التنمية؛
 - 6. يعمل التكامل المالي على التخصيص الكفء للفوائض المالية العربية وتحسين أداء رأس المال؛
 - 7. يدعم التكامل المالي على استقرار رؤوس الأموال ال عربية داخل الوطن العربي كما يشجع على جذب الاستثمار الأجنبي؛
- 8. يؤدي التكامل إلى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات وهذا ما سيوفر فرص عديدة أمام المستثمرين لتنويع محافظهم كما يؤدي إلى تحسين سيولة البورصات العربية والتي تعتبر نقطة وصل بين البورصات العربيةوالتنمية الاقتصادية.

الخلاصة

قمنا من خلال هذا الفصل باختبار بعض الفرضيات وذلك من أجل الإحاطة والإلمام بمختلف جوانب الإشكالية المطروحة، حيث قمنا في الجزء الأول من الفصل باختبار تكامل أسواق عينة الدراسة والمكونة من أسواق مالية متط ورة وأخرى ناشئة وانطلاقا من هذا المعيار فقد قمنا بتقسيم العينة حيث بينت نتائج اختبارات التكامل ما يلى:

- انفصال الأسواق الناشئة وذلك لغياب العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين هذه الأسواق؛
- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الأسواق المتطورة والتي تثبت تكامل هذ ه الأسواق، وللتفصيل أكثر قمنا بتقسيم ثانوي لهذه الأسواق وذلك حسب معيار الموقع الجغرافي ومع ذلك فقد تم إثبات تكاملها على المدى الطويل، إلا أن هذه النتائج غير كافية للحكم على تكامل الأسواق بل استلزم علينا دراسة التكامل على المدى القصير والتي أثبتت في مجملها تكامل هذه الأسواق؛
 - كما بينت دراسة تكامل الأسواق المتطورة والناشئة تحقق شرطى تكاملها؛

أما في دراسة تأثير الأزمة المالية على علاقات التكامل فقد تبين:

- أن علاقات التكامل هي علاقات غير ثابتة بل تتغير عبر الزمن وكذلك حسب الإطار المكاني، وذلك حسب تأثير
 مجموعة من المتغيرات المختلفة والتي تعتبر كعوامل محددة للتكامل المالي كما تمت الإشارة إليها في الفصل الأول؛
- إن الأزمات المالية تعمل على تحفيز علاقات التكامل بين الأسواق، أي أن الأسواق المالية يشتد ويزداد تكاملها أثناء الأزمات المالى وبعدها ويرجع ذلك لارتفاع معاملات ارتباط بين هذه الأسواق في فترات الاضطراب؛

ومن جهة أخرى فقد تبين من خلال اختبار تكامل أسواق دول شمال إفريقيا والمتمثلة في كل من المغرب؛ الجزائر؛ تونس؛ مصر لا زالت منعزلة عن بعضها البعض ويظهر ذلك من خلال تحليل المسار الاندماجي لهذه الأسواق والذي يبرز المتحديات المشتركة التي تواجه هذه الدول وتبرر هذه التحديات ضرورة التكامل المالي بين هذه الدول خاصة مع توفر إمكانيات حقيقية تحتاج إلى استغلالها.

الفصل الهابع:

تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي

تقديم:

أصبح التكامل هدف كل سوق مالي فهو يحقق أرباح غير اعتيادية للمستثمرين الدوليين من خلال تنويع المخاطر الدولية وتقاسم الأرباح، كما أنه يحقق منافع للدول الباحثة عن فرص لتعزيز مكانتها السيادية وحماية اقتصادها من الأزمات المحلية

كما أنه عن طريق التكامل تتوحد التوجهات السعرية وكذلك المخاطر بالنسبة للأوراق المالية المتماثلة، وبهذه الميزة لم يعد هن اك فرص لتحقيق أرباح من عملية التنويع الدولي فلذلك أصبح اختبار تكامل الأسواق المالية خطوة أساسية لمعرفة أي الأسواق أكثر فرصا للاستفادة من عملية التنويع الدولي.

وعلى ضوء ما توصل اليه من نتائج في الجزء الأول من دراستنا وبعد أن أثبتنا وجود علاقات تكامل في مجموعة الأسواق المكونة لعينة الدراسة فإننا نقوم فيما يلي بدراسة الإشكالية العامة والتي تمثل صلب موضوع البحث والتي تبحث عن مدى تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي في المحفظة المالية.

بداية، نحاول من خلال هذا الفصل دراسة تأثير السوق الأمريكية على كل من الأسواق الناشئة والمتطورة وذلك من خلال تشكيل معادلتين بمتغيرين بين مؤشر السوق الأمريكية ومحفظتي الأسواق المتطورة والناشئة ومن أجل ذلك فإننا نستعين بنموذج الانحدار الذاتى للفحوات الزمنية الموزعة المتباطئة.

وكما أشرنا في الفصل الأول فإن للتكامل الما لي مجموعة المحددات والتي تحكم فيه، ولذلك فإننا نقوم بدراسة تأثير هذه المتغيرات على العوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي بالاستعانة بنموذج البيانات المقطعية "نماذج بانل" وتفسير تأثير كل متغير على العوائد المنتظرة،

كما نقوم في هذه الفصل بدراسة وتحليل معاملات الارتباط والتي هي أساس تكوين أي محفظة مالية أي أن معاملات الارتباط هي أساس التنويع الدولي حيث أن الاختيار العلمي السليم لمعاملات الارتباط عامل فعال لنجاح عملية التنويع الدولي، مع الأخذ بالحسبان حساسية الأسواق فيما بينها وذلك عن طريق اختبارات السبب ية والتي تعتبر في مجملها اختبارات قياسية على المدى القصير.

I. تحليل انتقال الأزمة المالية 2008 إلى الأسواق المالية المتطورة والناشئة:

بعد أن تعرضنا بشيء من التفصيل للأزمات المالية التي شهدتها فترة الدراسة وجدنا أن مجمل الأزمات كان تأثيرها إقليمي وقد تصل إلى أسواق أخرى والتي تربطها علاقات اقتصادية قوية دون أن تشمل جميع الأسواق كما حدث في الأزمة العالمية والتي مست جميع الأسواق وجميع القطاعات دون استثناء إلا أن تأثيرها كان بدرجات متفاوتة حسب ارتباط الأسواق فيما بينها إضافة درجة انفتاح الأسواق على بعضها البعض، نحاول في هذا الجزء دراسة انتقال الأزمة العالمية 2008 إلى الأسواق المتطورة والناشئة، ومن أجل ذلك نقوم بتقدير تأثير السوق المالي الأمريكي USA على الأسواق المالية الناشئة والمتطورة ممثلة في مؤشري محفظة الأسواق المتطورة EM و DIV كما يلى :

$$DIV_t = f(USA)....(1)$$

$$EM_t = f(USA)$$
....(2)

وذلك قبل وخلال الأزمة المالية العالمية بغية توضيح العلاقة بين هذه الأسواق في فترات الاستقرار و في فترات الاضطراب

1.I. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية:

كمرحلة أولى نقوم باختبار استقرار السلاسل الزمنية وهو شرط من شروط التكامل المشترك . وتعد اختبارات جذور الوحدة أهم طريقة في تحديد مدى استقرارية السلاسل الزمنية، ومعرفة الخصائص الإحصائية ولذا معرفة خصائص السلاسل الزمنية ملى الدراسة من حيث درجة تكاملها.

PP اختبار جدر الوحدة باستخدام ADF و PP

، بیرون PP	اختبار فيليبس	لر المطور ADF	اختبار ديكي وفوا	
نتائج اختبار الاستقرارية ع	نتائج اختبار الاستقرارية عند	نتائج اختبار الاستقرارية عند	نتائج اختبار الاستقرارية عند	
الفروقات من الدرجة الأو	المستوى	الفروقات من الدرجة الأولى	المستوى	
قبل الأزمة المالية				
-7.730102	-0.389925	-7.760655	-0.454020	DIV
-7.673732	-0.358283	-7.669179	-0.417252	EM
-7.704459	0.602538	-7.704459	0.773496	USA
	ة المالية	فترة الأزم		
-7.730102	-0.389925	-7.760655	-0.454020	DIV
-7.673732	-0.358283	-7.669179	-0.417252	EM
-7.704459	0.602538	-7.704459	0.773496	USA
القيم المجدولة				
-2.575916	-3.461327	-3.461327	-2.575916	1%
-2.875062	-1.94233	-2.875062	-1.9423	5%
-1.615703	-2.574054	-2.574054	-1.615703	10%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 8.0

يتضح من الجدول أن السلاسل الزمنية تستقر عند الفروقات من الدرجة الأولى في كلا الاختبارين وكذلك خلال فترتي الدراسة أي قبل وبعد الأزمة المالية.

2.I. دراسة التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL:

نستخدم في هذا الجزء من الدراسة منهجية ARDL التي طورها كل من OPEsaran 1997. ويعود السبب في اختيار هذا النموذج مقارنة بغيره من الطرق الأخرى لاختبار التكامل المشترك، إلى مشكلة عدم التأكد التي عادة ما تظهر بشأن خصائص السلاسل الزمنية وسكونما ومنه فإن اختيار طريقة منهج الحدود تعّد هي الأفضل. ويمكن تطبيق هذا الاختبار بغض النظر عن خصائص السلاسل الزمنية ما إذا كانت مستقرة عند مستوياتما I(0) أو متكاملة من الدرجة الأولى I(1) أو مزيج من الاثنين. ويتمثل الشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار في أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية I(2).

الجدول رقم (2-4) نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود

الحد الاعلى عند	الحد الادنى عند	الحد الاعلى عند	الحد الادنى عند	القيّهة المحسوبة لاختبار	
مستوى 90%	مستوى 90%	مستوى 95%	مستوى 95%	F-statistic	
	قبل الأزمة المالية				
		L_DIV=f(L_U	SA)		
6.3750	5.6528	7.5223	6.6727	8.5368	
	$L_ME=f(L_USA)$				
7.5436	6.7582	6.4039	5.6407	7.2886	
		فترة الأزمة			
	L_DIV=f(L_USA)				
4.14	3.17	4.85	3.79	5.852428	
	L_ME=f(L_USA)				
4.14	3.17	4.85	3.79	5.3966	

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Microfit 5

يوضح الجدول أعلاه نتائج إحصائية اختبار F-statistic حيث كانت قيم هذه الإحصائية أكبر من قيمة الحد العلوي للقيم الحرجة في النموذج [e] [وهذه القيم تم الحصول عليها من الجداول التي أقترحها كل من Pesaran and al للقيم الحرجة في النموذج [e] [وهذه القيم تم الحصول عليها من الجداول التي أقترحها كل من [e] [وهذه القيم تم الحصول عليه توازية طويلة الأجل ونقبل الفرض البديل بوجود تكامل مشترك بين كلا من [e] و [e] من المعادلة الأولى و [e] من المعادلة الثانية.

3.I. تقدير نموذج التوازن في المدى الطويل باستخدام نموذج ARDL

بعد أن أكدنا في الجزء السابق على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات في كلا النموذجين، فإن ذلك يستلزم تقدير العلاقة طويلة الأجل لهاتين المعادلتين . ويتم تقدير نموذج الأجل الطويل بواسطة نموذج ARDL لكل معادلة من المعادلتين

المذكورتين، وتتضمن هذه المرحلة الحصول على مقدرات المعلمات في الأجل الطويل، كما هو موضح في الجدول أدناه، وقد تم الاعتماد على فترات التباطؤ وفق معيار (Schwarz Bayesian Criterion). لكن قبل اعتماد نموذج ARDL لابد من التأكد من جودة أداء هذا النموذج ويتم ذلك بإجراء الاختبارات التشخيصية التالية:

1. احتبار مضروب لاجرانج للارتباط التسلسلي بين البواقي-Breush بين البواقي للارتباط التسلسلي بين البواقي Godfrey (BG)

2. اختبار عدم ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي Heteroscedasticity Conditional Autoregressive (ARCH)

Jarque-Bera العشوائية الطبيعي لأخطاء العشوائية

4. اختبار مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر من حيث الشكل الدالي لهذا النموذج RESET Ramsey

يوضح الجدول رقم (4–3) نتائج تقدير نموذج (1,1) ARDL المختار بواسطة SC بالنسبة مؤشر الأسواق المتطورة. كما يوضح الجدول رقم (4–4) نتائج تقدير نموذج (1,1) ARDL المختار بواسطة SC بالنسبة لمعادلة مؤشر الأسواق الناشئة، ويتضح من هذين الجدولين ما يلي:

- 🗘 يشير إحصاء اختبار LM إلى خلو النموذجين من مشكلة الارتباط التسلسلي.
- ◄ يشير إحصاء ARCH إلى قبول فرضية العدم القائلة بثبات تباين حد الخطأ العشوائي Homoscedasticity في النموذجين المقدرين.
 - ✓ يشير إحصاء اختبار JB إلى قبول الفرضية القائلة بأن الأخطاء العشوائية موزعة توزيعاً طبيعياً في النموذجين محل
 التقدير .
 - 🔾 يشير إحصاء اختبار RESET إلى صحة الشكل الدالي المستخدم في النموذجين المذكورين.

وترتيباً على نتائج الاختبارات التشخيصية للنموذجين المقدرين، يمكن اتخاذ قرار بصلاحية استخدام هذين النموذجين في تقدير العلاقة طويلة الأجل. ويتضح من هذين الجدولين ما يلي:

- ✓ وجود معنوية إحصائية لكافة معملات الانحدار المقدرة.
- ✓ تشير قيمة معامل التحديد R2 إلى ارتفاع القوة التفسيرية للمتغير المستقل محل الدراسة كما تشيرقيمة إحصائية.
 اختبار F إلى جودة النموذج المقدر ككل من الناحية الإحصائية.

فقبل الأزمة المالية كانت كل زيادة في عوائد مؤشر السوق الأمريكي بوحدة واحدة سوف تؤدي إلى زيادة عوائد محفظة الأسواق المتطورة بـ 0,92873 في الأجل الطويل، الأسواق المتطورة بـ 0,938732 كما تؤدي إلى زيادة عوائد محفظة الأسواق الناشئة بـ 0,938732 في الأجل الطويل الا أن تأثير ويعكس هذا وجود أثر موجب قوي بين كل من السوق الأمريكي والأسواق المتطورة والناشئة في الأجل الطويل الا أن تأثير الأزمة على الأسواق الناشئة كان أقل من التأثير على الأسواق المتطورة.

قبل الأزمة المالية العالمية 2008:

2008 الجدول(3-4): مقدرات معلمات الأجل الطويل معادلة محفظة الأسواق المتطورة قبل الأزمة المالية

الاحتمالية	إحصانية T-Ratio	المعلمات Coefficient	المتغير		
0.000	10.9765	0.734	L_DIV(-1)		
0.000	15.0779	0.93873	L_USA		
0.000	-5.8994	-0.58459	L_USA(-1)		
0.001	-3.4909	-0.64487	INPT		
0.000	4.2456	0.0011496	TREND		
	R-Squared =	0.99			
	F-Stat.	2270.7[.000]			
DW	-statistic = 2.01				
	الاختبارات التشخيصية +				
RESET (1)	ARCH (1)	BG LM (2)	JB(2)		
0.27051[.604]	0.13698[.712]	1.0501[.413]*	X2=4.7080[.095]		

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج. Microfit 5.

2008 الجدول(4-4): مقدرات معلمات الأجل الطويل محفظة الأسواق الناشئة قبل الأزمة المالية

الاحتمالية	إحصائية T-Ratio	المعلمات Coefficient	المتغير
0.000	11.9765	0.7434	L_EM(-1)
0.000	15.2779	0.92873	L_USA
0.000	-6.8994	-0.59459	L_USA(-1)
0.001	-3.3909	-0.61487	INPT
0.000	4.22456	0.012496	TREND
R-So	quared = 0.99	R-Bar	-Squared = 0.99
	F-Stat. F	(4,89) 2461.2[.00	0]
DW-	DW-statistic = 2.0 Du		tic =55181[.58
	ية +	الاختبارات التشخيص	
RESET (1)	ARCH (1)	BG LM (2)	JB(2)
0.22545[.636] 0.081846[.775]	1.0109[.447]	X2= 3.4675[.177

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Microfit 5

أثناء الأزمة المالية العالمية 2008:

الجدول (4-5): مقدرات معلمات الأجل الطويل معادلة محفظة الأسواق المتطورة بعد الأزمة المالية 2008

الاحتمالية	إحصائية T-Ratio	المعلمات Coefficient	المتغير	
0.000	6.206350	0.677386	L_DIV(-1)	
0.0364	2.129085	0.228459	L_DIV(-2)	
0.9527	-0.059456	-0.000233	L_USA	
0.0123	-2.563473	-0.061337	INPT	
	R-	Squared = 0.99		
	F-Stat.	13972.62 [.000]		
	DW	V-statistic = 1.97		
	الاختبارات التشخيصية+			
RESET (1)	ARCH (1)	BG LM (2)	JB(2)	
0.10583 [.918]	0.19636[.659]	1.7461[.075]	0.59413 [.743]	

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Microfit 5

2008 الجدول (6-4): مقدرات معلمات الأجل الطويل محفظة الأسواق الناشئة بعد الأزمة المالية

الاحتمالية	T-Ratio إحصائية	المعلمات Coefficient	Regressor المتغير		
0.000	6.359854	0.669948	L_EM(-1)		
0.0395	2.094585	0.216723	L_EM(-2)		
0.0109	2.609404	0.069531	L_USA		
0.0115	-2.590550	-0.070166	L_USA(-1)		
0.0029	3.074523	0.070378	INPT		
	R-Squared =	0.99			
	F-Stat.	13115.46 [.000]			
	DW-stati	stic = 1.99			
	الاختبارات التشخيصية				
RESET (1)	ARCH (1)	BG LM (2)	JB(2)		
0.010583 [.918]	0.19636 [.659]	1.746]0.075[0.42160 [0.810]		

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Microfit 5

أما خلال الأزمة المالية فقد اختلف تأثير تحركات عوائد السوق الأمريكي على محفظتي الأسواق الناشئة والمتطورة اذ أصبحت كل زيادة في عوائد السوق الأمريكي بوحدة واحدة تؤدي إلى تحقيق خسارة بقيمة 0,000233 في عوائد محفظة الأسواق المتطورة، كما أن نفس الزيادة في عوائد السوق الأمريكي تؤدي إلى ارتفاع عوائد محفظة الأسواق الناشئة بنسبة 0,069531 ما نلاحظ أنه كان تأثير الأزمة المالية على عوائد الأسواق المتطورة بالسلب إذ حققت هذه الأخيرة خسائر في عوائدها، وبالرغم من أن الأسواق الفاشئة لم تحقق خسائر في عوائدها إلا أنها سجلت تراجعا كبير في عوائدها مقارنة بالفترة السابقة من فترة الدراسة والتي تعتبر فترة استقرار.

دراسة التوازن في المدى القصير:

لغرض قياس العلاقة قصيرة الأجل، فقد تم استخدام نموذج تصحيح الخطأ قياس العلاقة قصيرة الأجل، فقد تم استخدام نموذج هي أنها تقيس سرعة التعديل لإعادة التوازن في النموذج الديناميكي.

قبل الأزمة العالمية 2008:

يوضح الجدول رقم (4-7) نتائج تقدير صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL المختار بواسطة SBC لمحفظة الأسواق المتطورة، وكما يوضح أيضا الجدول رقم (4-8) نتائج تقدير صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL المختار بواسطة SBC للمخطة الأسواق الناشئة، ويتضح من هذين الجدولين ما يلي:

- \bullet وجود معنوية إحصائية لمعامل كل من $ECM_1(-1)$ $ECM_2(-1)$ مع وجود إشارة سالبة لهذا المعامل، يؤكد هذا على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة في معادلتي محفظة الأسواق المتطورة ومحفظة الأسواق الناشئة.
- ❖ بالنسبة لمعادلة محفظة الأسواق المتطورة كانت القيمة المقدرة لمعامل (1-)ECM1 تساوي -0.27131 وهذا يعني أن
 حوالي %27 من الخلل في توازن عوائد الأسواق المتطورة في السنة السابقة يتم تصحيحه في السنة الحالية.
- ❖ بالنسبة لمعادلة محفظة الأسواق الناشئة كانت القيمة المقدرة لمعامل (1-)ECM2 تساوي €0.25659 ويعني هذا أن
 حوالي % 25 من الخلل في التوازن عوائد الأسواق الناشئة في السنة السابقة يتم تصحيحه في السنة الحالية.
 - ❖ وجود أثر موجب ومعنوي للتغير في عوائد السوق الأمريكي على عوائد محفظة الأسواق المتطورة في الأجل القصير.
 - ❖ وجود أثر موجب ومعنوي للتغير في عوائد السوق الأمريكي على عوائد محفظة الأسواق الناشئة في الأجل القصير.
- ♦ أظهرت قيمة معامل التحديد ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة في تفسير التغير في المتغير التابع لمعادلتي فقد بلغت قيمة هذا المعامل حوالي 0.732 و 0.745 لهاتين المعادلتين على الترتيب.

الجدول رقم (4-7) نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج الARDL لعوائ محفظة الأسواق المتطورة

الاحتمالية	المعلمات Coefficient	المتغير Regressor
0.000	0.93850	DL_USA
0.000	-0.27131	ECM1(-1)
0.000	0.0011878	DTREND
F-Stat.	F(3,91) 82.1707[.000] R-So	quared = 0.73255

 $Ecm_1 = L_DIV$ -1.3271* $L_USA + 2.3773*INPT$ -.0043780*TREND Microfit 5 المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج

الجدول (4-8) نتائج تقدير النموذج تصحيح الخطأ لنموذج الARDL لعوائد محفظة الأسواق الناشئة

الاحتمالية	المعلمات Coefficient	المتغيرRegressor
0.000	0.92655	DL_USA
0.000	-0.25659	ECM ₂ (-1)
0.000	0.0012422	DTREND
R-Square	d = 0.74255 F-Stat. $F(3,90)$	84.4715[.000]

 $Ecm_2 = L_EM$ -1.3063*L_USA + 2.3888*INPT -.0048411*TREND Microfit 5 וلمصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج

أثناء الأزمة العالمية 2008:

كما تحققت نفس الشروط السابقة خلال فترة الأزمة المالية، كما هي م وضحة في الجدول رقم (9-4) نتائج تقدير صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL المختار بواسطة SBC محفظة الأسواق المتطورة، والجدول رقم (4-10) نتائج تقدير صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL المختار بواسطة SBC محفظة الأسواق الناشئة،

- \star وجود معنوية إحصائية لمعامل كل من $ECM_1(-1)$ $ECM_1(-1)$ مع وجود إشارة سالبة لهذا المعامل، يؤكد هذا على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة في نموذجي محفظة الأسواق المتطورة ومحفظة الأسواق الناشئة.
- ♦ وجود أثر موجب ومعنوي للتغير في عوائد السوق الأمريكي خلال الأزمة المالية على عوائد محفظة الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة في الأجل القصير.
- ♦ كما أظهرت قيمة معامل التحديد ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة في تفسير التغير في المتغير التابع في المعادلتين فقد بلغت قيمة هذا المعامل حوالي 0.732 و 0.745 لهاتين المعادلتين على الترتيب.

الجدول (9-4): نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج الARDL لعوائد محفظة الأسواق المتطورة

الاحتمالية	Coefficientالمعلمات	المتغير Regressor
0.9522	-0.002474	DL_USA
0.0291	-0.094155	ECM ₂ (-1)
0.0825	-0.651447	DTREND
R-Square	d = 0.74255 F-Stat. F(3,90)	84.4715[.000]

Ecm₁ = L_DIV - (1.1051*L_EM -0.0025*L_USA -0.6514)

Microfit 5 المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج

الجدول(4-10) نتائج تقدير النموذج تصحيح الخطأ لنموذج الARDL لعوائد محفظة الأسواق الناشئة

الاحتمالية	المعلمات Coefficient	المتغيرRegressor			
0.8718	-0.005608	DL_USA			
0.0102	-0.113330	ECM ₁ (-1)			
0.0323	0.621000	DTREND			
F-Star	F-Stat. F(3,91) 82.1707[.000] R-Squared = 0.73255				

 $Ecm_2 = L_EM - (0.9077*L_DIV - 0.0056*L_USA + 0.6210)$ Microfit 5 المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج

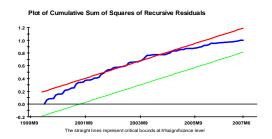
4.I. اختبار استقرار النماذج (Stability Test)

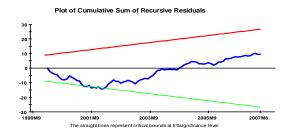
لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك مثل: المجموع التراكمي للبواقي المعادة (CUSUM) وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة (CUSUM of Squares). ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال لأنه يوضح أمرين مهمين. ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة، إذا وقع الشكل البياني لاختبارات كل من CUSUM of Squares وعلى ضوء البياني لاختبارات كل من CUSUM و CUSUM of Squares على البيانات المتوفرة وذلك قبل الأزمة المالية وخلالها.

قبل الازمة العالمية 2008:

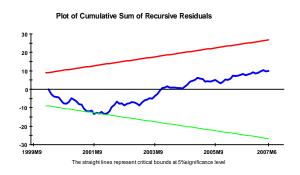
من خلال الرسم البياني نلاحظ أن اختبار المجموع التراكمي للبواقي المعادة CUSUM بالنسبة لهذين النموذجين، فهو يعبر وسط خط بهاخل حدود المنطقة الحرجة مشيرا إلى نوع من الاستقرار في النموذج عرج حدود معنوية 95%. كذلك بالنسبة لاختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة CUSUMSQ ، ويتضح من هذين الاختبارين أن هناك استقرار او انسجام افي النموذجين بين نتائج الهي الطويل ونتائج فترة قصيرة الأجل.

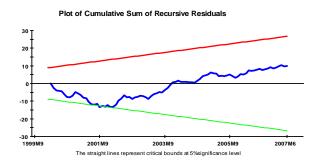
شكل رقم (1-4): نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق المتطورة.





شكل رقم (2-4): نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق الناشئة.

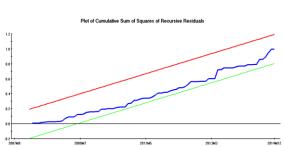


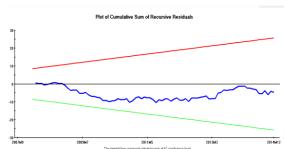


خلال الأزمة العالمية 2008:

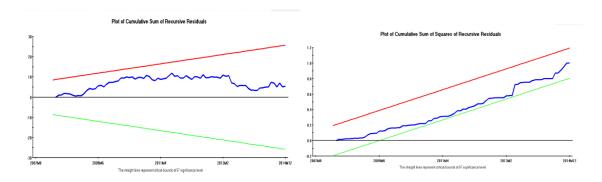
كذلك خلال الأزمة المالية فنلاحظ أن الرسم البياني لكلا الاختبارين CUSUM و CUSUMSQ عبارة عن خط يتوسط حدود المنطقة الحرجة ويشير ذلك إلى نوع من الاستقرار في النموذج عرج حدود معنوية 95%. كذلك الحال بالنسبة لاختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة CUSUMSQ ، ويتضح من هذين الاختبارين أن هناك استقرار و انسجام افي النموذجين بين نتائج الجي الطويل ونتائج فترة قصيرة الأجل.

شكل رقم (3-4): نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق المتطورة.





شكل رقم (4-4): نتائج اختباري CUSUM و CUSUMSQ لاستقرار معاملات صيغة تصحيح الخطأ لنموذج ARDL لمحفظة الأسواق الناشئة.



عمثل الاقتصاد الأمريكي %25 من الواردات العالمية ولذلك فهو يقود وينقل الأزمات المالية بكل سهولة إلى أكبر الأسواق المالية العالمية سواء كانت متطورة أم ناشئة مهما كانت صلابة بنيتها الاقتصادية، وبما أن علاقة السوق الأمريكي بالأسواق المتطورة وطيدة فهي سريعة وشديدة التأثر به خلافا عن الأسواق الناشئة والتي تتسم بنوع من الاستقرارية فهي أقل تأثرا بالتقلبات الحاصلة على مستوى السوق الأمريكي ومع ذلك فإن أزمة الميادين، فقد أدت إلى إفلاس أكبر المؤسسات المالية وانتقلت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية حيث كان لها أثار وخيمة في شتى الميادين، فقد أدت إلى إفلاس أكبر المؤسسات المالية والاقتصادية في دول مختلفة، كما تم تسجيل تراجع شديد في معدلات النمو الاقتصادي خاصة في الدول الأوروبية والتي سجل بعضها معدلات سلبية كما تأثرت معدلات النمو على مستوى الأسواق الناشئة لكن بدرجات أقل مقارنة بالأس واق المتطورة، وفضلا عن الإ فلاسات المسجلة في أكبر المؤسسات فإن هذا أدى إلى تسريح العمال وارتفاع معدلات البطالة والفقر وهي من أبغض الآثار التي خلفتها الأزمة المالية، حيث في جانفي 2010 ارتفعت معدلات البطالة والفقر ومناصب العمل الغير رسمية، فقد سجلت خلال الفترة 2007–2009 حوالي 34 مليون عاطل عن العمل حسب تصريحات المكتب الدولي للعمل، وارتكز معظمها في الدول المنطورة والاتحاد الأوروبي الذي يمثل 40% من تطور البطالة خلال تلك الفترة، وفي الأخير بجدر بنا القول أن الأسواق المتطورة أكثر تأثرا بالسوق الأمريكي مقارنة بالأمرواق الناشئة، كونما كانت أكثر ضررا خلال الأزمة المالية

II. تأثير تكامل الأسواق المالية على عوائد التنويع الدولي.

بعد قيامنا بدراسة تكامل الأسواق المتطورة والناشئة إضافة إلى دراسة تأثرها بالأزمات المالية، نحاول فيما يلي توضيح تأثير تكامل الأسواق المالية على عوائد التنويع الدولي بغية الإجابة على الإشكالية التالية: "ما مدى تأثير تكامل الأسواق المالية على عوائد التنويع الدولي" فنعتمد في ما يلي على مرحلتين نقوم في المرحلة الأولى بدراسة تأثير معاملات التقارب على عوائد الأسواق بالاعتماد على نموذج بانل، وفي المرحلة الثانية نقوم بدراسة سببية العوائد ومعاملات الارتباط بينها خلال المراحل المختلفة.

1.11. دراسة تأثير معاملات التقارب على عوائد المحافظ الدولية

نتطرق في هذا الجزء من الدراسة التعريف بالبيانات المستخدمة وقواعد البيانات المعتمدة ثم الطرق القياسية و في الأخير تقدير العلاقة.

1.1.II. متغيرات الدراسة وقواعد البيانات المستخدمة:

من أجل قياس علاقة تكامل الأسواق المالية على عوائد التنويع الدولي فإننا نعتمد على مجموعة من المتغيرات باعتبارها عوامل محددة لتكامل الأسواق المالية والتي أثبتت الدراسات السابقة بأنه اهي العوامل المتحكمة في أي علاقة تكامل الا أنها تختلف بحسب الظروف والإطار المكاني وتتمثل هذه المتغيرات في ما يلي:

•	**
X1	1. التدفقات المالية:
X2	2. الاستثمار الأجنبي المباشر:
X 3	 العجز في الميزان الجاري:
X4	4. تطور الصوق المالي:
X5	5. الانفتاح التجاري:
	6. التضخم:
X8	 سعر الصرف الحقيقي:

2.1.II. قواعد البيانات المستخدمة في استخراج البيانات:

نظرا لتعدد البيانات المستخدمة فقد اعتمدنا على مجموعة من قواعد البيانات وذلك لتعذر توفر هذه البيانات في قاعدة واحدة، نحاول فيما يلي ذكر هذه القواعد بغية إثبات مصداقية وصحة هذه البيانات.

- صندوق النقد الدولي؟
- البنك العالمي للبيانات؛
 - الأونكتاد؛
 - قاعدة كاندل.

1.II. 3. منهجية الدراسة والنموذج المستخدم:

تتمثل منهجية الدراسة في استخدام السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Method من خلال استخدام ثلاث نماذج وهي: نموذج الأثار الثابتة Fixed Effects Model، ونموذج الأثار الثابتة Pooled Regression Model، ونموذج الأثار العشوائية Random Effects Model، ثم المفاضلة بين هذه النماذج.

1.11. 4. تقدير العلاقة بين عوائد الأسواق المالية ومعاملات التقارب:

نظرا لكثرة المتغيرات المفسرة والتي ستؤثر على المعنوية الكلية للنموذج، كان من اللازم استبعاد بعضها حتى تتحسن نتائج التقدير، لذلك قمنا باستخدام طريقة الاختيار التدريجي معتمدين في ذلك على معنوية اختبار فيشر حيث يتم إدخال المتغيرات تدريجيا وفي الأخير يتم اختيار المزيج الذي يحقق أفضل معنوية كلية للنموذج.

من خلال النتائج أدناه نلاحظ أنه قد تم استبعاد كل من المتغير X3 (العجز في الميزان الجاري) و 2X (الانفتاح التجاري) والإبقاء على المتغيرات التي أعطت معنوية كلية للنموذج، ويرجع استبعاد هذه المتغيرات لعدم تأثيرها على عوائد محافظ الأسواق المالية بطريقة وبالرغم من أن نفس هذه المتغيرات كان لها تأثير واضح على علاقة التكامل كما وضحته الدراسات السابقة، إذ يتوجه المستثمرون نحو البلدان ذات معدل نمو صناعي مرتفع، وأن تواجد مثل هؤلاء المستثمرين في السوق يسمح بتخفيض انحرافاته ومن ثم المساهمة في تكامله مع الأسواق الدولية، كما تعكس درجة الانفتاح التجاري لبلد ما تكامله في الاقتصاد العالمي وتطور اقتصاده الكلي، وهذا ما يرفع من ثقة المستثمرين الدوليين ومتخذي القرار، كما يعمل على جذب الاستثمارات الأجنبية، ويعتقد المستثمرون الدوليون بأن كل تكامل اقتصادي ناجح يقود إلى تكامل مالي أنجح

الجدول (4-11): نتائج طريقة الاختيار التدريجي stepwise regression

Dependent Variable: Y Method: Stepwise Regre Date: 06/03/16 Time: 1 Sample: 1 260 Included observations: 2 Number of always inclu- Number of search regre Selection method: Steps Stopping criterion: p-valid	1:33 259 ded regressor: ssors: 9 vise forwards		/0.5	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	0.030055	0.013963	2.152432	0.0323
X8	-0.000274	0.000139	-1.974865	0.0494
X6	-0.001013	0.000459	-2.208745	0.0281
X2	0.005605	0.003114	1.799603	0.0731
X4	5.19E-05	2.23E-05	2.328373	0.0207
X9	-1.68E-05	8.23E-06	-2.047005	0.0417
X1	0.001279	0.000848	1.508283	0.1327
X7	0.001384	0.001053	1.314363	0.1899
R-squared	0.063642	Mean depend	ient var	0.007569
Adjusted R-squared	0.037528	S.D. depende	ent var	0.028710
S.E. of regression	0.028166	Akaike info cri		-4.271013
Sum squared resid	0.199122	Schwarz crite	rion	-4.161149
Log likelihood	561.0961	Hannan-Quin		-4.226841
F-statistic	2.437124	Durbin-Watso	on stat	2.295403
Prob(F-statistic)	0.019666			
	Selection	Summary		
Added X8				
Added X5				
Added X2				
Added X4				
Added X9				
Added X1				
Added X6				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعماد على برنامج EViwes.9

¹voir **Régis Bourbonnais**, Econométrie: cours et exercices corrigés, 9^{éme} Edition, DUNOD, 2015. 13^{éme} Chapitre.

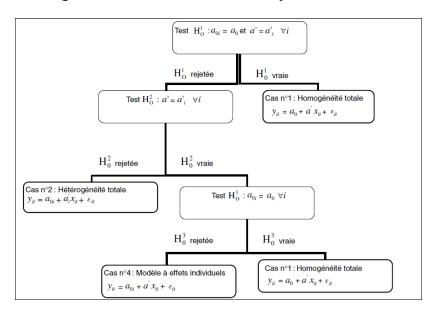
تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي

الفصل الرابع

نلاحظ أن أغلب المعلمات ذات معنوية إحصائية عند 5% ماعدا X2 ذو معنوية إحصائية عند 10% ، كما يؤكد اختبار فيشر على وجود معنوية كلية للنموذج،

بناءا على النتائج الإحصائية السابقة نقوم فيما يلي باختبارات قياسية من أجل إثبات صلاحية هذا ال نموذج من الناحية الإحصائية والقياسية. وللمفاضلة بين هذه النماذج فنستخدم اختبار فيشر وفق المجحية التي وضعها Hsiao (1986).

الشكل (4-5): مخطط توضيحي لسلسلة الاختبارات اللازمة لتحديد نموذج بانل المناسب



Source: Régis Bourbonnais, Économétrie, 9^{eme} edition, DUNOD, 2015 Paris, p 349.

نبدأ أولا باختبار الفرضية المزدوجة:

$$H_0^1: a_{0i} = a_0$$
 et $a = a_i$

نقوم بحساب قيمة فيشر وفق الصيغة التالية:

$$F = \frac{(SCRc_1 - SCR)/(N-1)(k+1)}{SCR/(N \times T - N(k+1))}$$

حيث تتمثل العوامل فيما يلي:

SCR_{c1}: مجموع مربعات البواقي للنموذج الخاضع للفرضية الصفرية (المقيد) والذي هو النموذج التجميعي SCR: مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد، والذي يمثل مجموع مربعات بوقي جميع النماذج الممكنة (10 نماذج) N: عدد الدول

T: عدد السنوات

ولحساب قيمة F1 قمنا بكتابة البرنامج التالي:

الشكل (6-4): برنامج لاستخراج المجاميع المستخدمة في اختبار التجانس

```
Run | Print Save SaveAs Cut Copy Paste InsertTxt Find Replace
SMPL 1 260
'Initialisation à 0 des variables indicatrices
FOR !I = 1 TO 10
genr dum!l = 0
Next !!
Regression sur la totalité des observations
equation eq0.LS Y C X1 X2 x4 x6 x7 x8 x9
scalar SCRC1 = @ssr
scalar ddl = @regobs - @ncoef
!N1 = 1
!N2 = 26
Scalar SCR = 0
scalar ddld = 0
 Table des résultats
   table(10,10) result
' Nous effectuons les 10 régressions une ppour chaque pays
FOR !I = 1 TO 10
SMPL !N1 !N2
equation eq!I.LS Y C X1 X2 x4 x6 x7 x8 x9
genr dum!l = 1
scalar SCR = SCR + @SSR
scalar ddld = ddld + (@regobs - @ncoef)
setcell(result,!!,1,"Pays = ", !!)
setcell(result,!!,2, !!)
setcell(result,!i,3,@ssr)
!N1 = !N2 + 1
!N2 = !N1 + 25
NEXT
'Calcul du Fisher
scalar F1N = ((SCRC1 - SCR)/(ddl - ddld))
scalar F1D = (SCR /ddld)
scalar F1 = F1N/F1D
```

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

فكانت النتيجة كالتالي:

نقارتها مع القيمة المحدولية F=7,180 فنلاحظ أن القيمة المحسوبة أكبر من المحدولة ومنه نرفض فرضية التجانس التام، لذلك ننتقل إلى اختبار الفرضية التالية

$$H_0^2: a = a_i \forall i$$

ولاختبار هذه الفرضية نستخدم معادلة اختبار فيشر التالية:

$$F_2 = \frac{(SCRc_2 - SCR)/((N-1))}{SRC/(N \times T - N(k+1))}$$

حىث:

SCR_{c2}: مجموع مربعات البواقي للنموذج الخاضع للفرضية الصفرية (المقيد) والذي هو نموذج الآثار الثابتة.

تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي

الفصل الرابع

SCR: مجموع مربعات البواقي للنموذج غير المقيد ، والذي يمثل مجموع مربعات بواقي جميع النماذج الممكنة (10 نماذج). من خلال الاختبار السابق وجدنا SCR= 0.150942441 ولحساب SCR نقوم بتقدير نموذج الآثار الثابتة كما موضح في الجدول التالي:

الجدول (4-12): نموذج الآثار الثابق

Dependent Variable: Y?
Method: Pooled Least Squares
Date: 07/25/16 Time: 19:46
Sample: 1989 2014
Included observations: 26
Cross-sections included: 10
Total pool (unbalanced) observations: 259

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
С	0.023010	0.016660	1.381158	0.1685
X1?	0.001073	0.000857	1.250926	0.2122
X2?	0.014322	0.004784	2.993674	0.0030
X4?	4.55E-05	2.29E-05	1.987097	0.0480
X6?	-0.001552	0.000665	-2.332453	0.0205
X7?	0.002709	0.001798	1.506493	0.1332
X8?	-0.000278	0.000165	-1.687976	0.0927
X9?	-1.50E-05	8.29E-06	-1.804694	0.0724
Fixed Effects (Cross)				
_1C	-0.003419			
_2C	-0.000911			
_3C	0.002464			
_4C	0.004940			
_5C	-0.009761			
_6C	-0.015022			
_7C	0.015724			
_8C	0.008412			
_9C	-0.008592			
_10C	0.006261			
	Effects Spe	ecification		
Cross-section fixed (du	mmy variables)		
R-squared	0.099279	Mean depend	tent var	0.007569
Adjusted R-squared	0.039727	S.D. dependent var		0.028710
S.E. of regression	0.028134			-4.240317
Sum squared resid	0.191544	Schwarz crite	rion	-4.006857
Log likelihood	566.1210	Hannan-Quin	in criter.	-4.146452
F-statistic	1.667100	Durbin-Watso	on stat	2.277846
Prob(F-statistic)	0.053684			
, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتقاد على برنامج EViwes.9

بعد الحساب نجد أن $F_c=1$ أقل من المجدولة ($F_c=1$)، ومنه نقبل الفرضية الصفرية، لذلك ننتقل إلى اختبار الفرضية الثالثة والتي تكتب كالتالى:

$$H_o^3$$
: $a_o i = a_o \ \forall i$

ولاختبار هذه الفرضية نستخدم معادلة احتبار فيشر التالية:

$$F_3 = \frac{(SCRc_1 - SCRc_2)/(N-1)}{SCRc_2/(N \times (T-1) - k)}$$

بعد الحساب نجد £1,0638 أقل من المجدولة (F=1.94)، ومنه نقبل الفرضية الصفرية الثالثة (فرضية التجانس التام) ، أي لا توجد آثار فردية والنموذج المناسب هو النموذج التجميعي، وهذا ما يؤكده الاختبار الذي يوفره برنامج EViews وهو اختبار الآثار الفردية الثابتة Redundant Fixed Effects Tests- والذي يعتمد أيضا على اختبار فيشر - الذي أعطى النتائج التالية:

الجدول (4-13): اختبار وجود الآثار الفردية الثابق

Redundant Fixed Effect Pool: POOLD Test cross-section fixed						
Effects Test		Statistic	d.f.	Prob.		
Cross-section F Cross-section Chi-squa	are	1.063853 10.049753	(9,242) 9	0.3903 0.3465		
Cross-section fixed effects test equation: Dependent Variable: Y? Method: Panel Least Squares Date: 06/07/16 Time: 19:15 Sample: 1989 2014 Included observations: 26 Cross-sections included: 10 Total pool (unbalanced) observations: 259						
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
С	0.030055	0.013963	2.152432	0.0323		
X1?	0.001279	0.000848	1.508283	0.1327		
X2?	0.005605	0.003114	1.799603	0.0731		
X4?	5.19E-05	2.23E-05	2.328373	0.0207		
X6?	-0.001013	0.000459	-2.208745	0.0281		
X7?	0.001384	0.001053	1.314363	0.1899		
X8?	-0.000274	0.000139	-1.974865	0.0494		
X9?	-1.68E-05	8.23E-06	-2.047005	0.0417		
R-squared	0.063642	Mean depend	lent var	0.007569		
Adjusted R-squared	0.037528	S.D. depende	nt var	0.028710		
S.E. of regression	0.028166	Akaike info cri	iterion	-4.271013		
Sum squared resid	0.199122	Schwarz criter	rion	-4.161149		
Log likelihood	561.0961	Hannan-Quin	n criter.	-4.226841		
F-statistic	2.437124	Durbin-Watso	n stat	2.281735		
Prob(F-statistic)	0.019666					

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية الاختبار 0.3903 أكبر من 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية والتي تنص على عدم على عدم وجود آثار فردية ثابتة، وهذا أيضا ما أكده اختبار Breusch-Pagan الذي يختبر فرضية العدم والتي تنص على عدم وجود أثار فردية عشوائية، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول (4-41) : اختبار الآثار الفردية العشوائية

	Tross-section	est Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	0.710832	158.0656	158.7764
	(0.3992)	(0.0000)	(0.0000)
Honda	-0.843108	12.57241	8.293872
		(0.0000)	(0.0000)
King-Wu	-0.843108	12.57241	5.745494
		(0.0000)	(0.0000)
Standardized Honda	-0.311426 	12.93288 (0.0000)	5.065226
			(0.0000)
Standardized King-Wu	-0.311426	12.93288	2.806579
		(0.0000)	(0.0025)
Gourierioux, et al.*	-	_	158.0656 (< 0.01)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن احتمالية الاختبار (0,399) أكبر من 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية والتي تنص على عدم وجود آثار فردية عشوائية.

إذن جميع الاختبارات تؤكد على عدم وجود آثار فردية لا ثابت ولا عشوائية ، لذلك فللموذج المناسب هو النموذج التحميعي ، وسنقوم بدراسة صلاحية هذا النموذج من خلال تطبيق الاختبارات المناسبة كما هو آت.

الجدول (4-15): نتائج تقدير النموذج التجميعي

Dependent Variable: Y Method: Panel Least So Date: 06/07/16 Time: 1 Sample: 1989 2014 Periods included: 26 Cross-sections include Total panel (unbalance	d: 10	s: 259		
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.001279	0.000848	1.508283	0.1327
X2	0.005605	0.003114	1.799603	0.0731
X4	5.19E-05	2.23E-05	2.328373	0.0207
X6	-0.001013	0.000459	-2.208745	0.0281
X7	0.001384	0.001053	1.314363	0.1899
X8	-0.000274	0.000139	-1.974865	0.0494
X9	-1.68E-05	8.23E-06		0.0417
C	0.030055	0.013963	2.152432	0.0323
R-squared	0.063642	Mean depend	lent var	0.007569
Adjusted R-squared	0.037528	S.D. dependent var		0.028710
S.E. of regression	0.028166			-4.271013
Sum squared resid	0.199122	Schwarz criter	rion	-4.161149
Log likelihood	561.0961	Hannan-Quin	n criter.	-4.226841
F-statistic	2.437124	Durbin-Watso	n stat	2.281735
Prob(F-statistic)	0.019666			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

نلاحظ أن أغلب المعلمات معنوية عند 5% ماعدا 2X معنوي عند 5%، و10%، و10% غير معنويين، أيضا من حلال الحتبار فيشر نلاحظ وجود معنوية كلية للنموذج (احتمالية الاختبار أقل من 0,05)، وللتأكد أكثر من صلاحية هذا النموذج سنقوم باختبار تحقق فرضيات طريقة المربعات الصغرى

1 الختبار مدى ملائهة الشكل الدالي المستخدم:

من أجل معرفة مدى مناسبة الشكل الدالي المستخدم تم الاستعانة باختبار التوصيفRamsey والذي أعطى النتائج التالية:

الجدول (16-4): نتائج اختبار حسن التوصيف Ramsey

Ramsey RESET Test Equation: UNTITLED Specification: Y X1 X2 X4 Omitted Variables: Squar				
t-statistic F-statistic Likelihood ratio	Value 0.425748 0.181261 0.187719	df 250 (1, 250) 1	Probability 0.6707 0.6707 0.6648	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

حيث نلاحظ من خلال نتائج هذا الاختبار أن احتمالية (probability) اختبار فيشر أكبر من 0,05 مما يعني قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن هناك توصيف جيد للنموذج، أي أن الشكل الدالي المستخدم (الخطي) مناسب للبيانات.

2 +لارتباط الذاتي:

لاختبار فرضية غياب مشكلة الارتباط الذاتي قمنا باستخدام اختبار د وربن واتسن، حيث نلاحظ من خلال نتائج التقدير أن d1=1.74 القيمة المحسوبة لهذا الاختبار كانت d1=1.74 ، وإما القيم الجدولية فبالرجوع إلى الجداول الخاصة بذلك وحدنا d1=1.74 و d1=1.74 مما يعني وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية، ولمعالجة هذه المشكلة قمنا باستخدام طريقة كوكران أوركت، فكانت النتائج كالليلي:

الجدول (4-17): نموذج انحدار متعدد لإزالة الارتباط الذاتي بطريقة كوكران أوركت

Variable Coefficient X1 0.001 X2 0.003 X4 4.51E X6 -0.000 X7 0.001 X8 -0.000 X9 -1.37E C 0.0300 AR(1) -0.161 SIGMASQ 0.000 R-squared 0.085 Adjusted R-squared 0.027 S.E. of regression 0.027 Sum squared resid 0.194 Log likelihood 564.15	erations using observed Hess	sian	
X2 0.003 X4 4.51E X6 -0.000 X7 0.001 X8 -0.000 X9 -1.37E C 0.0300 AR(1) -0.161 SIGMASQ 0.000 R-squared 0.0859 Adjusted R-squared 0.0529 S.E. of regression 0.0279 Sum squared resid 0.1943 Log likelihood 564.15	ient Std. Error	t-Statistic	Prob.
Adjusted R-squared 0.0529 S.E. of regression 0.0279 Sum squared resid 0.1945 Log likelihood 564.19	735 0.002788 -05 2.06E-05 747 0.000413 189 0.000908 263 0.000120 -05 7.92E-06 030 0.012033 127 0.063801	1.508329 1.339424 2.187816 -1.808487 1.310415 -2.198870 -1.723772 2.495531 -2.525458 11.37979	0.1327 0.1817 0.0296 0.0717 0.1913 0.0288 0.0860 0.0132 0.0122 0.0000
F-statistic 2.6012 Prob(F-statistic) 0.0069 Inverted AR Roots16	902 S.D. dependen 940 Akaike info crite 380 Schwarz criterio 914 Hannan-Quinn Durbin-Watson	Akaike info criterion Schwarz criterion	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة دوربن واتسن أصبحت قريبة جدا للقيمة 2 وبالضبط تقع بين d2 و d-d2 مما يعني زوال مشكلة الارتباط الذاتي.

3 شبات تباين الأخطاء العشوائية:

لاختبار وجود ثبات تباين الأخطاء العشوائية قمنا باستخدام اختبار ARCH فكانت النتائج كما يلي:

الحدول (4-18): نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء العشوائية

Heteroskedasticity Te	st: ARCH		
F-statistic		Prob. F(1,255)	0.0675
Obs*R-squared		Prob. Chi-Square(1)	0.0670

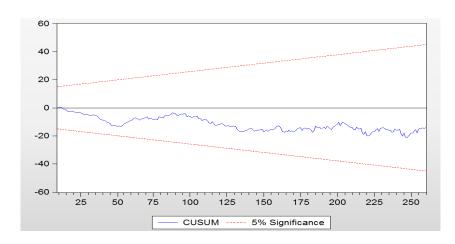
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

حيث نلاحظ من خلال نتائج الاختبار غياب مشكلة عدم ثبات التباين وذلك لان احتمالية الاختبار اكبر من 0.05 أي قبول فرضية ثبات تبيان الأخطاء العشوائية.

4 استقرارية المعلمات (اختبار CUSUM)

نستخدم هذا الاختبار للتأكد من استقرارية معلمات النموذج وعدم وجود تغير هيكلي خلال فترة الدراسة، وهذا الاختبار لا يتطلب معرفة سنة التغير (كما هو الحال مع اختبار CHOW)

الشكل (4-7) : نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء العشوائية

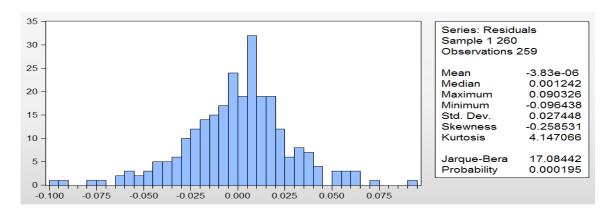


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن أخطاء التنبؤ المعيارية (الخط باللون الأزرق) ظلت داخل مجال الثقة طول فترة التقدير مما يدل على استقرارية المعلمات.

5 اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء:

الشكل (4-8) : نتائج اختبار طبيعية سلسلة بواقي النموذج .



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.9

من خلال نتائج اختبار حاك بيرا يتبين لنا أن سلسلة البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي وذلك لان الاحتمالية (probability) أقل من 50,05 ، لكن نلاحظ أن معامل التفلطح 4.14 قريب من 3 ومعامل التناظر-0,25 قريب من 0 ثما يدل على ان الانحراف عن التوزيع الطبيعي ليس انحراف كبيرا، وتم ا أن حجم العينة كبير نسبيا 260 (أكبر من 30) فان عدم تحقق هذه الفرضية لا يؤثر على نتائج التقدير.

التحليل والتفسير الاقتصاديين:

X7 ، X1 من خلال الجدول رقم (4–15) اتضح أن أغلب المعلمات معنوية عند 5% ماعدا X2 معنوي عند 10%، وX7 ، X1 غير معنويين، نحاول فيما يلي تفسير تأثير كل متغير من متغيرات التقارب على عوائد التنويع الدولي:

- X1 التدفقات المالية الأجنبية:

يتبين من خلال النموذج وجود علاقة طردية بين التدفقات المالية باعتبارها كأحد المحددات الرئيسية للتكامل المالي ، مع العوائد الناجمة عن التنويع الدولي في محافظ الأسواق المتطورة والناشئة وأن الزيادة في التدفقات المالية بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع عوائد المحفظة المنوعة دوليا به 0,0012 وتعكس التدفقات المالية الأجنبية إمكانية ورغبة المستثمرين الدوليين في الاستثمار في سوق ما وتؤثر هذه التدفقات على ديناميكية الأسواق المالية بما فيها العدوى المسجلة على المدى القصير، كما تسمح التدفقات المالية الأجنبية بتحسين فعالية النظام المالي، هذا الأخير الذي يسمح بجذب المستثمرين الأجانب والمراجحين، حيث أن وصول هذين الأخيرين للأسواق المحلية يسمح باستقرار السوق ويقلل من انحيافات الأسعار الناجمة عن عمليات المضاربة والمراجحة وبالتالي تحقيق عوائد معتبرة من عملية التنويع الدولي واستقرار

في المخاطر الكلية. و بالنظر إلى معنوية هذا المتغير في النموذج فنجد أن احتمال المقابل لهذا المعامل يفوق %5 بمعنى ليس للتدفقات المالية معنوية إحصائية داخل النموذج.

- X2 الاستثمار الأجنبي المباشر:

يتضح من خلال النموذج وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر وعوائد التنويع الدولي حيث أنه كلما زادت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بوحدة واحدة ارتفعت العوائد المجنية من عملية التنويع الدولي به: 0,005605 ويتداخل هذا المتغير وسابقه "التدفقات المالية" حيث أن الانفتاح المتزايد ودخول الاستثمارات الأجنبية المباشرة يؤدي إلى استقطاب المتزايد من التدفقات المالية ويفضل الاستثمار الأجنبي عن باقي الاستثمارات لاسيما القروض كو ن أنه لا يمكنه الخروج بسهولة من البلد المضيف، عكس الأصول قصيرة الأجل كالقروض والتي هي أول من يسارع بالخروج في حالة الأزمات ما يزيد من حدتها وتفاقمها، كذلك بالنسبة للاستثمار في المحافظ المالية فهي سهلة الهروب كما أنها تتسم بشدة التقلب وعدم الاستقرار.

ومن حهة أخرى فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يدعم النمو والاستقرار الاقتصادي بما يسمح بجذب المستثمرين الماليين إلى الأسواق المالية المحلية بما يسمح بتحقيق الاستقرار فيها ما يؤدي إلى تحقيق أرباح ايجابية من عملية التنويع الدولي وانخفاض في المخاطر الكلية، و بالنظر إلى معنوية هذا المتغير في النموذج فنجد أن احتمال المقابل لهذا المعامل يفوق 3% بمعنى ليس للاستثمار الأجنبي المباشر معنوية إحصائية في النموذج

- X3 تطور السوق المالي:

يتضح من خلال النموذج التجميعي وجود علاقة موجبة وان كانت جد متواضعة بين كل من تطور السوق المالي وعوائد التنويع الدولي ويؤثر تطور السوق المالي على خصائص التنويع الدولي عن طريق قناتين أحداهما مباشرة والتي تتعلق بالمهام داخل نفس السوق والتي تسهل عملية التداول والتبادل كذلك تنويع المخاطر وتوفير السيولة..الخ

وكلما ارتفع حجم السوق كلما ارتفعت إمكانية تنوي ع المخاطر كما أنه كلما تطور حجم السوق كلما تناظرت المعلومات المتوفرة وبالتالي إمكانية جذب المستثمرين الأجانب.

أما القناة الثانية الغير مباشرة فتتمثل في تأثير حجم السوق المالي على الاقتصاد المحلي من قوة واستقرار والذي بدوره يؤثر على العوائد المنتظرة من عماية التنويع الدولي نتيجة لزيادة ثقة المستثمرين الدوليين وانجذابجم نحو هذه الأسواق

- X6 التضخم:

من خلال النموذج يتضح أن للتضخم تأثير سلبي على العوائد المجنية من عملية التنويع الدولي، حيث كلما ارتفعت معدلات التضخم بالواحد سوف تنخفض عوائد التنويع الدولي به 0,00075، و كما نعلم أن معدلات التضخم تعكس مستوى الاستقرار النقدي والاقتصاد الكلي لبلد ما، كما أن تقارب معدلات التضخم المحلية بتلك المعدلات الأجنبية، تكون كإشارة للمستثمرين على فرص مناسبة لكن في الأسواق الأجنبية وهذا ما يدعم وينشط عملية التنويع الدولي بما يجمح بتخفيض انحرافات العوائد وتعديل المخاطر .

- X7 تطور الإنتاج الصناعى:

اتضح من خلال النموذج أن تطور الإنتاج الصناعي يؤثر إيجابا على عوائد التنويع الدولي وأنه كلما ارتفع الإنتاج الصناعي الصناعي بوحدة واحدة كلما ارتفعت عوائد التنويع الدولي بـ 0,0012، ويشير تطور الإنتاج الصناعي إلى حالة نشاط القطاع الصناعي وقد بينت العديد من الدراسات العلاقة الايجابية بين الإنتاج الصناعي والنمو الاقتصادي وهذا ما يجعل البلد محل فرص عديدة للاستثمار وإقبال المستثمرين الأجانب، وأن تواحد كهولاء الأجانب- في البلد سيعمل على التقليل من الانحرافات في الأسعار . و بالنظر إلى معنوية هذا المتغير في النموذج فنجد أن احتمال المقابل لهذا المعامل يفوق %5 بمعني ليس لتطور الإنتاج الصناعي معنوية إحصائية داخل النموذج

- X8 سعر الصرف الحقيقي:

يتضح من خلال النموذج أن هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف والأرباح الجني ة من عملية التنويع الدولي حيث كلما ارتفع صرف العملة المحلية نسبة إلى الدولار الأمريكي كلما انخفضت العوائد بنسبة (0,00026، وتعتبر التقلبات في أسعار الصرف بمثابت المكبح في تطور التجارة الخارجية وتحركات رؤوس الأموال وبالتالي فإن تذبذبات صرف العملات سيؤدي لعزف المستثمرين الأجانب من الاستثمار في البلدان التي شهدت تذبذبات مستثمرة في أسعار صرفها لأن الاستثمار فيها سيكون غير مجد، كما أن تذبذب أسعار الصرف سيؤدي بدوره إلى ارتفاع انحرافات أسعار الأوراق المالية وبالتالي تراجع عوائد التنويع الدولي.

- X9 سعر الفائدة قصير الأجل:

يتضح من خلال النموذج أن هناك علاقة عكسية بين معدلات الفائدة قصيرة الأجل والعوائد الجنية من عملية التنويع الدولي حيث كلما زادت تذبذبات معدلات الفائدة قصيرة الأجل بالواحد كلما انخفضت عوائد التنويع الدولي به 0,0000014 وذلك لأنه كلما ارتفعت معدلات الفائدة فإن المستثمرون سيتوجهون لإيداع أموالهم في البنوك وبعوائد أكيدة فضلا عن الاستثمار في الأوراق المالية والتي هي في هذه الحالة ستكون ذات عوائد أقل من

الفصل الرابع

الفوائد الممنوحة من قبل البنوك، ولذلك يعزف المستثمر ون عن الاستثمار في الأسواق المالية ما يزيد من انحرافات عوائدها وبالتالي ارتفاع المخاطر.

2.II. تحليل سببية عوائد الأسواق المالية وارتباطها.

2.II. 1. تحليل سببية عوائد الأسواق المالية.

الجدول رقم (4-19) نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة 1989-1997

الولايات	المكسيك	ماليزيا	اليابان	ايطالها	اندونيسيا	هونغ	فرنسا	البرازيل	كندا	+
المتحدة						كونغ				L
0.53778	0.31587	0.59103	0.00853	3.24052	1.12776	0.22825	3.15887	2.14753	-	كندا
(0.4653)	(0.5755)	(0.4441)	(0.9266)	(0.0752)	(0.2911)	(0.6340)	(0.0789)	(0.1463)		
1.54161	1.52541	2.56391	0.50927	1.03842	1.36393	0.21409	4.32150	-	1.33394	البرازيل
(0.2176)	(0.2201)	(0.1129)	(0.4773)	(0.3110)	(0.2460)	(0.6447)	(0.0405)		(0.2512)	5 5.
2.50073	0.00764	1.08545	0.20091	1.48849	3.39008	0.00499	-	9.80574	2.80774	فرنسا
(0.1173)	(0.9306)	(0.3003)	(0.6551)	(0.2257)	(0.0689)	(0.9438)		(0.0024)	(0.0973)	
0.47255	0.01942	2.44277	1.51878	0.45294	0.74332	-	4.40491	22.6029	2.32415	هونغ
(0.4936)	(0.8895)	(0.1216)	(0.2210)	(0.5027)	(0.3909)		(0.0387)	(8.E-06)	(0.1309)	كونغ
0.72069	0.23220	2.46646	0.02230	6.75546	-	3.19558	0.22587	0.10900	0.52516	اندونيسيا
(0.3982)	(0.6311)	(0.1198)	(0.8816)	(0.0109)		(0.0772)	(0.6358)	(0.7421)	(0.4706)	 5
0.90068	2.21017	1.52658	1.24047	-	1.36240	2.41020	0.98849	0.11693	1.57173	ايطاليا
(0.3452)	(0.1406)	(0.2199)	(0.2684)		(0.2462)	(0.1241)	(0.3228)	(0.7332)	(0.2132)	
0.90587	0.98412	1.29565		4.61942	4.19437	0.76751	0.13452	0.00120	0.08584	اليابان
(0.3438)	(0.3239)	(0.2581)		(0.0343)	(0.0435)	(0.3833)	(0.7147)	(0.9724)	(0.7702)	0 . #
0.69380	0.08524	-	0.90223	1.52658	1.94333	0.54812	2.22911	14.2368	2.35164	ماليزيا
(0.4071)	(0.7710)		(0.3448)	(0.2199)	(0.1668)	(0.4610)	(0.1390)	(0.0003)	(0.1287)	.5.
1.44687	-	0.01898	0.21008	0.29584	0.45904	0.03348	0.02346	5.09392	0.01496	المكسبك
(0.2322)		(0.8907)	(0.6478)	(0.5879)	(0.4998)	(0.8552)	(0.8786)	(0.0265)	(0.9029)	
-	0.19228	1.36119	0.68542	1.09643	1.47290	2.24867	15.1906	12.5396	7.35831	الولايات
	(0.6621)	(0.2464)	(0.4099)	(0.2979)	(0.2281)	(0.1373)	(0.0002)	(0.0006)	(0.0080)	المتحدة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

1999-1997 الجدول رقم (20-4) نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة

الولايات	المكسيك	ماليزيا	اليابان	ايطاليا	اندونيسيا	هونغ كونغ	فرنسا	البرازيل	كندا	_
المتحدة										
1.76046	0.00733	1.54346	0.91920	1.64905	2.32646	1.32603	2.53695	0.27676	-	كندا
(0.1944)	(0.9927)	(0.2350)	(0.4130)	(0.2142)	(0.1202)	(0.2851)	(0.1010)	(0.7607)		
1.63685	1.97267	2.11368	6.93458	1.37394	2.72761	4.06725	0.95165		0.53966	البرازيل
(0.2165)	(0.1619)	(0.1437)	(0.0044)	(0.2731)	(0.0865)	(0.0307)	(0.4008)	-	(0.5901)	٥,,,, ٥.
0.61452	1.93001	0.00433	2.01894	1.07766	0.07917	7.43191		1.20777	0.94916	فرنسا
(0.5495)	(0.1679)	(0.9957)	(0.1557)	(0.3570)	(0.9241)	(0.0032)	-	(0.3171)	(0.4017)	,
0.50287	2.62568	4.68543	0.58529	1.95135	9.81529		1.45142	0.53943	2.88016	هونغ
(0.6113)	(0.0940)	(0.0196)	(0.5650)	(0.1649)	(8000.0)	-	(0.2549)	(0.5903)	(0.0765)	کونغ کونغ
0.04757	4.00000	0.50040	4 44000	0.04050		4.50407	0.00054	0.40400	4 455 44	
0.64757	1.60239	0.52213	1.44008	0.91253	-	1.58137	0.83351	2.13128	1.45541	اندونيسيا
(0.5326)	(0.2231)	(0.6001)	(0.2575)	(0.4156)		(0.2273)	(0.4472)	(0.1415)	(0.2540)	
0.43447	3.08228	0.15550	0.71448		0.15598	2.91260	0.78687	5.12578	0.67257	ايطاليا
(0.6528)	(0.0652)	(0.8569)	(0.5000)	_	(0.8565)	(0.0746)	(0.4671)	(0.0144)	(0.5202)	ايصاب
` '	` ,	` ′	(0.000)		` ,	,	, ,	` '	, ,	
0.30501	2.06131	8.19517		3.50215	3.50215	1.99216	1.77773	0.93926	3.42301	اليابان
(0.7400)	(0.1502)	(0.0021)		(0.0470)	(0.0470)	(0.1593)	(0.1915)	(0.4054)	(0.0500)	
0.33646	2.61532		1.65861	1.65066	0.44156	1.10527	0.70901	2.02138	1.16574	ماليزيا
(0.7178)	(0.0948)		(0.2124)	(0.2139)	(0.6484)	(0.3481)	(0.5026)	(0.1553)	(0.3294)	محبيري
, ,	(0.00.0)	-	` ,	` ′	` ′	, ,	` ′	, ,	` ,	
0.57917	-	4.06079	2.06131	0.94261	1.52557	1.26180	0.86915	0.82812	0.21789	المكسيك
(0.5683)		(0.0309)	(0.1502)	(0.4042)	(0.2387)	(0.3020)	(0.4326)	(0.4495)	(0.8059)	·
-	0.40912	0.87468	1.93569	2.23308	1.04198	1.53443	1.34666	0.61755	0.47259	الولايات
	(0.6690)	(0.4304)	(0.1671)	(0.1299)	(0.3688)	(0.2368)	(0.2799)	(0.5480)	(0.6293)	المتحدة
										الهنجدة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

2007-2000 الجدول رقم (2-4) نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة

الولايات	المكسيك	ماليزيا	اليابان	ايطاليا	اندونيسيا	هونغ	فرنسا	البرازيل	كندا	◆ 1
المتحدة						كونغ				느
2.78943	0.06174	2.57994	7.10786	8.47591	4.87618	7.86967	7.26475	2.75462		كندا
(0.0672)	(0.9402)	(0.0818)	(0.0014)	(0.0004)	(0.0099)	(0.0007)	(0.0012)	(0.0695)	-	
2.76614	0.68648	2.26087	8.15994	4.01459	7.66790	7.92887	7.58238		0.24618	البرازيل
(0.0687)	(0.5062)	(0.1106)	(0.0006)	(0.0217)	(0.0009)	(0.0007)	(0.0009)	-	(0.7823)	J., J.
4.83469	2.08110	2.27249	7.59335	3.87326	10.6884	10.5853		2.56909	5.27552	فرنسا
(0.0103)	(0.1313)	(0.1094)	(0.0009)	(0.0246)	(7.E-05)	(8.E-05)	-	(0.0827)	(0.0070)	
										هونغ
2.14665	1.46525	3.61909	6.01607	0.75534	5.32879		0.27193	4.06278	1.98122	•
(0.1233)	(0.2369)	(0.0311)	(0.0036)	(0.4731)	(0.0066)	-	(0.7626)	(0.0207)	(0.1444)	كونغ
5.41812	2.03584	7.34781	7.92001	5.18639		5.84812	5.07209	1.64131	5.13699	اندونيسيا
(0.0061)	(0.1370)	(0.0012)	(0.0007)	(0.0075)	-	(0.0042)	(0.0084)	(0.2000)	(0.0079)	
3.18971	3.18971	0.93514	7.82071		6.67660	11.0166	4.49431	0.23237	1.01038	ايطاليا
(0.0463)	(0.0463)	(0.3966)	(0.0008)	-	(0.0020)	(6.E-05)	(0.0140)	(0.7932)	(0.3685)	
3.94420	2.24946	0.38089		0.87714	2.25711	0.58918	0.13706	2.33758	3.22949	اليابان
(0.0231)	(0.1118)	(0.6844)	-	(0.4198)	(0.1110)	(0.5571)	(0.8721)	(0.1029)	(0.0446)	0
4.38907	1.13061		5.83993	1.78268	2.65381	3.12873	4.60047	0.73307	2.42370	ماليزيا
(0.0154)	(0.3278)	-	(0.0042)	(0.1746)	(0.0764)	(0.0490)	(0.0127)	(0.4835)	(0.0948)	
1.68912		7.09572	5.10727	3.28330	7.77402	3.62111	4.47084	1.42848	1.27179	المكسيك
(0.1910)	-	(0.0014)	(0.0081)	(0.0424)	(8000.0)	(0.0311)	(0.0143)	(0.2455)	(0.2857)	
	1.56851	1.18946	0.83175	2.00940	10.0865	0.08881	1.70721	2.60524	2.10021	الولايات
	(0.2145)	(0.3095)	(0.4389)	(0.1405)	(0.0001)	(0.9151)	(0.1877)	(0.0799)	(0.1289)	المتحدة
_	(0.2143)	(0.5095)	(0.4309)	(0.1403)	(0.0001)	(0.9131)	(0.1077)	(0.0199)	(0.1209)	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

الجدول رقم (4-22) نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الأزمة المالية 2008-2009

الولايات	المكسيك	ماليزيا	اليابان	ايطاليا	اندونيسيا	هونغ	فرنسا	البرازيل	كندا	4
المتحدة						كونغ				_
0.03029	0.59230	2.33404	0.09145	0.47077	0.58264	1.13746	0.27043	0.40016	-	كندا
(0.9702)	(0.5655)	(0.1311)	(0.9131)	(0.6334)	(0.5706)	(0.3468)	(0.7667)	(0.6772)		•
0.24715	1.26521	3.76442	0.03311	0.12857	1.11946	0.98840	0.31197	-	1.03547	البرازيل
(0.7841)	(0.3106)	(0.0473)	(0.9675)	(0.8803)	(0.3523)	(0.3952)	(0.7366)		(0.3791)	03 3.
1.08127	1.27635	0.96938	0.79693	2.19995	0.53814	0.21952	-	0.91501	2.14224	فرنسا
(0.3642)	(0.3077)	(0.4019)	(0.4689)	(0.1453)	(0.5947)	(0.8054)		(0.4217)	(0.1519)	,
1.45488	2.42242	1.53935	0.71467	0.62567	3.41497	-	1.31825	1.21560	2.26510	هونغ كونغ
(0.2646)	(0.1226)	(0.2466)	(0.5053)	(0.5483)	(0.0600)		(0.2969)	(0.3241)	(0.1382)	,
0.13252	0.28989	5.94093	0.08453	0.14600	-	0.74710	0.07430	0.70122	0.54535	اندونيسيا
(0.8769)	(0.7524)	(0.0126)	(0.9194)	(0.8654)		(0.4906)	(0.9287)	(0.5115)	(0.5907)	
1.91636	1.84923	1.13727	2.21730	-	0.97767	0.12185	2.79294	1.24829	2.30138	ايطاليا
(0.1815)	(0.1915)	(0.3468)	(0.1433)		(0.3989)	(0.8862)	(0.0931)	(0.3152)	(0.1344)	
0.75012	0.58649	0.22770	-	1.04612	0.51085	0.02366	0.55589	0.72803	1.34774	اليابان
(0.4892)	(0.5685)	(0.7991)		(0.3756)	(0.6101)	(0.9767)	(0.5849)	(0.4992)	(0.2895)	0
1.72157	3.41968	-	0.99270	1.29115	6.54983	1.37652	2.09818	3.85750	3.43159	ماليزيا
(0.2123)	(0.0598)		(0.3937)	(0.3038)	(0.0090)	(0.2826)	(0.1572)	(0.0445)	(0.0593)	
0.09557	-	1.62074	0.47148	0.90424	0.21044	0.18629	0.12470	0.74015	1.46032	المكسيك
(0.9094)		(0.2305)	(0.6330)	(0.4258)	(0.8126)	(0.8319)	(0.8837)	(0.4937)	(0.2633)	•
-	0.25947		0.22942	0.69732	0.34121	0.06020	0.12936	0.52546	1.06743	الولايات
	(0.7749)	0.68691	(0.7977)	(0.5134)	(0.7163)	(0.9418)	(0.8796)	(0.6018)	(0.3686)	المتحدة
		(0.5183)								المتحدي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

الجدول رقم (4-23) نتائج اختبار سببية سلاسل الأسواق المالية خلال الفترة 2009-2014

الولايات	المكسيك	ماليزيا	اليابان	ايطاليا	اندونيسيا	هونغ	فرنسا	البرازيل	كندا	← 1
المتحدة	,					كونغ				
4.94426	0.66661	0.84757	0.60096	2.59911	1.73285	1.84810	2.72783	6.11325	-	كندا
(0.0102)	(0.5171)	(0.4334)	(0.5515)	(0.0826)	(0.1854)	(0.1662)	(0.0733)	(0.0038)		
3.99493	0.86109	0.40692	1.58725	1.36731	0.24627	3.22616	2.54857	-	1.18503	البرازيل
(0.0234)	(0.4278)	(0.6675)	(0.2128)	(0.2625)	(0.7825)	(0.0466)	(0.0865)		(0.3127)	•
0.89523	0.31992	0.72080	0.52814	0.45372	0.56375	0.50625	-	1.39379	1.15311	فرنسا
(0.4138)	(0.7274)	(0.4905)	(0.5924)	(0.6374)	(0.5720)	(0.6053)		(0.2559)	(0.3224))
0.13369	0.45769	0.70185	1.75402	0.70089	0.53811	-	0.03085	6.16021	0.79427	هونغ كونغ
(0.8751)	(0.6349)	(0.4996)	(0.1817)	(0.5001)	(0.5866)		(0.9696)	(0.0037)	(0.4565))
1.42140	0.07589	0.20958	2.54590	6.75433	-	0.60790	2.73037	3.97796	0.92543	اندونيسيا
(0.2493)	(0.9270)	(0.8115)	(0.0867)	(0.0022)		(0.5478)	(0.0732)	(0.023)	(0.4019)	,
0.87269	0.62960	1.28463	0.52070	-	0.22952	1.62642	0.33939	0.22250	1.65722	ايطاليا
(0.4230)	(0.5362)	(0.2841)	(0.5967)		(0.7956)	(0.2050)	(0.7135)	(0.8012)	(0.1991)	
2.27292	2.62906	1.88334	-	0.11626	1.32767	2.26173	0.65362	4.81099	4.15109	اليابان
(0.1117)	(0.0803)	(0.1608)		(0.8904)	(0.2726)	(0.1128)	(0.5238)	(0.0115)	(0.0204)	•
1.25505	3.10122	-	0.14454	1.89833	0.47097	0.28343	0.26128	5.28584	1.12218	ماليزيا
(0.2923)	(0.0522)		(0.8657)	(0.1586)	(0.6266)	(0.7542)	(0.7709)	(0.0076)	(0.3322)	*
1.25045	-	0.46117	0.54420	3.05059	0.24494	0.05048	1.27422	8.31292	0.44311	المكسيك
(0.2936)		(0.6327)	(0.5831)	(0.0546)	(0.7835)	(0.9508)	(0.2870)	(0.0006)	(0.6441)	
-	0.18640	0.15952	1.10610	1.30955	0.81194	1.28016	1.39690	10.7026	0.51108	الولايات
	(0.8304)	(0.8529)	(0.3374)	(0.2774)	(0.4487)	(0.2854)	(0.2552)	(0.0001)	(0.6024)	المتحدة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

في بداية فترة الدراسة (المرحلة الأولى) والممتدة بين 1989-1999 شهدت الأسواق المالية اثني عشر علاقة سببية ذات دلالة إحصائية من إجمالي العلاقات أين تحققت احتمالات كانت أقل من 5%. وفي هذا السياق نذكر أن من العمود الأولى يتضح أن السوق الكندي خلال هذه الفترة كان يتأثر بالسوق الأمريكي، أما من العمود الثاني فقد تبين من خلاله أن

السوق البرازيلي يتأثر بكل من السوق الفرنسي؛ وسوق هونغ كونغ؛ ماليزيا؛ المكسيك والولايات المتحدة الأمريكية . كما تبين من العمود الثالث أن السوق الفرنسي يتأثر بكل من السوق البرازيلي وسوق هونغ كونغ، ومن خلال العمود الخامس أن السوق الاندونيسي يتأثر بالسوق الياباني، ومن خلال العمود السادس تبين أن السوق الايطالي بكل من السوق الإندونيسي والسوق الياباني.

عرفت المرحلة الثانية من الدراسة والتي تخللها مجموعة من الأزمات المالية، تراجعا في علاقات السببية حيث تحققت إحدى عشر علاقة سببية ذات دلالة إحصائية وكلها كانت أحادية الاتجاه كما اختفت العلاقات المحققة في المرحلة السابقة وظهرت علاقات جديدة باستثناء السوق الياباني والذي استقرت علاقته مع السوق الاندونيسي والايطالي.

وتعود هذه التقلبات في علاقات السبية بين الأسواق لتأثير الأزمات المالية التي شهدتما هذه الفترة.

كما عرفت الفترة بعد الأزمات المالية 2000-2000 تزايدا كبيرا في علاقات السببية بين الأسواق متمثلة في 47 علاقة ذات دلالة إحصائية إذ أصبح السوق الكندي والبرازيلي يتسببان في كل من فرنسا؛ هونغ كونغ؛ اندونيسيا؛ ايطاليا؛ اليابان. كما أن السوق الفرنسي أصبح يتسبب في جميع الأسواق المتطورة إضافة إلى السوق الإندونيسي، وعلى عكس سوق هونغ كونغ الذي أصبح يتسبب في جميع الأسواق الناشئة إضافة إلى السوق الياباني. كما أصبح السوق الاندونيسي يتسبب في جميع الأسواق عدا السوق اللاسوق المتطورة كذلك بالنسبة للسوق المكسيكي، ما يلاحظ خلال السوق الأمريكي كان يتأثر بمختلف الأسواق التي سجلت على مستواها أزمات مالية خلال تلك الفترة وأنه يؤثر فقط على السوق الاندونيسي.

عرفت المرحلة الرابعة من الدراسة أي تلك المرحلة التي تخللها أزمة مالية عالمية تراجع كبير في علاقات السببية ذات الدلالة الإحصائية بين الأسواق، وذلك لما خلفته الأزمة المالية من اختلالات واضطرابات بين الأسواق حيث سجلت هذه الفترة علاقات سببية ذات دلالة إحصائية مقارنة بالفترة السابقة لها والتي كانت 47.

إذ كانت هذه العلاقات السببية ناتجة كلها من الأسواق الناشئة حيث حقق السوق المالي الماليزي أربع علاقات سببية ذات دلالة احصائية مع كل من السوق المالي الكندي؛ البرازيلي؛ الاندونيسي والمكسيكي منها اثنين كانتا ثنائية الاتجاه

مقارنة بالفترة السابقة فقد عرفت المرحلة الخامسة من الدراسة 2009-2014 أي بعد تجاوز الأزمة المالية العالمية تزايد في عدد العلاقات السببية ذات الدلالة الإحصائية بين الأسواق والتي بلغت 14 علاقة ذات معنوية إحصائية منها علاقة وحيدة ذات الجاهين تجسدت في العلاقة بين السوق البرازيلي والسوق الأمريكي . خلال هذه المرحلة كان السوق البرازيلي يتأثر بمجموعة من الأسواق دون أن يؤثر هو الأخير عليها أما بقية الأسواق فقد سجلت علاقة واحدة مع الأسواق الأخرى باستثناء فرنسا؛ الدونيسيا؛ اليابان وماليزيا والتي لم تسجل عليها أي تأيث خارجي.

2.2.II تحليل ارتباط عوائد الأسواق المالية

الجدول رقم (4-24): مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة 1989-1997

	USA	Canada	Hong_Kong	Japan	Brazil	Indonesia	France	Italy	Malaysia	Mexico
USA	1	0,80	0,89	0,09	0,86	0,12	0,93	0,12	0,85	0,46
Canada	0,80	1	0,52	0,18	0,59	0,42	0,73	0,45	0,58	0,04
Hong_Kong	0,89	0,52	1	0,13	0,92	0,01	0,89	-0,01	0,93	0,72
Japan	0,09	0,18	0,13	1	0,29	0,39	0,17	0,57	0,37	-0,17
Brazil	0,86	0,59	0,92	0,29	1	0,08	0,87	0,17	0,91	0,59
Indonesia	0,12	0,42	0,01	0,39	0,08	1	0,26	0,79	0,29	-0,40
France	0,93	0,73	0,89	0,17	0,87	0,26	1	0,28	0,89	0,44
Italy	0,12	0,45	-0,01	0,57	0,17	0,79	0,28	1	0,26	-0,37
Malaysia	0,85	0,58	0,93	0,37	0,91	0,29	0,89	0,26	1	0,52
Mexico	0,46	0,04	0,72	-0,17	0,59	-0,40	0,44	-0,37	0,52	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

1999-1997 الجدول رقم (4-25): مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات أسواق الأوراق المالية خلال الفترة

	Brazil	Canada	France	Hong_Kong	Indonesia	Italy	Japan	Malaysia	Mexico	USA
Brazil	1	0,60	0,52	0,60	0,44	0,57	0,48	0,42	0,79	0,60
Canada	0,60	1	0,77	0,56	0,49	0,51	0,57	0,61	0,73	0,83
France	0,52	0,77	1	0,42	0,48	0,76	0,49	0,48	0,48	0,74
Hong_Kong	0,60	0,56	0,42	1	0,51	0,20	0,55	0,61	0,69	0,56
Indonesia	0,44	0,49	0,48	0,51	1	0,25	0,46	0,67	0,37	0,50
Italy	0,57	0,51	0,76	0,20	0,25	1	0,24	0,26	0,43	0,52
Japan	0,48	0,57	0,49	0,55	0,46	0,24	1	0,43	0,43	0,51
Malaysia	0,42	0,61	0,48	0,61	0,67	0,26	0,43	1	0,46	0,55
Mexico	0,79	0,73	0,48	0,69	0,37	0,43	0,43	0,46	1	0,75
USA	0,60	0,83	0,74	0,56	0,50	0,52	0,51	0,55	0,75	1

: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

المصدر

الجدول رقم (2-4): مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات الأسواق المالية خلال الفترة (2000-2000)

	Brazil	Canada	France	Hong_Kong	Indonesia	Italy	Japan	Malaysia	Mexico	USA
Brazil	1	0,68	0,73	0,53	0,24	0,56	0,40	0,31	0,67	0,68
Canada	0,68	1	0,72	0,64	0,35	0,62	0,56	0,28	0,66	0,78
France	0,73	0,72	1	0,58	0,23	0,87	0,38	0,34	0,62	0,77
Hong_Kong	0,53	0,64	0,58	1	0,42	0,52	0,42	0,43	0,62	0,59
Indonesia	0,24	0,35	0,23	0,42	1	0,30	0,31	0,38	0,45	0,26
Italy	0,56	0,62	0,87	0,52	0,30	1	0,33	0,38	0,56	0,59
Japan	0,40	0,56	0,38	0,42	0,31	0,33	1	0,13	0,44	0,46
Malaysia	0,31	0,28	0,34	0,43	0,38	0,38	0,13	1	0,42	0,31
Mexico	0,67	0,66	0,62	0,62	0,45	0,56	0,44	0,42	1	0,71
USA	0,68	0,78	0,77	0,59	0,26	0,59	0,46	0,31	0,71	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

الجدول رقم (4-27): مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات الأسواق المالية خلال الفترة 2007-2009

	Brazil	Canada	France	Hong_Kong	Indonesia	Italy	Japan	Malaysia	Mexico	USA
Brazil	1	0,94	0,79	0,90	0,84	0,79	0,77	0,82	0,75	0,77
Canada	0,94	1	0,82	0,86	0,84	0,84	0,78	0,75	0,85	0,86
France	0,79	0,82	1	0,84	0,85	0,97	0,88	0,72	0,90	0,93
Hong_Kong	0,90	0,86	0,84	1	0,81	0,86	0,81	0,86	0,72	0,81
Indonesia	0,84	0,84	0,85	0,81	1	0,86	0,81	0,84	0,87	0,80
Italy	0,79	0,84	0,97	0,86	0,86	1	0,92	0,77	0,90	0,94
Japan	0,77	0,78	0,88	0,81	0,81	0,92	1	0,74	0,80	0,84
Malaysia	0,82	0,75	0,72	0,86	0,84	0,77	0,74	1	0,68	0,66
Mexico	0,75	0,85	0,90	0,72	0,87	0,90	0,80	0,68	1	0,89
USA	0,77	0,86	0,93	0,81	0,80	0,94	0,84	0,66	0,89	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

الجدول رقم (4-28): مصفوفة الارتباط لعوائد مؤشرات الأسواق المالية خلال الفترة 2007-2014

	Brazil	Canada	France	Hong_Kong	Indonesia	Italy	Japan	Malaysia	Mexico	USA
Brazil	1	0,83	0,71	0,74	0,53	0,65	0,40	0,72	0,78	0,73
Canada	0,83	1	0,78	0,75	0,51	0,67	0,45	0,61	0,78	0,85
France	0,71	0,78	1	0,67	0,45	0,93	0,53	0,61	0,69	0,85
Hong_Kong	0,74	0,75	0,67	1	0,53	0,57	0,42	0,68	0,69	0,68
Indonesia	0,53	0,51	0,45	0,53	1	0,39	0,29	0,63	0,54	0,49
Italy	0,65	0,67	0,93	0,57	0,39	1	0,48	0,53	0,60	0,74
Japan	0,40	0,45	0,53	0,42	0,29	0,48	1	0,36	0,51	0,56
Malaysia	0,72	0,61	0,61	0,68	0,63	0,53	0,36	1	0,63	0,60
Mexico	0,78	0,78	0,69	0,69	0,54	0,60	0,51	0,63	1	0,79
USA	0,73	0,85	0,85	0,68	0,49	0,74	0,56	0,60	0,79	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViwes.8

اتسمت المرحلة الأولى من الدراسة 1989–1997 بتراجع معاملات الارتباط حيث تراوحت بين 0,40 و 0,93حيث تحققت أضعف نتائج الارتباط على مستوى السوق المكسيكي والذي يتمتع بلوتباط ضعيف مع مختلف الأسواق الأخرى باستثناء سوق هونغ كونغ والسوق البرازيلي اللذين ارتفعت معاملات الارتباط فيهما وكذلك بالنسبة لليابان الذي حقق ارتباط جد منخفض مع مختلف الأسواق باستثناء السوق الايطالي الذي بلغ نسبة الارتباط أعلى مستوى والذي كان 0,57.

بعد أن تحققت معاملات الارتباط منخفضة في الفترة السابقة اتجهت المعدلات نحو الارتفاع في المرحلة الثانية من الدراسة بعد أن ضربت مجموعة من الأزمات المالية حيث كانت جميع معاملات الارتباط موجبة تتراوح بين القوية والضعيفة محصورة في مجال بين فريد 0,20 و 0,83 حيث تحقق أقل ارتباط بين ايطاليا وهونغ كونغ أما أعلى ارتباط فقد كان بين كندا والولايات المتحدة الأمريكية بعد تجاوز الأزمات المالية فقد عرفت معاملات الارتباط خلال المرحلة الثالثة من الدراسة الممتدة بين 2000 و 2007 عرفت معاملات الأسواق عرفت معاملات الارتباط شيء من الاستقرار حيث تراوحت معدلا ت الارتباط بين 0,13 و 0,78 حيث كانت الأسواق

الناشئة تسجل معدلات ارتباط ضعيفة مقارنة بالأسواق الناشئة تسجل معدلات ارتباط ضعيفة مقارنة بالأسواق المتطورة التي عرفت ارتباط قوي فيما بينها وهذا ما يجعلها أكثر خطورة من الأسواق الناشئة

الا أنه بعد الأزمة المالية العالمية فقد عرفت معاملات الارتباط ارتفاع كبير خلال الأزمة المالية 2008 حيث أنها كلها فاقت %60 حيث انحصرت معاملات الارتباط بين %66 و %93 ويرجع ارتفاع معاملات الارتباط إلى ارتفاع المخاطر فيها نتيجة لتأثير الأزمة المالية وما خلفته من حالات ذعر لدي المستثمري.

بعد أن تجاوزت الأزمة المالية العالمية عرفت معاملات الارتباط خلال هذه الفترة نوع من الاستقرار بعد أن سجلت معاملات ارتباط جد قوية خلال الفترة السابقة، حيث تراوحت خلال هذه الفترة بين 9,29 و 0,93 حيث تحقق أدنى ارتباط بين اليابان واندونيسيا وأعلى ارتباط بين بريطانيا وفرنسا حيث سجل السوق الياباني معاملات ارتباط منخفضة مع بقية الأسواق ما يجعله محل اطمئنان للمستثمرين وبالنسبة للأسواق الناشئة فقد سجل السوق الاندونيسي أقل معاملات ارتباط مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى.

وعلى العموم فإن الأسواق الناشئة تتمتع بمعاملات ارتباط أدبى من الأسواق المتطورة ما يجعلها أقل عرضة للمخاطر ويؤدي ذلك إلى استقرار عوائدها.

أما إذا قسمنا الدول حسب موقعها الجغرافي نجد أن الدول الأوروبية فرنسا؛ ايطاليا لها معاملات ارتباط قوية تفوق %50 خاصة فيما بينها ومع الدول الأمريكية: الولايات المتحدة الأمريكية؛ وكندا ويرجع ذلك لقوة العلاقات الاقتصادية فيما بينها، في حين نجد أن معاملات الارتباط بين هذه الدول والدول الآسيوية اليابان وهونغ كونغ منخفضة مقارنة بسابقتها من الدول، فضلا عن ذلك نحد أن الدول الآسيوية ينخفض ارتباطها مع الدول الأمريكية وحتى فيما بينها ويرجع ذلك للاستقلالية النسبية لعوائد هذه الأسواق.

أما في فترات الاضطراب فقد شهدت معاملات الارتباط ارتفاع ملحوظ في جميع الأسواق بما فيها سوق اليابان والذي سجل أدنى المستويات للارتباط قبل الأزمات المالية، واستقرت معاملات الارتباط فيما بعدها.

كما نلاحظ أن معاملات الارتباط في الأسواق النا شئة على العموم منخفضة، حيث أن الأسواق الآسيوية ترتبط فيما بينها بمعاملات ارتباط أقوى من تلك التي تربطها بالأسواق الأمريكية؛ البرازيل؛ المكسيك؛ وهو كذلك بالنسبة لهذه الدول ما نفسره بالتقارب الجغرافي وما له من أثر على العلاقات الاقتصادية بين هذه الدول والمفسرة بمعاملات ارتباط لعوائد مؤشراتها.

وبمقارنة قيم الارتباط المحققة بين الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة نجد أن هذه الأخيرة تتمتع بمعاملات ارتباط ضعيفة وهذا ما يوحي إلى إمكانية تحقيق أرباح معتبرة من عملية التنويع فيما بي نها ويفسر انخفاض ارتباط الأسواق الناشئة بالخصائص التي تتميز بحا هذه الأسواق من استقرار في العوائد وانخفاض المخاطر فيها.

3.II. تحليل تأثير تكامل الأسواق المالية على فرص التنويع الدولي

إضافة إلى التحليل السابق نحاول في ما يلي تحليل تأثير تكامل الأسواق الما لية على فرص التنويع الدولي على المدى الطويل والقصير وقد أتاحت الاختبارات السابقة ما يكفي للحكم عن هذه العلاقة.

3.II. 1. عوائد التنويع الدولى على المدى الطويل:

إن إثبات وجود تكامل مشترك بين السلاسل هو مؤشر على تقارب عوائد ومخاطر المؤشرات البورصية وهذا ما ي وثر سلبا على الأرباح المتوقعة من عملية التنويع الدولي، وعلى العكس إذا غاب أثر التكامل المشترك فهذا مؤشر على توفر فرص مناسبة لتنويع العوائد والمخاطر وهذا ماي يحفز على تبني السياسة الهجومية في تسيير المحفظة، وفي ظل نتائج احتبار التكامل المشترك لجوهانسن المتعلقة بمجموعة الأسواق المتطورة والناشئة فمن الممكن أن تقضي علاقات التكامل الموجودة بين الأسواق المالية المتطورة والناشئة على أرباح الناتجة عن عملية التنويع الدولي وذلك ناتج عن التحركات المشتركة بين العوائد والمخاطر كما أنها تعيق تنفيذ استراتيجيات فيما بينها وذلك لأن التحركات المشتركة في الأسعار

وكذلك المخاطر ستكون عائق أمام المستثهرين في تلك الأسواق المتكاملة و هذا ما يؤدي إلى فشل المراجحين وكذلك المضاربين وإحجامهم عن الاستثمار في الأسواق المتكاملة والتي كما أشرنا تتماثل في الأسعار والمخاطر.

وبالمقابل نجد أن الأسواق الغير متكاملة فهي توفر فرص هامة لجني الأرباح من خلال عملية التنويع الدولي فيما بينها . وتعتبر الأسواق الناشئة منطقة هامة لجني الأرباح من عملية التنويع الدولي وذلك لغياب علاقة التكامل فيها وبالتالي للمستثمرين الوصول إليها إما عن طريق الصناديق المشتركة أو الاستثمار المباشر في الأوراق المتداولة فيها.

1-1 مجموعة البورصات المتطورة:

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسن المطبقة على مجموعة الأسواق المتطورة تبين أن هذه الأسواق تتكامل على المدى الطويل بالتالي فإن الأرباح المجنية من عملية التنويع الدولي تكون منخفضة وبالتالي فإن نتائج المتبير الاستراتيجي للمحافظ المالية من أجل تخفيض المخاطر أو تعظيم العوائد لا يكون مجد، وسعيا منا لتحليل هذه العلاقة بين هذه الأسواق قمنا بتفكيك هذه العلاقة حسب التقسيم الجغرافي كما أشرنا في الفصل السابق ومع ذلك فإن علاقات التكامل كانت محققة في كل الحالات وبالتالي فإن عملية التنويع الدولي لا تكون بتلك الأهمية من خلال الاستثمار في هذه الأسوق.

1-2 مجموعة الأسواق الناشئة:

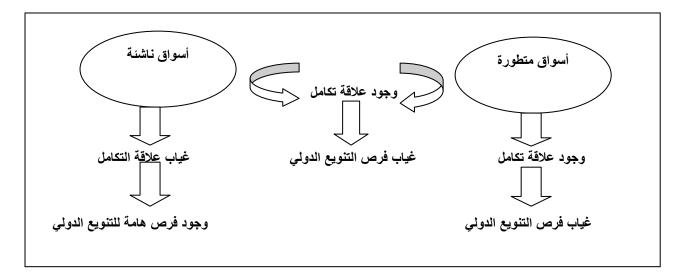
من خلال النتائج المحققة من اختبار التكامل المشترك بين مجموعة الأسواق الناشئة اتضح أن هذه الأسواق لا تت كامل فيما بينها على المدى الطويل وبالتالي عدم تحقق التحركات المشتركة في العوائد والمخاطر أي عدم تماثلها وهذا ما يجعل من الأسواق الناشئة قبلة للمستثمرين والمراجحين والمضاربين وذلك للاستفادة من فروقات الأسعار فيما بينها كما أن هذه النتيجة توحي بوجود فرص هامة للتنويع الدولي في هذه الأسواق . كما سيكون لسياسة تسيير المحافظ المالية أهمية بالغة في إيجاد توليفة مناسبة بين العوائد والمخاطر وذلك حسب السياسة المتبناة وحسب كراهية المستثمر للمخاطر.

1-3 مجموعة البورصات المتطورة والناشئة:

أثبتت اختبارات التكامل المشترك لجوهانسن وجود علاقات تكامل على المدى الطويل بين كل من الأسواق المتطورة والناشئة وهذا ما يمنع وجود فرص مناسبة لعملية التنويع الدولي إلا أنه في هذه الحالة ستكون أكثر أهمية من الاستثمار في الأسواق المتطورة لوحدها وذلك لكون الأسواق الناشئة تتمتع بعدم التكامل فيم ابينها كما أنحا تتمتع بالاستقرار في عوائدها وبالتالي تكون أقل مخاطر كما أن هذه الأسواق تكون أقل تأثرا بالأزمات المالية مقارنة بالأسواق المتطورة التي تتمتع بتذبذب في أسعارها كذلك ارتفاع مخاطرها، كما أنحا شديدة التأثر بالأزمات المالية و من خلال العوائد المح ققة على مستوى الأسواق المتطورة نجد أن الأسواق الأوروبية تحتل المرتبة الأولى في المخاطر على عكس الأسواق الآسيوية خاصة السوق الياباني والذي يتمتع بالاستقرار في عوائده وبالتالى فهو أقل مخاطرة مقارنة بالأسواق المتطورة الأحرى الأوروبية والأمريكية

نلخص في ما ياي تأثير تكامل الأسواق على التنويع الدولي على المدى الطويل في المخطط التالي:

الشكل رقم (4-9): مخطط توضيحي لتأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي على المدى الطويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج التكامل المشترك

3.III. 2. عوائد التنويع الدولي على المدى القصير:

فضلا عن إمكانية تحصيل مكاسب معتبرة من خلال عملية الت نويع الدولي بالاستثمار في الأسواق الدولية المختلفة، فإن فرص تحقق تلك الأرباح والسعي وراء تعظيمها ستعزز أكثر على المدى القصير وهذا ما توضحه مصفوفات الارتباط من علاقات ثنائية بين الأسواق المختلفة، فحسب ماركويتز فإن التنويع الرشيد يكون تبعا لانخفاض معاملات الارتباط بين عوائد الأوراق المالية وكلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية دل ذلك على وجود إمكانية لعملية التنويع بين الأسواق المختلفة والتي تسجل معدلات ارتباط منخفضة فيما بينها . وسيكون من المفيد التوجه للاستثمار في الأسواق ذات العلاقة العكسية لأن المخاطر ستكون أكثر استقرار في العوائد وأقل مخاطر وذلك لغياب علاقة الارتباط، وانطلاقا من هذا التذكير فإن مصفوفات الارتباط بين الأسواق المتطورة والناشئة في مختلف الفترات تبين أن هناك فرص للمستثمرين الدوليين للاستفادة من عملية التنويع الدولي وبالتالي تخفيض المخاطر الكلية لمحافظهم وعلى العموم فإن مصفوفات الارتباط على مختلف المراحل تبين أن الأسواق الناشئة منطقة هامة

للاستثمار في أسواقها المالية وذلك لأنما تحقق معاملات ارتباط منخفضة موجبة وأخرى عكسية سواء فيما بينها أو مع الأسواق المتطورة وبالتالي ستكون للمستثمرين الدوليين فن في تسيير المحافظ المالية المشكلة بين هذه الأسواق وسيتم تنسيق مزيج من الأوراق المالية حسب أهداف المستثمرين فمنهم من يسعى لتعظيم الأرباح ومنهم من يسعى لتخفيض المخاطر الكلية.

2-1 التنويع الدولي في الأسواق المتطورة:

يجدر بالذكر أن الأسواق المتطورة تتميز بالتذبذب والتقلبات الشديدة في الأسعار وهذا ما يثير قلق المستثمرين وفضلا عن هذه التقلبات فإن عوائد هذه الأسواق تتمتع بارتباطات مرتفعة على مختلف مراحل الدراسة وخاصة خلال الأزمات حيث عرفت معدلات الارتباط ارتفاعا لا سابق له حيث وبلغت معدلات الارتباط إلى %90 وهي نسبة غير مرضية للمستثمرين خاصة وانه خلال الأزمات سجلت أغلب الأسواق المتطورة خسائر باهضة على مستواها وبالتالي فإن التنويع بين هذه الأسواق لا جروى منه في مختلف الفترات، لأنه سيحمل المستثمرين مخاطر قد تفوق المكاسب المحققة من عملية التنويع الدولي

كما لاحظنا أيضا في محفظة الأسواق المتطورة وحدنا أن السوق الياباني يتمتع بأقل معاملات ارتباط مقارنة بمعاملات ارتباط المسجلة على مستوى الأسواق الأحرى، وبالتالي فإن مختلف تشكيلات المحافظ التي يندرج ضمنها السوق الياباني ستكون مجدية مقارنة بتلك المحافظ المشكلة أوراق أوروبية بحتة أو أمريكية أو مزيج بينهما

2-2 التنويع الدولى في الأسواق الناشئة:

كما ذكرنا سابقا فإن الأسواق الناشئة تتمتع بمعاملات ارتباط منخفضة ما يجعلها مقصد للمستثمرين الأجانب بغية تحقيق عوائد مستقرة وكذلك تخفيض المخاطر الكلية التي تعترض محافظهم وبالرغم من انخفاض معاملات الارتباط خلال مختلف فترات الاضطراب إلا أنها بقيت ضعيفة لا تتحاوز 50%، فبمقارنتها بالأسواق المتطورة نجد أن الأسواق المتطورة عرفت خلال فترات الاضطراب ارتفاع كبير تجاوزت 60% وبالتالي فإن تراجع العوائد أو الخسائر المحققة في الأسواق الناشئة مهما تراجعت فهي أقل تأثير من تلك المحققة على مستوى الأسواق المتطورة.

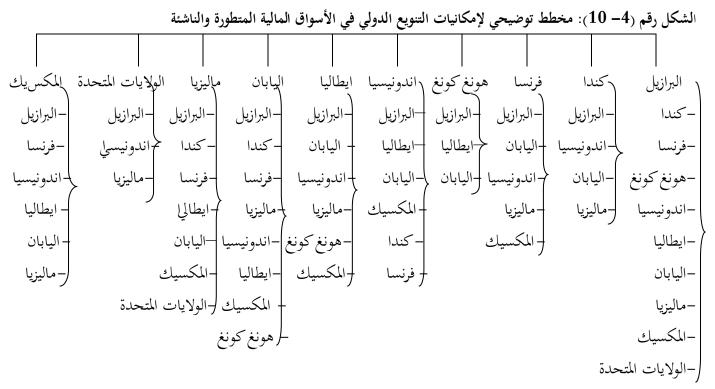
وبالتالي فإن أي تشكيلة للمحافظ الدولية على مستوى الأسواق الناشئة ستكون مجدية في مختلف المراحل ما لم تكن أزمة اقتصادية عالمية والتي أفقدت جميع الأسواق خصائصها وميزاتها.

2-3 التنويع الدولى في الأسواق المالية المتطورة والناشئة:

من خلال التحليلين السابقين نجد أن لكل مجموعة من الأسواق مزايا و عيوب حيث نجد أن الأسواق المتطورة تتمتع بار تفاع العوائد والمخاطر وكذلك التقلب الشديد في الأسعار، بينما تتمتع الأسواق الناشئة بانخفاض العوائد مقارنة بالأسواق المتطورة كذلك بالنسبة للمخاطر ويرجع ذلك للعلاقة بين العوائد والمخاطر كما تتميز الأسواق الناشئة بالاستقرار في أسعارها وبالتالي فإن التمايز في الخصائص بين الأسواق المتطورة والناشئة سيسمح بتشكيلات أفضل للمحافظ المالية من تلك التي يتم فيها الاستثمار في الأسواق ذات نفس الطبيعة متطورة كانت أم ناشئة، حيث يتم الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المتطورة وانخفاض المخاطر واستقرار العوائد في الأسواق الناشئة حتى وان تحققت خسائر في أحد الأسواق تم تعويضها بأرباح من الأسواق الأخرى خاصة وان معاملات الارتباط فيما بينها تسمح بتحقيق فرص مجدية وناجحة لعملية التنويع الدولي وسيكون للمستثمرين الدوليين

تقنيات فنية في تسيير محافظهم بما يتناسب وأهدافهم كما ستكون للأو زان النسبية الموزعة على أصول المحفظة دور هام لبلوغ الأهداف المنشودة من وراء الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية.

نلخص فيما يلي إمكانيات التنويع الدولي حسب منظور المستثمرين من كل دولة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مصفوفة معاملات الارتباط

3.3.III مناقشة النتائج المتعلقة بتأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولى:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل في مختلف أجزائه: تأثير السوق الأمريكي على الأسواق المتطورة والناشئة، دراسة تأثير الأزمة المالية على التنويع المالية على التنويع الله على التنويع الدولي، فإننا توصلنا لمجوعة من النتائج كما يلى:

- يعمل السوق الأمريكي على نقل الصدمات إلى الأسواق الأخرى بسهولة وبسرعة شديدة و يكون تأثير هذه الصدمات في الأسواق المتطورة أكبر من الأسواق الناشئة وهذا ما بينته دراسة Kais Fadhlaoui 2007، وعكس ما أثبتت هذه الدراسة فلقد توصلنا إلى أن تزايد تكامل الأسواق المالية يؤدي إلى تخفيض عوائد التنويع الدولي وأن هذه العوائد جد مهمة في الأسواق الناشئة والتي اتضح من خلال اختبارات التكامل أنها منفصلة تماما؛
- أن الأرباح المنتظرة من عملية التنويع الدولي شبه أكيدة في جميع الدول وفي مختلف الآجال إلا أنما متغيرة حسب الزمن ومن سوق لآخر ، وتوفر الأسواق الناشئة فرصا هامة للاستثمار فيها عن باقي الأسواق توافقا وما توصل إليه Arouri ومن سوق لآخر ، وما كلاستثمار فيها عن باقي الأسواق توافقا وما توصل إليه Mohamed Elhadi 2009
- أن الارتفاع في معاملات الارتباط يعمل على تخفيض العوائد الناتجة عن التنويع الدولي خاصة في فترات الاضطراب كما يؤدي إلى ارتفاع المخاطر الكلية وبالتالي فإن عملية التنويع الدولي بهذه الطريقة لا تكون مجدية، توافقا ودراسة للما

Tchichite 2008 من التنويع الدولي اختبار الارتباط أن الأسواق تكون أكثر تكاملا أثناء الأزمة المالية وهذا ما يقلل من أهمية العوائد المنتظرة من التنويع الدولي اختلفت هذه النتيجة بما توصلت إليه دراسة Ma. Belinda, S. يقلل من أهمية العوائد المنتظرة من التنويع الدولي اختلفت هذه الاضطراب بس بب تراجع علاقات التكامل خلال هذه الفترات وكذلك دراسة Robert Vermeulen 2011 والتي تزعم تحقق عوائد معتبرة خلال الأزمات المالية والتي استقرت خلالها عوائد الأسهم كما قد توصلنا إلى أن الأسواق تتجه نحو الارتباط خلال الأزمات المالية وما بعدها بما يؤدي لتوافق ودراسة Hwahsin Cheng, John L. Glascock 2006 ويرجع ذلك لتزايد تقلبات الأسواق بما يؤدي الى تراجع أهمية التنويع الدولي في مثل هذه الظروف Johon P et Al 2002،

- يلعب معامل الارتباط دورا بارزا في الاختيار السليم والدقيق للأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية ويؤدي ذلك إلى المحفظة المالية ويؤدي ذلك المحفظة المالية ويؤدي المحفظة المالية ويؤدي ذلك المحفظة المالية ويؤدي المالية و
- أن زيادة تكامل الأسواق المالية تؤثر بشكل كبير على العوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي حيث كلما زاد تكامل الأسواق المالية كلما أدى ذلك إلى ارتفاع ارتباط هذه الأسواق وبالتالي انخفاض عوائدها وارتفاع المخاطر ويتوافق هذا بما توصل إليه Kais Fadhlaoui et All 2009؛

لخلاصة:

تضمن هذا الفصل دراسة ما تبقى من الفرضيات اللازمة للإجابة على الإشكالية العامة، وفي هذا السياق فقد تمت الدراسة بمراحل وخلصنا في كل مرحلة بمجموعة من النتائج. ففي دراسة انتقال الأزمة العالمية 2008 إلى الأسواق المتطورة والناشئة، قمنا بتقدير تأيير السوق المالي الأمريكي على الأسواق المالية الناشئة والمتطورة فقد توصلنا إلى أن السوق الأمريكي يقود وينقل الأزمات المالية بكل سهولة إلى أكبر الأسواق المالية العالمية سواء كانت متطورة أم ناشئة مهما كانت صلابة بنيتها الاقتصادية، وبما أن علاقة السوق الأمريكي بالأسواق المتطورة وطيدة فهي سريعة وشديدة التأثر به خلافا عن الأسواق الناشئة والتي تتسم بنوع من الاستقرارية فهي أقل تأثرا.

وفي المرحلة الموالية قمنا ببناء نموذج درسنا فيه تأثير محددات التكامل على العوائد المجنية من عملية التنويع الدولي والذي رصد مجموعة من النتائج حول تأثير هذه العوامل على العوائد المنتظرة:

- وجود علاقة طردية بين كل من التدفقات المالية؛ الاستثمار الأجنبي؛ تطور السوق المالي؛ تطور الإنتاج الصناعي والعوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي حيث أن كل زيادة في أحد هذه العوامل يؤدي إلى ارتفاع عوائد التنويع الدولي؛
- وجود علاقة عكسية بين كل من التضخم؛ سعر الصرف؛ سعر الفائدة وعوائد التنويع الدولي أي أن كل زيادة في أحد هذه العوامل الثلاث يؤدي إلى انخفاض العوائد المنتظرة من التنويع الدولي؛

وفي الجزء الموالي من الفصل فقد قمنا بتحليل العوائد المنتظرة من التنويع الدولي من خلال اختبارات السببية بين الأسواق المالية ودراسة ترابطها وقد تبين أن:

- إن علاقات السببية بين الأسواق هي علاقات متغيرة عبر الزمن وتتأثر بالأوضاع السائدة ففي فترات الاضطراب يتراجع عدد العلاقات بين هذه الأسواق.
 - أما في دراسة الارتباط فقد تبين أن معاملات الارتباط بين الأسواق خلال فترات الأزمات المالية ترتفع في مجملها إذ تفوق %50 وسرعان ما تستقر وتتجه نحو الانخفاض بعد تجاوز الأزمات.

وفي تحليل خصائص التنويع الدولي بين مختلف الأسواق وجدنا أن لكل مجموعة من الأسواق مزايا و عيوب حيث وجدنا أن الأسواق المتطورة تتمتع بارتفاع العوائد والمخاطر وكذلك التقلب الشديد في الأسعار، بينما تتمتع الأسواق الناشئة بانخفاض العوائد مقارنة بالأسواق المتطورة كذلك بالنسبة للمخاطر ويرجع ذلك للعلاقة بين العوائد والمخاطر كما تتميز الأسواق الناشئة بالاستقرار في أسعارها وبالتالي فإن التمايز في الخصائص بين الأسواق المتطورة والناشئة سيسمح بتشكيلات أفضل للمحافظ المالية.

حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار تأثير تكامل الأسواق المالية على العوائد المتأتية من التنويع الدولي، وذلك بالاعتماد على عوائد شهرية لمؤشرات مجموعة من الأسواق المتطورة والناشئة خلال الفترة 1989–2014. ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة فقد تمت معالجتها في أربع فصول ، يعتبر الفصل الأول الانطلاقة النظرية لأهم المفاهيم المتعلقة بتكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي والمحفظة المالية ونظرياتها، ويليه الفصل الثاني والذي يعتبر تمهيد للفصول التطبيقية إذ يتناول هذا الفصل مجموعة من الدراسات السابقة تبين أهم النتائج المتوصل إلىها كذلك تبين طرق المعالجة المختلفة، أما الفصلين التطبيقيين فقد قمنا في الفصل الثالث باختبار تكامل الأسواق المالية، والتي تم اختبارها بعد تقسيمها أولا حسب طبيعة الأسواق بين متطورة وناشئة ثم حسب الموقع الجغرافي وبما أن فترة الدراسة تتخللها مجموعة من الأزمات فقمنا بدراسة تأثير الأزمات المالية على علاقة التكامل وقد تطلبت منا دراسة تكامل الأسواق المالية مجموعة من الاختبارات كدراسة استقرارية السلاسل الزمنية المتمثلة في عوائد مؤشرات الأسواق ثم اختبار جوهانسن لكشف وجود أو غياب العلاقة التوازنية على المدى الطويل ثم دراسة هذه العلاقة على المدى القصير من خلال غوذج تصحيح الخطأ VECM.

أما الفصل الأخير من هذه الدراسة فقد قمنا فيه بدراسة تأثير تكامل الأسواق المالية على العوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي وذلك بعد بناء نماذج بانل ثم قمنا بتحليل العوائد المنتظرة من عمل ية التنويع الدولي من خلال دراسة علاقات السببية ومعاملات الارتباط، وكما قد انطلقنا في بداية هذه الدراسة بمجموعة من التساؤلات وفرضيات فقد خلصنا بمجموعة النتائج نوردها كما يلى:

- كان العولمة المالية دور بارز في ظهور التكامل المالي، فهناك مجموعة من العوامل التي ساهمت في تطور الأسواق المالية والتي بدورها أدت إلى ظهور متغيرات حديثة، وبذلك أصبحت هذه الأسواق مضطرة للاتحاد عن طريق ما يسمى بالتكامل المالي من أجل تحقيق مستويات مقبولة من النمو الاقتصادي وكذا الحد من الآثار التي خلفتها بعض العمليات الاستثمارية كالمراجحة والمضاربة، حيث أنه عندما يتحقق التكامل المالي يصبح للأصول المالية ذات نفس المخاطر والمتداولة بين سوقين وأكثر نفس السعر، وبالتالي تختفي تلك الانجرافات التي يستفيد منها المراجحون
- تعددت مقاربات قياس تكامل الأسواق المالية فمنها ما يتم عن طريق بعض المتغيرات الاقتصادية والجبائية والسياسية، إلا أنها أشبه بالمستحيلة نظرا لوجود عوامل غير قابلة للقياس ، إلا أن اجتهادات الباحثين أسهمت في ترجمة علاقة التكامل بتكامل عوائد هذه الأسواق، ولكي تحقق الدول مستوى مقبول من التكامل لابد عليها أن تأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل، والتي أثبتت بعض الدراسات تأثيرها على أي علاقة تكامل ، إلا أن تأثير هذه العوامل يختلف من بلد لآخر حسب العلاقات الاقتصادية والسياسية.

- يؤثر التكامل المالي إيجابا على اقتصاديات الدول فهو يضمن أفضل تشكيلة لتوزيع رأس المال وبالتالي الموارد المالية، من جهة أخرى يسم ح التكامل المالي ع لى الاستثمارات ويحقق إنتاج منوع.
- يعتبر التنويع في المحفظة المالية قرارا يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، ويعمل التنويع المحلي على تدنئة المخاطر الخاصة، ويبقى النوع الثاني من المخاطر الذي يتم تجاوزه بالاستثمار في الأصول المالية الأجنبية عن طريق التنويع الدولي، هذه الإستراتيجية التي تسمح بتحقيق عوائد معتبرة للمحفظة المالية واستقرار في المخاطر الكلية.

النتائج المتعلقة باختبارات تكامل الأسواق المالية وأثره على التنويع الدولى:

- من خلال دراسة اختبارات تكامل الأسواق المالية على المدى الطويل باستخدام اختبار جوهانسن تبين انفصال الأسواق المالية الناشئة وذلك لغياب العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين هذه الأسواق؛ كم ا اثبت ذات الاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الأسواق المتطورة والتي تثبت تكامل هذه الأسواق، وللتحليل أكثر قمنا بتقسيم ثانوي لهذه الأسواق وذلك حسب معيار الموقع الجغرافي ومع ذلك فقد تم إثبات تكاملها على المدى الطويل، إلا أن هذه النتائج غير كافية للحكم على تكامل الأسواق بل استلزم علينا دراسة التكامل على المدى القصير والتي أث بتت في مجملها تكامل هذه الأسواق، كما تبين في دراسة تكامل الأسواق المطورة والناشئة تحقق شرطي التكامل في مرحلتي الاختبار سواءا على المدى القصير ويعود ذلك للتحركات المشتركة لعوائد المحافظ السوقية في هذه الأسواق خلال فترة الدراسة وتنفي هذه النتيجة الفرضية الأولى،
- وفي دراسة تأثير الأزمة المالية على علاقات التكامل فقد تبين أن علاقات التكامل هي علاقات غير ثابتة بل تتغير عبر الزمن وكذلك حسب الإطار المكاني، وذلك حسب تأثير مجموعة من المتغيرات المختلفة حسب الأسواق المدروسة والتي تعتبر كعوامل محددة للتكامل المالي ، وعلى الأرجح فإن الأزمات المالية التي شهدتما فترة الدراسة تعزز من عملية التكامل سواءا أثناء فترة الأزمة أو بعدها مباشرة ويدخل في ذلك تأثير عوامل الأرتباط التي تعرف ارتفاعا خلال الأزم ات المالية وهذا ما يدعم علاقات التكامل خلال أو بعد الأزمات مباشرة وبهذه النتيجة ننفى الفرضية الثانية؛
- ومن جهة أخرى فقد تبين من خلال اختبار تكامل أسواق دول شمال إفريقيا والمتمثلة في كل من المغرب؛ الجزائر؛ تونس؛ مصر لا زالت منعزلة عن بعضها البعض ويظهر ذلك من خلال تحليل المسار الاندماجي لهذه الأسواق والذي يبرز التحديات المشتركة التي تواجه هذه الدول وتبرر هذه التحديات ضرورة التكامل المالي بين هذه الدول خاصة مع توفر إمكانيات حقيقية تحتاج إلى استغلالها وبهذه النتيجة نثبت الفرضية الثالثة،

- من خلال دراسة انتقال الأزمة المالية من السوق الأمريكي نحو الأسواق المتطورة والناشئة تبين أن الاقتصاد الأمريكي يقود وينقل الأزمات المالية بكل سهولة إلى أكبر الأسواق المالية العالمية سواء كانت متطورة أم ناشئة مهما كانت صلابة بنيتها الاقتصادية، وبما أن علاقة السوق الأمريكي بالأسواق المتطورة وطيدة فهي سريعة وشديدة التأثر به خلافا عن الأسواق الناشئة والتي تتسم بنوع من الاستقرارية فهي أقل تأثرا بالتقلبات الحاصلة على مستوى السوق الأمريكي تقافقا والفرضية الرابعة، ومع ذلك فإن أزمة 2008 قد مست جميع الدول لكن بدرجات متفاوتة، وانتقلت من أزمة مالية إلى أزمة اقتصادية حيث كان لها أثار وخيمة في شتى الميادين، فقد أدت إلى إفلاس أكبر المؤسسات المالية والاقتصادية في دول مختلفة، كما تم تسجيل تراجع شديد في معدلات النمو الاقتصادي خاصة في الدول الأوروبية والتي سجل بعضها معدلات سلبية كما تأثرت معدلات النمو على مستوى الأسواق الناشئة لكن بدرجات أقل مقارنة بالأسواق المتطورة،
- من خلال دراسة تأثير تكامل الأسواق المالية على التنويع الدولي تبين وجود علاقة طردية بين كل من التدفقات المالية؛ الاستثمار الأجنبي؛ تطور السوق المالي، تطور الإنتاج الصناعي والعوائد المنتظرة من عملية التنويع الدولي حيث أن كل زيادة في أحد هذه العوامل يؤدي إلى ارتفاع عوائد التنويع الدولي، كما تبين وجود علاقة عكسية بين كل من التضخم؛ سعر الصرف؛ سعر الفائدة وعوائد التنويع الدولي أي أن كل زيادة في أحد هذه العوامل الثلاث يؤدي إلى انخفاض العوائد المنظرة من التنويع الدولي وهذا ما يتوافق مع الفرضية الخامسة،
- من خلال تحليل العوائد المنتظرة من التنويع الدولي من خلال اختبارات السببية بين الأسواق المالية ودراسة ترابطها تبين أن علاقات السببية بين الأسواق هي علاقات متغيرة عبر الزمن وتتأثر بالأوضاع السائدة ففي فترات الاضطراب يتراجع عدد العلاقات بين هذه الأسواق، أما في دراسة الارتباط فقد تبين أن معاملات الارتباط بين الأسواق خلال فترات الأزمات المالية ترتفع في مجملها إذ تفوق %50 وسرعان ما تستقر وتتجه نحو الانخفاض بعد تجاوز الأزمات أي أن التنويع الدولي يفقد أهميته خلال الأزمات المالية وذلك بسبب ارتفاع معاملات الارتباط خلال فترات الاضطراب ما يؤدي بالمستثمرين باحتناب الأسواق ذات الارتباط القوي وبهذه النتيجة نثبت صحة الفرضية السادسة،
- وفي تحليل خصائص التنويع الدولي بين مختلف الأسواق وجدنا أن لكل مجموعة من الأسواق مزايا و عيوب حيث وجدنا أن الأسواق المتطورة تتمتع بارتفاع العوائد والمخاطر وكذلك التقلب الشديد في الأسعار، بينما تتمتع الأسواق الناشئة بالخفاض العوائد مقارنة بالأسواق المتطورة كذلك بالنسبة للمخاطر ويرجع ذلك للعلاقة بين العوائد والمخاطر كما تتميز الأسواق الناشئة بالاستقرار في أسعارها وبالتالي فإن التمايز في الخصائص بين الأسواق المتطورة والناشئة سيسمح بتشكيلات أفضل للمحافظ المالية،
- ينتج عن تكامل الأسواق المالية ارتفاع في ارتباط عوائدها، الأمر الذي يثير قلق المستثمرين في المحافظ المالية الدولية بعد أن أعتُبرت كحل أمثل لتخطى المخاطر الإجمالية للمحفظة.

الخـــاتمة

اقتراحات الدراسة:

بعد استعراضنا لمختلف المفاهيم المتعلقة بتكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي واستخلاص النتائج واحتبار الفرضيات نقوم فيما يلي باقتراح جملة من التوصيات تخص في مجملها الأسواق العربية خاصة البورصة الجزائوية والتي لازالت تعاني من تأخر قانوني وضمني في ظل المستحدات الاقتصادية. فمن خلال الحتبار تكامل أسواق دول شمال إفريقيا والمتمثلة في كل من المغرب؛ الجزائر؛ تونس؛ مصر تبين أنحا لا زالت منعزلة عن بعضها البعض ويظهر ذلك من خلال تحليل المسار الاندماجي لهذه الأسواق والذي يبرز التحديات المشتركة التي تواجه هذه الدول وتبرر هذه التحديات ضرورة التكامل المالي بين هذه الدول خاصة مع توفر إمكانيات حقيقية تحتاج إلى استغلالها، إلا أنه يجب أن ندرك أولا حقيقة تواضع هذه الأسواق مقارنة مع الأسواق العالمية وعلى وجه الخصوص البورصة الجزائرية، حيث أن هذه الأسواق تعاني من التقلبات الشديدة في الأسعار ناتجة عن المعلومات الغير صحيحة، كما تعاني هذه الأسواق من انخفاض درجة انفتاحها على الخارج وهذا ما أدى إلى انخفاض نسبة المستثمرين الأجانب في الداخل وهذا ما يؤثر سلبا على المستثمرين الخليين، ولتحقيق ذلك لابد من توفير فرص استثمارية ملائمة لاستقطاب الاستثمار الأجنبي إلا أن هذه المحاولة غير كافية ما لم تتوفر الشروط المناسبة للاستثمار كالاستقرار السياسي والاقتصادي وهذا ما تشتكي منه هذه الدول، حيث يؤدي كافية ما لم تتوفر الشروط المناسبة للاستثمار وكالاستقرار النيام المللي إلى خلق فرص استثمارية هامة كما يؤ دي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي بفتح قطاعات أمام الاستثمار ونسيق السياسات المتعلقة بمعاملة المستثمرين الأجانب ويتحقق ذلك نتيحة للأثر الغير مباشر المترتب عن تحرير التحارة

ونظرا لما للتكامل المالي من دور هام وبارز في دعم النمو والتكامل الاقتصاديين، فلابد ع لى البورصة الجزائرية أن تحاكي وتواكب البورصات الأخرى عن طريق وضع محيط سليم يضمن لها حسن السير ومنح امتيازات تشجيعية للشركات المدرجة، وفتح المحال أمام القطاع الخاص والاستثمار الأجنبي للتسعير في البورصة،

ومن أجل تحقيق التكامل المالي بين هذه الدول فعليها أن تسعى جاهدة لوضع اتفاقيات اقتصادية وسياسية فيما بينها محاولة الاستفادة من تجارب الدول الآسيوية والعربية، كما يجب عليها تشجيع التجارة البينية بمدف الوصول إلى نظام تجاري متكامل عن طريق إلغاء القيود على حركة بعض السلع بين هذه الدول، كما أن التنسيق بين البرامج الاقتصادية من شأنه توثيق الترابط بين هذه الأسواق، كما يجب على هذه الدول أن تشجيع الاستثمار الموحد و العمل على تمويل الصناعات التي يجب إقامتها لاستغلال الإمكانات الصناعية المتاحة وإعادة الصناعات القائمة،

العمل على زيادة الوعي الاستثماري من خلال استغلال وسائل الإعلام من أجل نشر الثقافة الاستثمارية بين المتعاملين في السوق المالي، كذلك العمل على إنشاء مؤسسات إعلامية تتولى نشر المعلومات والبيانات عن التداولات داخل البورصات العربية إضافة إلى تعريفها بفرص الاستثمار بداخلها،

وتعتبر هذه التوصيات صالحة لمعظم الأس واق العربية، وكي تواكب البورصة الجزائرية باقي البورصات العربية فلابد من سياسات وإجراءات قانونية صارمة من أجل تفعيلها، ويعتبر تطوير البورصة الجزائرية جزء من عملية القطاع المالي ويحتاج ذلك لمنهجية صحيحة

الخـــاتمة

تبدأ من إنشاء بيئة اقتصادية ملائمة وتصل إلى تطوير الأجز اء الأساسية لهذا القطاع، منها ما يتعلق بالجانب التنظيمي ومنها ما يرتبط بالجانب المالي والاقتصادي.

فبالنسبة للحوانب التنظيمية فلابد من استكمال الإطار التشريعي الخاص بالإدراج في البورصة الجزائرية من خلال سن القوانين المناسبة سواء كانت تصحيحية أو تكميلية لقوا نين سابقة ويأتي على رأس هذه القوانين قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بتداول الأوراق المالية وتلك القوانين العامة التي تؤثر بطريقة غير مباشرة على السوق، كما يجب سن قوانين تسعى لتنظيم وحماية التعامل في أسواق الأوراق المالية

ويعد الجانب التشريعي أحد الجوانب الضرورية لقيام أي سوق مالي ولا يقتصر التشريع على إنشاء سوق مالية أو مجرد تعليمات تنظيمية فحسب بل يشمل القوانين المنظمة لتأسيس الشركات والرقابة عليها وتشجيع الاستثمارات،

العمل على إلزام الشركات على نشر تقاريرها المالية بصورة دورية بما يسمح بتسهيل الوصول إلى المعلومات المالية المتعلقة بتلك المؤسسات وذلك من أجل تنشيط السوق المالي و تسهيل القرارات الاستثمارية.

إضافة إلى التوصيات المتعلقة بالجانب التشريعي كما اشرنا سابقا فتتطلب البورصة الجزاعيَّة أيضا إلى تصحيحات تتعلق بالجانب المالي والاقتصادي من أجل تحفيز الطلب على الأوراق المالية ويتضمن ذلك ما يلى:

- تخفيض سعر الفائدة من أجل تشجيع المدخرين نحو سوق الأوراق المالية باعتبار أن الأصول المتداولة فيه تعد فيه بديلا للودائع المصرفية؛
- منح تحفيزات ضريبية لصالح المستثمرين وذلك بإعفاء جزء من الدخل الخاضع للضريبة الذي يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية؛
- تشجيع والتوسع في برامج الخوصصة إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز العرض والتداول بالأوراق المالية لأن سوق الأوراق المالية في هذه الحالة سيكون بمثابة الهيئة المنفذة لعمليات الاكتتاب لهذه الشركات والمؤسسات، كما سيتم تسهيل عملية البيع للمستثمرين، وفي إطار خوصصة الشركات فعلى الدولة أن تعمل على خوصصة قطاع النقل الجوي والبحري إضافة إلى الاتصالات بما يمكن من تنشيط سوق الأوراق الم الية وذلك كون هذه القطاعات من أهمية بالغة في الاقتصاد كما أن هذه القطاعات تحقق أرباح جد معتبرة مقارنة ببقية القطاعات؛
- دعم قيام شركات الوساطة المالية على أن قادرة على المنافسة والابتكار حتى يتمكن الوسطاء بالقيام بواجبهم في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية وغيته في إطار تنافسي يساعد على تحسين مستوى الخدمات المالية وتخفيض تكاليف الوساطة مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالي.

أفاق الدراسة:

بالرغم من ما توصلنا إليه من نتائج بخصوص تكامل الأسواق المالية والتنويع الدولي إلا أن هذا الموضوع لا يزال قابل للبحث المستمر من أجل تأكيد ما تم التوصل إليه أو تصحيحه في ظل المستجدات الحاصلة في البيئة المالية في الساحة الدولية ولذلك نقترح الأفاق التالية:

الخـــاتمة

- ✓ دور العملة الموحدة في دعم التكامل المالي؛
- ✔ دور التكامل المالي في دعم النمو الاقتصادي؛
- 🗸 التكامل المالي ودوره في تنشيط التجارة البينية؛
- ✓ تأثير تكامل الأسواق المالية على أسعار الصرف؛
- ✓ دور التكامل المالي في التقليل من حدة الأزمات المالية؛
 - ✓ تأثير تقلبات أسعار الصرف على التنويع الدولي.

المراجع

أولا المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، **الاستثمار بالأوراق المالية تحليلي وادارة** ، دار المسيرة، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
 - 2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار في الأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
 - 3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية -، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
 - 4. جمال خطيب شذا، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية، مؤسسة طابا، القاهرة، 2002.
 - 5. حازم البيلاوي، النظام الاقتصادي والدولي المعاصر، مركز الأهرام للترجمة والنشر، ط 2، القاهرة، 2005.
 - 6. حازم البيلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، دار الشروق، القاهرة، 1998.
 - 7. حازم البيلاوي، النظام الاقتصادي والدولي المعاصر ، مركز الأهرام للترجمة والنشر، ط 2، القاهرة، 2005.
 - 8. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار الكتاب العربي، ط1، دمشق، سوريا.
 - 9. الحسين تقى الدين، "التمويل الدولي"، دار الكندي، الأردن، 2002.
 - 10. دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسير للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،الأردن، 2010.
 - 11. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، 2012، عمان الأردن.
 - 12. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم ادارة المخاطر والمحاسبة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
 - 13. عبد الحسين وادي العطية، الاقتصاديات النامية أزمات وحلول، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان / الأردن، 2001.
 - 14. عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 15. عزوز عائشة، دور الأسواق المالية الناشئة في التمنية بالبلاد النامية ، أطروحة دكتورا غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2012–2013.
 - 16. عمرصقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدارالجامعية ، مصر، 2003 .
 - 17. فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المجرفة، العدد 147، الكويت، 1990.
 - 18. فؤاد مرسى، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، العدد 147، الكويت، 1990.
 - 19. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان الأردن، 2011.
 - 20. محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في أربع وعشرين ساعة، ايتراك لنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة.
 - 21. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، زمزم للنشر والتوزيع، الأردن.
 - 22. محمد صالح، إدارة الأسواق المالية والبورصات، دار النهضة العربية، جمهورية مصر العربية، د.ط، 2001.
- 23. محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال ، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
 - 24. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الادارة المالية،الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2011.
- 25. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

المراجع

- 26. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية-أوراق ،بورصات- دار الشروق للنشر والتوزيع، ط1، 2005.
- 27. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثالثة،2010، الإسكندرية.
- 28. هانس بيتر مارتن هارلدشومان مترجم من طرف عدنان عباس علي، فخ العولمة، عالم المعرفة، العدد 238، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 1998.
 - 29. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1 دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن، 2003.

المجــــلات

- 30.أنور هاقانقوناش، أزمة شرق آسيا: عبر لبدان منظمة المؤتمر الاسلامي ، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الأسلامية، العدد الأول، ، أنقرة، تركيا، 2001
- 31. أوكيل نسيمة، بوكساني رشيد، مصيبح أحمد، الأزمة الماليق في منطقة الأورو: أسباب نشوبها وانتشارها والدور الذي لعبته الأسواق المالية ووكالات التصنيف الائتماني فيها، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 61، 2013.
- 32. بلكور نور الدين، أزمة الدين السيادي في اليونان: الأسباب والحلول، مجلة الباحث، العدد 13، حامعة ورقلة الجزائر، 2013.
 - 33. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد03، جامعة ورقلة- الجزائر،2004
- 34. دراسة عثمان نقار، رولى شفيق إسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية ، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلة 33 العدد 5، 2011، دمشق.
- 35. محمد قمر الإسلام، تحالفات أسواق الأوراق المالية وسبل الممكنة للإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة مقاصة للأسهم والسندات، مجلة التعاون الإقتصاد يبين الدول الإسلامية، أنقرة، تركيا، العدد، 4، 2004.

الأطروحـــات والوسائل الجامعيه:

- 36. باشي أحمد، العولمة المالية (الأسباب، الآثار والعلاج مع دراسة حالة بعض الدول اللاتينوأمريكية، أطروحة دكتورا غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر،2013،
- 37. بن دحان إلياس الأزهر، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي "دراسة حالة الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي " مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012–2013.
 - 38. حمدي فيصل ، تسيير المحافظ المالية الهولية للأسهم المسعرة في البورصة مع إشارة لحالة الجزائر والمغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006
- 39. رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر -باتنة.
- 40. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2004،

المراجع

- 41. نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة دكتورا غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر بسكرة 2012،
- 42. نسيمة حاج موسى، الأزمات المالية وأثرها على الأسواق المالية دراسة حالة أزمة الرهن العقاري 2007-2008، مذكرة ما ماجستير، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2009.

الأوراق البحثية:

- 43. آسيا قاسيمي، التكامل الهالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، مداخلة تدخل ضمن اطار الملتقى الوطني عولمة الأسواق المالية التحديات والفرص أكتوبر 2011، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غليزان –
- 44. أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق العربية آفاق وتحديات ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات ملتقى : "القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة "كلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية، عمان، الأردنية الهاشمية خلال أفريل 2009.
- 45. جابر محمد محمد عبد الجواد، تفعيل تكامل البورصات العربية لتدعيم التكامل العربي مع الإشارة إلى بعض بورصات دول slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/11.swf consulté le) مجلس التعاون الخليجي مجلس التعاون الخليجي (29/10/2013 à 18 :34h
- 46. حجار عبيدة، شوقي جدي، العولمة المالية وثروة الأمم بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الافتراضي ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات ملتقى الدولية ، المركز الجامعي خميس مليانة 13-14 مارس.
- 47. الداوي الشيخ، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها ورقة بحثية تدخل في ايطار المؤتمر الدولي بعنوان الأزمة المالية العالمية العالمية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والاسلامي، جامعة الجنان، طرابلس- لبنان 2009.
- 48. محمد بن على العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم بمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، حامعة أم القرى، 2007.
- 49. نشاد حكيم، قشرو فتيحة، ضرورة تكامل الأسواق العربية في ظل التحرير المالي ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الأول حول التحرير المالي، النمو الاقتصادي والأزمات المالية في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا MENA
- 50. نعيمة بارودي، عبد القادر بلعربي، تيار عولمة الأسواق المالية الى أين ، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي : سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.

تقارير هيئات دولية:

51. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الانكتاد)، تقرير الاستثمار العالمي عرض عام 2013، متوفر على الرابط: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013overview_ar.pdf

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية.

Les ouvrages :

- 52. AswathDamodaran, <u>Finance D'Entreprise</u>, 2^e edition revue etcorrigée, de boéck, 2008, paris,
- 53. B-Laget; Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990
- 54. Jacques Hamon; bourse et gestion de portefeuille; ECONOMICA; 2^eédition; PARIS; 2005;
- 55. Pierre VERNIMEN, **Finance d'enterprise**, 3e Edition, Dalloz, paris, 1998
- 56. Pierre vernimmen; **finance d'entreprise**; dalloz; 6^e edition; paris;2005
- 57. Régis Bourbonnais, **Econométrie: cours et exercices corrigés**, 9^{éme} Edition, DUNOD, 2015.

Les thèses :

- 58. AbdelbariNassali, <u>integration des marches financiers du basin pacifique</u>, mémoireprésentécomme exigence partielle de la maitriseen administration des affaires, Université du Quebec à Montréal, 2009,
- 59. CharfiMalek, <u>Portfeuillesinternationaux et marchésemergents: diversification et consequences etude de l'éffet contagion enperiode de crisecas de la crise des subprimes, institut des hautes etudes comerciales de sousse- actuarial et finance, TUNISIE,2008</u>
- 60. Khalil TCHITCHITE, <u>Intégration financière et diversification internationale</u>, mémoire présenté pour obtenir le master en finance appliqué, université du Québec à montéreal, 2008.
- 61. MarouaMhiri, choix des portefeuillesinternationaux: diversification, attitude face au risqueetbarrieres à l'investisment, thése pour l'obtention du titre de doctort, universite de CERGY-PONTOISE U.F.R econmie et gestion 2011
- 62. ZENASI Soumia, <u>les effets de l'intégration financière sur la croissance des économies</u> <u>du Maghreb dans un contexte de globalisation et crises</u>, thèse en vue de l'obtention du doctorat, NP, Université Abou BekrBlekaid Tlemcen, 2013-2014.

Les articles :

- 63. Alessandra Bonfigliole; <u>Carol A.Favero, Explainingco-movementbetween stock</u> <u>markets</u>: the case of U S and Germany, Journal of International Money and Finance 24 (2005)
- 64. Alexandra Hobort; Radu Lupu, <u>Are capital marketsintegrated? a test of information</u>, transmission within the european union, <u>Journal for Economic Forecasting</u>, 2009, vol. 6, issue 2.
- 65. AROURI Mohamed El Hedi, <u>a la recherche des facteurs determinants de l'intégration</u> <u>international des marches boursiers: uneanalyse sur donnée de panel</u>.
- 66. Arouri Mohamed Elhadi, <u>L'integrationboursière international : tests et effets sur la diversification</u>, ANNALES D'ECONOMIE ET DE STATISTIQUE. N° 85 2007.
- 67. Arouri Mohamed El Hedi, <u>« Intégration financière et diversification internationale des portefeuilles »</u>, *Economie & prévision*, 2005/2 no 168.

- **68.** Bakri Abdulkarim ; ZulkeflyAbdulkarim, <u>Integration of Asean-5 stock markets a revisit</u>, ASIAN ACADEMY of MANAGEMENT JOURNAL of ACCOUNTING and FINANCE, Vol. 8, No. 2, 2012
- 69. Barli Suryanta, <u>Capital marketintegration in asean countries: special investigation of indonesiantowards the Big Four</u>, The Asian Journal of Technology Management Vol. 4 No. 2 (2011).
- 70. Chu-sheng Tai; Marketitegration and contagion: Evidence from Asian emerging stock and foreign exchange markets, EmergingMarketsReview, Volume 8, Issue 4, December 2007.
- 71. Cristina Tudor, Changes in stockmarkets interdipendences as a result of the global financial crisis: Empirical investigation or the CEE Regions, journal of PANOECONOMICUS n°4, Romania, 2014.
- 72. Flandreau M., et Riviere C. (1999), "La GrandE RETRASFORMATION? Contrôle de Capitaux et Integration Financiére Internationale, 1880-1996"Revue du CEPII « Economie Internationale », No. 78, La documentation Française,
- 73. Francisco Zopez Herrera, <u>cointegration trends among the NAFTA equity markets</u>, <u>Economíateoría y práctica.</u>- México, DF, ISSN 0188-8250, ZDB-ID 25173030. Vol. 36.2012,
- 74. Goyou D. et Atatrazi, **panorama du systéme financiers concurrence et mutations des marchés financiers en europe**, revue les cahiers français
- 75. Hande Ferdine; Joniada Milla: <u>Ananlysis of cointegration in capital markets of France</u>; Germany and United Kingdom, Economics & Business Journal: Inquiries & Perspectives, Vol.2 No.1, 2009.
- 76. Hwahsin Cheng, John L. Glascock, <u>Stock market linkages before and after the Asian crisis: evidence from three greater China economie Area stock markets and the US</u>, Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 9, No. 2 (2006).
- 77. Ilhan Meric, co-movements of NAFTA stock markets, Co-Movements of NAFTA Stock Markets. Troy University Business and Economic Review, 2009
- 78. Ilhan Meric, <u>Co-Movements of NAFTA Stock Markets</u>. Troy University Business and Economic Review
- 79. Johon P, Olienky et al, <u>The Impact of financial crisis on international Diversification</u>, 2000, Global Financial Journal, Vol.13, No. 2, 2002
- 80. José Soares de Fonseca, <u>l'intégration des marchés financiers</u>, ESTUDOS DO GEMF, N.º 6, Portugal, 2006

 Kais Fadhlaoui, Makram Bellalah, Armand Dherry, Mohamed Zouaoui, <u>An empirical examination of international diversification benefits in central European emerging equity markets</u>, INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS 14 (2) 2009.
- 81. Lucie Samon; Fatou Diaw, <u>Intégration des marchés boursiers d'Asie et des états-Unis</u>, L'Actualité économique, vol. 71, n° 4, 1995.
- 82. Masafumi Yabara: <u>CAPITAL MARKET INTEGRATION</u>: <u>progress ahead of the east african community monetary union</u>, IMF working paper, african departement, january 2012.
- 83. Mohamed Elhadi Arouri, **Fredj Jawadi**, **Stock MarketIntegration in emerging countries**: **furtherevidencefrom the phelippines and Mexico** 2nd Global Conference on Business and Finance, Vol.1, Costa-Rica, 2008.

- 84. Mohamed Imen Gallali, Basma Kilani, <u>Stock market volatility and international diversification</u>, journal of business studies quarterly, 2010, Vol. 1, No. 4.
- 85. Saifuzzaman Ibrahim, East Asian financial integration: a cointegration test allowing forstructural break and the rol of regional institutions, Journal of Economics and Management 3(1): (2009)
- 86. Surbi jain and N.R .Bhanumurthy ; **financialmarketintgration in india**. ASIA–PACIFIC DEVELOPEMENT JOURNAL, vol 12 du 2-12-2005
- 87. Thomas Lagoarde-Segot; Brian M.Lucey, <u>Capital marketintegration in the middle east</u> <u>and northAfrica</u>,M.E. Sharpe, Inc. in its journal Emerging Markets Finance and Trade, 2007.

Les siminaires :

- 88. Bei XU, <u>"Co-mouvementsextrêmes, interdépendanceoucontagion ?Uneanalysed'après la théorie des valeursextrêmes"</u> papie rprésenté dans un séminaire interne université de bordeaux, 2007.
- 89. Jack Niklewski; Timothy Rodgers, <u>International portfolio diversification and the 2007 finacial crisis: Will structural change in Equitymarketcorrelations have a testing impact on optimal portfolio selection?</u> Economics finance and accounting, Applied ResearchWorking Paper Series.
- 90. Julio Ramos-Tallad ; Le FMI et la gestion des flux de capitaux : la longue route versuneapprochepragmatique, Bulletin de la banque de France, N°192, 2éme trimestre 2013.
- 91. Onay, Ceylan, <u>a co-integrationallysisapproach to european union integration</u>: the case of acceding and candidate countries, EuropeanIntegration online papers, 2006
- 92. Philip R. Lane, 'Financial Globalization and Exchange Rates', Financial Globalization A conference sponsored by the Federal Reserve Bank of New York
- 93. Robert Vermeulen; **Iternatinal Divercification During the Financial Crisis: A Blessing for EquityInvestor,** DNB Working Paper N°324, December 2011.
- 94. Saoussen Kouki, finanacial, <u>integration of east and south mediterrainean stock</u> <u>markets</u>, 16th International Business Research Conference, Novotel World Trade Centre Off Sheikh Zayed Road, Za'abeel 2, Dubai, UAE 12-13 April 2012.

Autres:

- 95. Bertrand BLANCHETON, Universalis, « MONDIALISATION Histoire de la mondialisation », disponible sur le site: http://www.universalis.fr/encyclopedie/mondialisation-histoire-de-la-mondialisation/3-l-integration-financiere-internationale/consulté le 13-09-2013 à 17:37
- 96. Harry M, Markowitz, <u>fondation of portfolio theory</u>, www.nobelprize.org/.../markowitz-lecture.pdf. consulté le 10/03/2013
- 97. http://www.canal-u.tv/video/universite_de_tous_les_savoirs/mondialisation_financiere.1352_consulté_le_23/12/2013_ à 21h:05.
- 98. Jean-Baptiste Desquilbet, <u>Le MEDAF Modèled'évaluation des actifs financiers</u>, disponible sur site jb.desquilbet.pagesperso-orange.fr/docs/A_M2thfi_2_MEDAF.pdf, consulté le 12/10/2013 à 14:11h
- 99. Kais Fadhlaoui, Diversification international etintégrationfinancière: l'intérêt des marchésémergentsDisponible sur le lien:

- https://www.researchgate.net/publication/228606961_Diversification_internationale_et_integration_financiere_L%27interet_des_marches_emergents
- 100. Ma. Belinda, S. Mandigma, <u>Stock Markets linkages and the global financial crisis: Evidence from the Asian 5+3 and the US</u>, disponible sur le site:http://commerce.ust.edu.ph/download/research/stock%20market%20linkages.pdf
- 101. Philippe Bernard, <u>Le Modèled'Equilibre des Actifs Financiers</u>, paris,2007, p:2. http://www.lamicrofinance.org/files/15331_I_016.pdf consulté le 16/11/2013.à 18:09
- 102. <u>Risque management and financial dérivatives</u>, disponible sur le lien http://www.worldscibooks.com/etextbook/5855/5855_chap1.pdf

مواقع الانترنت:

- 103. http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_theorie-de-la-segmentation.html
- 104. http://www.trader-finance.fr/lexique-finance/definition-lettre-T/Theorie-de-la-segmentation.html
- 105. site:http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_portefeuille_diversification .html
- 106. <u>slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/papers/11.swf</u>
- 107. https://www.researchgate.net/publication/228606961_Diversification_internationale _et_integration_financiere_L%27interet_des_marches_emergents.
- 108. http://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2005-2-page-115.htm
- 109. http://www.msci.com/products/indexes/performance.html
- 110. http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?IF_ActivePath=P, 4&sCS_ChosenLang=fr
- 111. http://fxtop.com/fr/historique-taux-change.php?A=1&C1=JPY&C2=USD&MA=1&DD1=01&MM1=01&YYYY1=198 9&B=1&P=&I=1&DD2=31&MM2=12&YYYY2=2014&btnOK=Chercher
- 112. https://www.quandl.com/collections/economics/share-of-revenue-from-international-trade-taxes-by-country
- 113. http://data.imf.org/?sk5=dabaff2-c5ad-4d27-a175-1253419c02d1&sId=1409151240976
- 114. http://data.worldbank.org/indicator

الملحق رقم (1) اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والأمريكية

Date: 02/10/16 Time: 19:56

Sample (adjusted): 1990M01 2014M12 Included observations: 300 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: ITALY FRANCE USA CANADA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 At most 2 At most 3	0.449922	198.7992	47.85613	0.0000
	0.035226	19.49051	29.79707	0.4581
	0.026087	8.732079	15.49471	0.3908
	0.002670	0.802089	3.841466	0.3705

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (2) نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة الأوروبية والأمريكية

Vector Error Correction Estimates Date: 02/09/16 Time: 23:20

Sample (adjusted): 1990M01 2014M12 Included observations: 300 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1			
USA(-1)	1.000000			
CANADA(-1)	-0.057805 (0.67124) [-0.08612]			
FRANCE(-1)	222.5738 (12.3431) [18.0322]			
ITALY(-1)	-1.511925 (1.16412) [-1.29878]			
С	1.400502			
C Error Correction:	-	D(CANADA)	D(FRANCE)	D(ITALY)
	1.400502	D(CANADA) 0.000730 (0.00055) [1.32829]	D(FRANCE) -0.004781 (0.00058) [-8.22135]	D(ITALY) 0.001153 (0.00070) [1.64065]
Error Correction:	1.400502 D(USA) 0.000175 (0.00041)	0.000730 (0.00055)	-0.004781 (0.00058)	0.001153 (0.00070)

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

	(0.07210)	(0.09551)	(0.10104)	(0.12213)
	[-1.06453]	[-0.31338]	[0.14886]	[-0.44171]
D(FRANCE(-1))	0.043265	0.016105	0.099558	0.035084
	(0.04225)	(0.05597)	(0.05921)	(0.07156)
	[1.02406]	[0.28775]	[1.68152]	[0.49024]
D(ITALY(-1))	0.041073	-0.014564	-0.002188	-0.188798
	(0.05233)	(0.06933)	(0.07334)	(0.08865)
	[0.78482]	[-0.21006]	[-0.02984]	[-2.12970]
С	0.006226	0.004732	-0.000781	0.000128
	(0.00252)	(0.00334)	(0.00353)	(0.00427)
	[2.47194]	[1.41814]	[-0.22119]	[0.02991]

الملحق رقم (3) اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية

Date: 02/06/16 Time: 00:24

Sample (adjusted): 1990M01 2014M12 Included observations: 300 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: HONG_KONG JAPAN USA CANADA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 At most 2 At most 3	0.446435	204.3211	47.85613	0.0000
	0.055111	26.90854	29.79707	0.1039
	0.023492	9.902297	15.49471	0.2883
	0.009193	2.770700	3.841466	0.0960

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (4) نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية

Vector Error Correction Estimates
Date: 02/06/16 Time: 00:30

Sample (adjusted): 1989M12 2014M12 Included observations: 301 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1	
CANADA(-1)	1.000000	
HONG_KONG(-1)	-2.034561 (0.52006) [-3.91218]	
JAPAN(-1)	2.209209 (0.67920) [3.25265]	
USA(-1)	0.265573	

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

(0.48690) [0.54544]

C -8.462006

Error Correction:	D(CANADA)	D(HONG_KON G)	D(JAPAN)	D(USA)
CointEq1	-0.008031	0.006874	-0.019306	-0.006725
	(0.00549)	(0.00711)	(0.00583)	(0.00417)
	[-1.46268]	[0.96676]	[-3.31237]	[-1.61404]
D(CANADA(-1))	-0.101312	-0.324141	-0.002295	-0.113369
	(0.09878)	(0.12793)	(0.10486)	(0.07496)
	[-1.02562]	[-2.53367]	[-0.02188]	[-1.51236]
D(HONG_KONG(-1))	0.138069	0.172845	0.032545	0.089629
	(0.05909)	(0.07653)	(0.06273)	(0.04484)
	[2.33666]	[2.25863]	[0.51884]	[1.99886]
D(JAPAN(-1))	0.053977	0.063185	0.030545	0.016350
	(0.06141)	(0.07954)	(0.06520)	(0.04661)
	[0.87889]	[0.79439]	[0.46850]	[0.35082]
D(USA(-1))	0.117953	0.168167	0.092394	0.075993
	(0.12304)	(0.15935)	(0.13061)	(0.09337)
	[0.95869]	[1.05536]	[0.70740]	[0.81392]
С	0.003892	0.005851	-0.002274	0.005592
	(0.00327)	(0.00424)	(0.00348)	(0.00249)
	[1.18853]	[1.37959]	[-0.65422]	[2.25002]

الملحق رقم (5) اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية

Date: 02/09/16 Time: 23:25

Sample (adjusted): 1990M01 2014M12 Included observations: 300 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: FRANCE JAPAN HONG_KONG ITALY Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 At most 2 At most 3	0.510306	239.6538	47.85613	0.0001
	0.051899	25.46138	29.79707	0.1456
	0.020039	9.472994	15.49471	0.3234
	0.011270	3.400269	3.841466	0.0652

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (6) نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية

Vector Error Correction Estimates Date: 02/09/16 Time: 23:28

Sample (adjusted): 1989M12 2014M12 Included observations: 301 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1	
FRANCE(-1)	1.000000	
JAPAN(-1)	0.476443 (0.10799) [4.41178]	
HONG_KONG(-1)	-0.652593 (0.05415) [-12.0515]	
ITALY(-1)	-0.718048 (0.06829) [-10.5152]	
С	-1.033066	
		D(HONG KON

Error Correction:	D(FRANCE)	D(JAPAN)	D(HONG_KON G)	D(ITALY)
CointEq1	-0.040729	-0.072977	0.090325	-0.023395
	(0.02893)	(0.02894)	(0.03513)	(0.03497)
	[-1.40771]	[-2.52179]	[2.57140]	[-0.66891]

الملحق رقم (7) اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة

Date: 02/18/16 Time: 21:36

Sample (adjusted): 1989M12 2014M12 Included observations: 301 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: BRAZIL CANADA FRANCE HONG_KONG INDONESIA ITALY JAPAN MALAYSIA MEXICO USA

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 * At most 3 At most 4 At most 5	0.235748	310.6091	239.2354	0.0000
	0.203041	229.6830	197.3709	0.0004
	0.152075	161.3706	159.5297	0.0395
	0.120003	111.7169	125.6154	0.2559
	0.087580	73.23791	95.75366	0.6085
	0.062047	45.64991	69.81889	0.8095
At most 6	0.040597	26.36933	47.85613	0.8770
At most 7	0.029833	13.89453	29.79707	0.8465
At most 8	0.015076	4.778228	15.49471	0.8319
At most 9	0.000683	0.205738	3.841466	0.6501

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (8) نموذج تصحيح الخطأ للأسواق المتطورة والناشئة

Vector Error Correction Estimates
Date: 02/18/16 Time: 21:29

Sample (adjusted): 1990M01 2014M12 Included observations: 300 after adjustments Standard errors in () & t-statistics in []

	()			
	Cointegrating Eq:	CointEq1	CointEq2	CointEq3
	BRAZIL(-1)	1.000000	0.000000	0.000000
	CANADA(-1)	0.000000	1.000000	0.000000
	FRANCE(-1)	0.000000	0.000000	1.000000
	HONG_KONG(-1)	-2.372983 (0.45402) [-5.22655]	0.627988 (0.29555) [2.12483]	0.132936 (0.17069) [0.77881]
	INDONESIA(-1)	0.214210 (0.17781) [1.20469]	0.336871 (0.11575) [2.91039]	0.307854 (0.06685) [4.60520]
	ITALY(-1)	-1.472025 (0.30391) [-4.84361]	-0.948357 (0.19783) [-4.79379]	-0.698647 (0.11426) [-6.11479]
	JAPAN(-1)	1.386026 (0.41487) [3.34089]	0.380332 (0.27006) [1.40833]	-0.190676 (0.15597) [-1.22252]
	MALAYSIA(-1)	-0.300277 (0.40391) [-0.74343]	-1.058194 (0.26292) [-4.02472]	-0.441254 (0.15185) [-2.90586]
	MEXICO(-1)	-0.531366 (0.19122) [-2.77886]	-0.699963 (0.12447) [-5.62341]	-0.360516 (0.07189) [-5.01494]

USA(-1)	1.683107 (0.33875) [4.96865]	-0.039771 (0.22051) [-0.18036]	-0.074095 (0.12735) [-0.58181]							
 С	4.068319	-0.002784	1.318428							
Error Correction:	D(BRAZIL)	D(CANADA)	D(FRANCE)	D(HONG_KON G)	N D(INDONESIA)	D(ITALY)	D(JAPAN)	D(MALAYSIA)	D(MEXICO)	D(USA)
CointEq1	-0.102143 (0.03721) [-2.74485]	-0.006831 (0.01529) [-0.44664]	-0.008632 (0.01619) [-0.53305]	0.047902 (0.01985) [2.41353]	0.030705 (0.03201) [0.95917]	-0.023598 (0.01989) [-1.18618]	-0.044540 (0.01579) [-2.82033]	-0.031824 (0.02127) [-1.49598]	-0.058670 (0.02311) [-2.53824]	-0.010544 (0.01156) [-0.91210]
CointEq2	0.140534 (0.09940) [1.41384]	-0.017767 (0.04085) [-0.43493]	0.097820 (0.04326) [2.26147]	-0.101787 (0.05301) [-1.91997]	-0.071305 (0.08551) [-0.83391]	0.094031 (0.05314) [1.76952]	-0.006860 (0.04218) [-0.16264]	0.092544 (0.05682) [1.62867]	0.188702 (0.06174) [3.05634]	0.033656 (0.03088) [1.08992]
CointEq3	-0.139244 (0.14255) [-0.97683]	0.047087 (0.05858) [0.80376]	-0.154320 (0.06203) [-2.48776]	0.124711 (0.07603) [1.64034]	0.017116 (0.12262) [0.13958]	-0.101501 (0.07621) [-1.33193]	0.101993 (0.06049) [1.68601]	-0.053670 (0.08149) [-0.65863]	-0.091263 (0.08854) [-1.03072]	0.003224 (0.04428) [0.07280]
D(BRAZIL(-1))	-0.174673 (0.07478) [-2.33581]	0.034557 (0.03073) [1.12444]	-0.000247 (0.03254) [-0.00759]	0.046495 (0.03988) [1.16574]	0.077940 (0.06433) [1.21159]	0.054317 (0.03998) [1.35867]	0.028329 (0.03174) [0.89267]	0.121090 (0.04275) [2.83261]	0.057324 (0.04645) [1.23411]	0.003259 (0.02323) [0.14029]
D(BRAZIL(-2))	-0.060187 (0.07267) [-0.82823]	0.001214 (0.02987) [0.04064]	0.006781 (0.03162) [0.21442]	0.016877 (0.03876) [0.43545]	-0.017560 (0.06251) [-0.28090]	-0.027248 (0.03885) [-0.70138]	-0.060565 (0.03084) [-1.96388]	0.006769 (0.04154) [0.16294]	0.005578 (0.04514) [0.12358]	0.001494 (0.02258) [0.06618]
D(CANADA(-1))	-0.326141 (0.26823) [-1.21588]	-0.116491 (0.11024) [-1.05673]	-0.044063 (0.11673) [-0.37749]	-0.244182 (0.14306) [-1.70681]	-0.086798 (0.23075) [-0.37617]	-0.080349 (0.14340) [-0.56032]	0.039757 (0.11383) [0.34926]	-0.234014 (0.15334) [-1.52614]	-0.152706 (0.16661) [-0.91653]	-0.104220 (0.08333) [-1.25071]
D(CANADA(-2))	0.771161 (0.26056) [2.95965]	0.278121 (0.10708) [2.59726]	0.265366 (0.11339) [2.34037]	0.249787 (0.13897) [1.79743]	0.223335 (0.22414) [0.99640]	0.325705 (0.13930) [2.33824]	0.141512 (0.11058) [1.27978]	0.007088 (0.14895) [0.04759]	0.227499 (0.16184) [1.40566]	0.210932 (0.08094) [2.60589]
D(FRANCE(-1))	0.193513	0.068544	0.040163	-0.130947	-0.201265	0.303414	-0.019080	0.022698	0.394548	0.041339

	(0.26954)	(0.11077)	(0.11729)	(0.14376)	(0.23187)	(0.14410)	(0.11439)	(0.15408)	(0.16742)	(0.08373)
	[0.71794]	[0.61878]	[0.34242]	[-0.91088]	[-0.86802]	[2.10564]	[-0.16680]	[0.14731]	[2.35661]	[0.49369]
D(FRANCE(-2))	-0.173695	-0.037580	-0.165826	0.120223	0.013319	0.095743	0.052901	0.043972	-0.056738	-0.078481
	(0.26952)	(0.11076)	(0.11728)	(0.14375)	(0.23185)	(0.14408)	(0.11438)	(0.15407)	(0.16741)	(0.08373)
	[-0.64447]	[-0.33928]	[-1.41388]	[0.83636]	[0.05745]	[0.66449]	[0.46251]	[0.28540]	[-0.33892]	[-0.93734]
D(HONG_KONG(-1))	0.369627	0.214936	0.132352	0.322114	0.422354	-0.034423	0.071897	0.128622	0.195109	0.153810
	(0.18301)	(0.07521)	(0.07964)	(0.09761)	(0.15743)	(0.09784)	(0.07767)	(0.10462)	(0.11368)	(0.05685)
	[2.01972]	[2.85774]	[1.66190]	[3.30008]	[2.68278]	[-0.35184]	[0.92573]	[1.22945]	[1.71638]	[2.70539]
D(HONG_KONG(-2))	-0.179875	-0.036063	-0.060160	0.052959	0.359386	-0.083345	0.035588	0.082559	-0.132013	-0.033551
	(0.17884)	(0.07350)	(0.07782)	(0.09538)	(0.15384)	(0.09561)	(0.07590)	(0.10223)	(0.11108)	(0.05556)
	[-1.00580]	[-0.49067]	[-0.77302]	[0.55522]	[2.33604]	[-0.87174]	[0.46891]	[0.80755]	[-1.18840]	[-0.60389]
D(INDONESIA(-1))	-0.137691	-0.121733	-0.043445	-0.083153	0.013669	-0.064182	-0.113978	-0.005872	-0.161438	-0.063344
	(0.08692)	(0.03572)	(0.03782)	(0.04636)	(0.07477)	(0.04647)	(0.03689)	(0.04969)	(0.05399)	(0.02700)
	[-1.58415]	[-3.40790]	[-1.14863]	[-1.79373]	[0.18281]	[-1.38126]	[-3.09001]	[-0.11817]	[-2.99024]	[-2.34596]
D(INDONESIA(-2))	-0.150072	0.018411	0.037504	0.026635	-0.187653	0.035857	0.070503	-0.041267	0.034786	0.011535
	(0.08711)	(0.03580)	(0.03791)	(0.04646)	(0.07494)	(0.04657)	(0.03697)	(0.04980)	(0.05411)	(0.02706)
	[-1.72269]	[0.51424]	[0.98930]	[0.57326]	[-2.50406]	[0.76993]	[1.90704]	[-0.82866]	[0.64286]	[0.42624]
D(ITALY(-1))	0.024339	0.018893	0.010140	0.075736	-0.058818	-0.197808	-0.030832	-0.083492	-0.195582	0.073870
	(0.17950)	(0.07377)	(0.07811)	(0.09574)	(0.15441)	(0.09596)	(0.07618)	(0.10261)	(0.11149)	(0.05576)
	[0.13559]	[0.25611]	[0.12981]	[0.79110]	[-0.38092]	[-2.06136]	[-0.40475]	[-0.81368]	[-1.75419]	[1.32473]
D(ITALY(-2))	-0.142102	-0.017146	-0.021504	-0.173101	-0.113236	-0.177784	-0.141346	-0.132828	0.041858	-0.045660
	(0.17901)	(0.07357)	(0.07790)	(0.09548)	(0.15399)	(0.09570)	(0.07597)	(0.10233)	(0.11119)	(0.05561)
	[-0.79382]	[-0.23306]	[-0.27604]	[-1.81304]	[-0.73534]	[-1.85772]	[-1.86058]	[-1.29801]	[0.37645]	[-0.82106]
D(JAPAN(-1))	0.089755	0.029585	-0.044978	0.067824	0.133958	-0.051178	0.031494	0.189280	-0.116512	-0.003710
	(0.15443)	(0.06347)	(0.06720)	(0.08237)	(0.13285)	(0.08256)	(0.06554)	(0.08828)	(0.09593)	(0.04798)
	[0.58119]	[0.46613]	[-0.66927]	[0.82343]	[1.00834]	[-0.61989]	[0.48055]	[2.14402]	[-1.21460]	[-0.07733]
D(JAPAN(-2))	-0.220580	-0.034551	-0.151901	0.005201	-0.013178	0.047282	-0.021270	0.050815	-0.144726	-0.008859
	(0.15670)	(0.06440)	(0.06819)	(0.08357)	(0.13480)	(0.08377)	(0.06650)	(0.08958)	(0.09733)	(0.04868)

	[-1.40768]	[-0.53652]	[-2.22762]	[0.06224]	[-0.09776]	[0.56442]	[-0.31986]	[0.56728]	[-1.48693]	[-0.18199]
D(MALAYSIA(-1))	0.044626	0.033952	0.011294	-0.045403	0.160335	0.076419	0.009906	0.064167	0.155061	-0.031160
	(0.13562)	(0.05574)	(0.05902)	(0.07233)	(0.11667)	(0.07250)	(0.05756)	(0.07753)	(0.08424)	(0.04213)
	[0.32904]	[0.60914]	[0.19136]	[-0.62768]	[1.37428]	[1.05399]	[0.17212]	[0.82765]	[1.84068]	[-0.73958]
D(MALAYSIA(-2))	0.272974	0.084528	0.057746	0.061566	0.247691	-0.065175	0.002329	0.279246	0.205946	0.048423
	(0.13635)	(0.05603)	(0.05933)	(0.07272)	(0.11729)	(0.07289)	(0.05786)	(0.07794)	(0.08469)	(0.04236)
	[2.00208]	[1.50850]	[0.97325]	[0.84662]	[2.11179]	[-0.89415]	[0.04026]	[3.58272]	[2.43176]	[1.14322]
D(MEXICO(-1))	0.036324	-0.046464	-0.079969	-0.053555	-0.066281	-0.010693	-0.023602	-0.124174	0.021020	-0.051180
	(0.12818)	(0.05268)	(0.05578)	(0.06837)	(0.11027)	(0.06853)	(0.05440)	(0.07328)	(0.07962)	(0.03982)
	[0.28337]	[-0.88200]	[-1.43361]	[-0.78334]	[-0.60108]	[-0.15604]	[-0.43388]	[-1.69460]	[0.26400]	[-1.28524]
D(MEXICO(-2))	0.173969	-0.011773	-0.049624	-0.039768	-0.102863	0.000848	-0.060231	-0.067186	0.052513	-0.013358
	(0.12403)	(0.05097)	(0.05397)	(0.06615)	(0.10670)	(0.06631)	(0.05264)	(0.07090)	(0.07704)	(0.03853)
	[1.40263]	[-0.23096]	[-0.91941]	[-0.60116]	[-0.96407]	[0.01279]	[-1.14429]	[-0.94758]	[0.68162]	[-0.34667]
D(USA(-1))	0.195907	0.133141	0.135141	0.150898	0.233944	0.105789	0.180018	0.159415	-0.160473	0.068282
	(0.36086)	(0.14830)	(0.15703)	(0.19246)	(0.31043)	(0.19292)	(0.15314)	(0.20629)	(0.22415)	(0.11210)
	[0.54289]	[0.89776]	[0.86058]	[0.78403]	[0.75362]	[0.54837]	[1.17551]	[0.77278]	[-0.71593]	[0.60910]
D(USA(-2))	0.038570	-0.227067	0.058363	-0.339708	-0.651749	-0.190076	-0.021326	-0.040281	-0.235197	-0.062155
	(0.35247)	(0.14486)	(0.15338)	(0.18799)	(0.30321)	(0.18843)	(0.14958)	(0.20149)	(0.21894)	(0.10950)
	[0.10943]	[-1.56752]	[0.38050]	[-1.80703]	[-2.14948]	[-1.00871]	[-0.14257]	[-0.19991]	[-1.07427]	[-0.56763]
C	0.000167	0.003384	0.002052	0.005680	-0.000954	-0.001397	-0.003020	0.001922	0.007601	0.005403
	(0.00817)	(0.00336)	(0.00356)	(0.00436)	(0.00703)	(0.00437)	(0.00347)	(0.00467)	(0.00508)	(0.00254)
	[0.02039]	[1.00772]	[0.57727]	[1.30344]	[-0.13572]	[-0.31988]	[-0.87090]	[0.41149]	[1.49781]	[2.12876]
R-squared Adj. R-squared Sum sq. resids S.E. equation F-statistic Log likelihood Akaike AIC Schwarz SC	0.172605	0.128651	0.103146	0.110482	0.195343	0.091714	0.175814	0.167029	0.176029	0.116897
	0.103656	0.056039	0.028408	0.036356	0.128288	0.016023	0.107132	0.097615	0.107365	0.043305
	5.008885	0.846001	0.948532	1.424844	3.706638	1.431543	0.902088	1.636851	1.932540	0.483398
	0.134715	0.055364	0.058623	0.071850	0.115887	0.072019	0.057170	0.077011	0.083678	0.041850
	2.503356	1.771757	1.380104	1.490455	2.913181	1.211694	2.559821	2.406268	2.563621	1.588449
	188.2038	454.9710	437.8118	376.7764	233.3670	376.0729	445.3424	355.9697	331.0605	538.9229
	-1.094692	-2.873140	-2.758746	-2.351843	-1.395780	-2.347153	-2.808949	-2.213131	-2.047070	-3.432819
	-0.798389	-2.576837	-2.462443	-2.055540	-1.099478	-2.050850	-2.512646	-1.916829	-1.750768	-3.136517

المالا حق	حق	الملا
-----------	----	-------

Mean dependent S.D. dependent	0.006526	0.004879	0.003470	0.006264	0.001176	5.63E-05	-0.001550	0.002811	0.010029	0.005997
	0.142291	0.056984	0.059474	0.073193	0.124122	0.072603	0.060503	0.081069	0.088567	0.042787
Determinant resid cova Determinant resid cova Log likelihood Akaike information crite Schwarz criterion	riance	4.31E-26 1.87E-26 4629.157 -29.06105 -25.72764								

الملحق رقم (9): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية بعد الأزمة المالية

Date: 02/19/16 Time: 17:24

Sample (adjusted): 2009M08 2014M12 Included observations: 65 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: HONG_KONG USA JAPAN CANADA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.534990	95.38907	47.85613	0.0000
	0.446112	45.61881	29.79707	0.0004
	0.099658	7.217281	15.49471	0.5525
	0.006036	0.393558	3.841466	0.5304

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (10): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والأوروبية بعد الأزمة المالية

Date: 02/19/16 Time: 17:29

Sample (adjusted): 2009M08 2014M12 Included observations: 65 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: FRANCE CANADA USA ITALY Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.534754	93.57817	47.85613	0.0000
	0.430116	43.84092	29.79707	0.0007
	0.100555	7.289948	15.49471	0.5442
	0.006156	0.401392	3.841466	0.5264

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (11): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية بعد الأزمة المالية

Date: 02/19/16 Time: 17:31

Sample (adjusted): 2009M08 2014M12 Included observations: 65 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: FRANCE JAPAN HONG_KONG ITALY Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

None *	0.639576	87.80538	47.85613	0.0000
At most 1	0.190506	21.47462	29.79707	0.3287
At most 2	0.077324	7.737144	15.49471	0.4939
At most 3	0.037822	2.506106	3.841466	0.1134

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (12): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة بعد الأزمة المالية

Date: 02/19/16 Time: 17:34

Sample (adjusted): 2009M08 2014M12 Included observations: 65 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: USA HONG_KONG CANADA FRANCE JAPAN ITALY

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 * At most 3 At most 4 At most 5	0.672437	161.0393	95.75366	0.0000
	0.458933	88.49447	69.81889	0.0008
	0.346159	48.57066	47.85613	0.0428
	0.163921	20.95276	29.79707	0.3606
	0.128664	9.315678	15.49471	0.3370
	0.005575	0.363385	3.841466	0.5466

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (13): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة بعد الأزمة المالية

Date: 02/19/16 Time: 17:42

Sample (adjusted): 2009M08 2014M12 Included observations: 65 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: BRAZIL CANADA FRANCE ITALY MALAYSIA HONG_KONG INDONESIA JAPAN MEXICO USA

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.754052	339.3768	239.2354	0.0000
At most 1 *	0.620359	248.2054	197.3709	0.0000
At most 2 *	0.545643	185.2511	159.5297	0.0009
At most 3 *	0.535891	133.9745	125.6154	0.0140
At most 4	0.365118	84.07813	95.75366	0.2417
At most 5	0.336495	54.54758	69.81889	0.4381
At most 6	0.191635	27.88339	47.85613	0.8187
At most 7	0.119917	14.05518	29.79707	0.8375
At most 8	0.081434	5.752149	15.49471	0.7246
At most 9	0.003547	0.230971	3.841466	0.6308

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

الملحق رقم (14): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية أثناء أزمة 2008

Date: 02/19/16 Time: 18:33

Sample (adjusted): 2007M09 2009M04 Included observations: 20 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: CANADA HONG_KONG JAPAN USA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 At most 2 At most 3	0.702360	49.54251	47.85613	0.0344
	0.583467	25.30511	29.79707	0.1508
	0.279332	7.789303	15.49471	0.4882
	0.060013	1.237781	3.841466	0.2659

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (15): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والأوروبية أثناء أزمة 2008

Date: 02/19/16 Time: 18:36

Sample (adjusted): 2007M10 2009M04 Included observations: 19 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: CANADA ITALY USA FRANCE Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.756557	57.03738	47.85613	0.0054
	0.602944	30.19281	29.79707	0.0450
	0.484716	12.64295	15.49471	0.1286
	0.002378	0.045236	3.841466	0.8315

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (16): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والآسيوية أثناء أزمة 2008

Date: 02/19/16 Time: 18:38

Sample (adjusted): 2007M10 2009M04 Included observations: 19 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: ITALY FRANCE HONG_KONG JAPAN Lags interval (in first differences): 1 to 1

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.703787	56.80730	47.85613	0.0058
	0.685395	33.69042	29.79707	0.0169
	0.409145	11.71812	15.49471	0.1709
	0.086578	1.720596	3.841466	0.1896

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (17): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة أثناء أزمة 2008

Date: 02/19/16 Time: 18:40

Sample (adjusted): 2007M10 2009M04 Included observations: 19 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: ITALY FRANCE HONG_KONG JAPAN CANADA USA

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 * At most 3 * At most 4 At most 5	0.994767	225.1326	95.75366	0.0000
	0.939623	125.3289	69.81889	0.0000
	0.868784	71.99310	47.85613	0.0001
	0.658897	33.40586	29.79707	0.0184
	0.444751	12.96998	15.49471	0.1159
	0.089983	1.791551	3.841466	0.1807

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (18): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأمريكية والآسيوية في الفترة 1998- 2007

Date: 02/19/16 Time: 19:40

Sample (adjusted): 1998M03 2007M06 Included observations: 112 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: CANADA JAPAN HONG_KONG USA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 At most 2 At most 3	0.294422	60.66091	47.85613	0.0020
	0.165086	21.60228	29.79707	0.3212
	0.012293	1.394563	15.49471	0.9994
	8.19E-05	0.009177	3.841466	0.9233

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

الملحق رقم (19): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المنطورة الأمريكية والأوربية في الفترة 1998-2007

Date: 02/19/16 Time: 19:43

Sample (adjusted): 1998M04 2007M06 Included observations: 111 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: FRANCE ITALY CANADA USA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.601531	163.7932	47.85613	0.0000
	0.370975	61.65942	29.79707	0.0000
	0.080628	10.20155	15.49471	0.2656
	0.007811	0.870411	3.841466	0.3508

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (20): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الآسيوية والأوربية في الفترة 1998- 2007

Date: 02/19/16 Time: 19:45

Sample (adjusted): 1998M03 2007M06 Included observations: 112 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: FRANCE ITALY JAPAN HONG_KONG Lags interval (in first differences): 1 to 1

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 At most 2 At most 3	0.308358	59.65028	47.85613	0.0027
	0.083788	18.35738	29.79707	0.5398
	0.059610	8.556516	15.49471	0.4080
	0.014826	1.672947	3.841466	0.1959

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (21): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة في الفترة 1998-2007

Date: 02/19/16 Time: 19:46

Sample (adjusted): 1998M04 2007M06 Included observations: 111 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: ITALY JAPAN HONG_KONG USA CANADA FRANCE

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2	0.609747	185.5142	95.75366	0.0000
	0.317210	81.06764	69.81889	0.0048
	0.161228	38.71361	47.85613	0.2718
At most 3	0.135114	19.19795	29.79707	0.4788
At most 4	0.027105	3.085480	15.49471	0.9629
At most 5	0.000318	0.035339	3.841466	0.8508

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (22): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة في الفترة 1998-2007

Date: 02/19/16 Time: 19:49

Sample (adjusted): 1998M03 2007M06 Included observations: 112 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: ITALY JAPAN HONG_KONG USA CANADA BRAZIL MALAYSIA MEXICO INDONESIA FRANCE

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.565001	372.6808	239.2354	0.0000
At most 1 *	0.485028	279.4507	197.3709	0.0000
At most 2 *	0.475195	205.1227	159.5297	0.0000
At most 3 *	0.323104	132.9132	125.6154	0.0166
At most 4	0.196216	89.20656	95.75366	0.1296
At most 5	0.160825	64.74305	69.81889	0.1189
At most 6	0.153091	45.10544	47.85613	0.0886
At most 7	0.142996	26.49530	29.79707	0.1146
At most 8	0.072144	9.212334	15.49471	0.3461
At most 9	0.007347	0.825947	3.841466	0.3634

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (23): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الآسيوية والأمريكية خلال 1997-1999

Date: 02/19/16 Time: 22:35

Sample (adjusted): 1997M10 1999M12 Included observations: 27 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: CANADA HONG_KONG USA JAPAN Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 * At most 3	0.715242	67.36895	47.85613	0.0003
	0.460911	33.45385	29.79707	0.0181
	0.384260	16.77126	15.49471	0.0320
	0.127356	3.678135	3.841466	0.0551

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (24): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الأوروبية والأمريكية خلال 1997- 1998

Date: 02/19/16 Time: 22:39

Sample (adjusted): 1997M10 1999M12 Included observations: 27 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: FRANCE ITALY CANADA USA Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.644828	58.16797	47.85613	0.0040
	0.604995	30.21883	29.79707	0.0447
	0.172057	5.139694	15.49471	0.7938
	0.001546	0.041784	3.841466	0.8380

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (25): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة الآسيوية والأوروبية خلال 1997-

Date: 02/19/16 Time: 22:41

Sample (adjusted): 1997M10 1999M12 Included observations: 27 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: HONG_KONG FRANCE ITALY JAPAN Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 At most 3	0.831676	86.70013	47.85613	0.0000
	0.614364	38.58986	29.79707	0.0038
	0.309486	12.86258	15.49471	0.1199
	0.100640	2.863947	3.841466	0.0906

Trace test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (26): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة خلال 1997-1999

Date: 02/19/16 Time: 22:43

Sample (adjusted): 1997M10 1999M12 Included observations: 27 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: CANADA JAPAN USA HONG_KONG FRANCE ITALY

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None * At most 1 * At most 2 * At most 3 * At most 4 At most 5	0.745998	113.6154	95.75366	0.0017
	0.617940	76.61422	69.81889	0.0130
	0.513663	50.63540	47.85613	0.0268
	0.494993	31.17235	29.79707	0.0345
	0.375781	12.72641	15.49471	0.1252
	9.38E-05	0.002532	3.841466	0.9575

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (27): اختبار التكامل المشترك بين الأسواق المتطورة والناشئة خلال 1997-1999

Date: 02/19/16 Time: 22:46

Sample (adjusted): 1998M03 2007M06 Included observations: 112 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: BRAZIL CANADA FRANCE HONG_KONG INDONESIA ITALY JAPAN

MALAYSIA MEXICO USA

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.565001	372.6808	239.2354	0.0000
At most 1 *	0.485028	279.4507	197.3709	0.0000
At most 2 *	0.475195	205.1227	159.5297	0.0000
At most 3 *	0.323104	132.9132	125.6154	0.0166
At most 4	0.196216	89.20656	95.75366	0.1296
At most 5	0.160825	64.74305	69.81889	0.1189
At most 6	0.153091	45.10544	47.85613	0.0886
At most 7	0.142996	26.49530	29.79707	0.1146
At most 8	0.072144	9.212334	15.49471	0.3461
At most 9	0.007347	0.825947	3.841466	0.3634

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

الملحق رقم (28): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود

DependentVariable: L_EM ARDL Bounds Test

Date: 08/21/15 Time: 11:52 Sample: 2007M11 2014M12 Includedobservations: 86

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	К
F-statistic	5.396637	2

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10% 5% 2.5%	3.17 3.79 4.41	4.14 4.85 5.52
1%	5.15	6.36

^{*} denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

^{**}MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق رقم (29): نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية اختبار الحدود

DependentVariable: L_DIV ARDL Bounds Test

Date: 08/21/15 Time: 12:17 Sample: 2007M11 2014M12 Includedobservations: 86

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	K	
F-statistic	3.852428	2	
	Critic	cal Value Bounds	
Significance	I0 Bound	I1 Bound	
10% 5% 2.5% 1%	3.17 3.79 4.41 5.15	4.14 4.85 5.52 6.36	

الملحق رقم (30): تقدير المعلمات في الأجل الطويل

DependentVariable: L_EM

Method: ARDL

Date: 08/21/15 Time: 11:47

Sample (adjusted): 2007M11 2014M12
Includedobservations: 86 afteradjustments
Maximum dependentlags: 8 (Automaticselection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamicregressors (8 lags, automatic): L_DIV L_USA

Fixedregressors: C

Number of modelsevalulated: 648 SelectedModel: ARDL(2, 4, 1)

Note: final equation sample is larger than selection sample

Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
0.669948	0.105340	6.359854	0.0000
0.216723	0.103468	2.094585	0.0395
0.946132	0.019445	48.65697	0.0000
-0.622781	0.106435	-5.851258	0.0000
-0.208723	0.103505	-2.016562	0.0473
0.001891	0.012667	0.149252	0.8818
-0.013650	0.008700	-1.568986	0.1208
0.069531	0.026646	2.609404	0.0109
-0.070166	0.027086	-2.590550	0.0115
0.070378	0.022891	3.074523	0.0029
	0.669948 0.216723 0.946132 -0.622781 -0.208723 0.001891 -0.013650 0.069531 -0.070166	0.669948 0.105340 0.216723 0.103468 0.946132 0.019445 -0.622781 0.106435 -0.208723 0.103505 0.001891 0.012667 -0.013650 0.008700 0.069531 0.026646 -0.070166 0.027086	0.669948 0.105340 6.359854 0.216723 0.103468 2.094585 0.946132 0.019445 48.65697 -0.622781 0.106435 -5.851258 -0.208723 0.103505 -2.016562 0.001891 0.012667 0.149252 -0.013650 0.008700 -1.568986 0.069531 0.026646 2.609404 -0.070166 0.027086 -2.590550

R-squared0.999357

Adjusted R-squared0.999280 S.E. of regression0.004854 Sumsquaredresid0.001791

> Log likelihood341.4941 F-statistic13115.46

Prob(F-statistic)0.000000

Meandependent var7.195891 S.D. dependent var0.180936 Akaike info criterion-7.709165 Schwarz criterion-7.423776 Hannan-Quinn criter.-7.594309

Durbin-Watson stat 1.992629

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق رقم (31): الاختبارات التشخيصية

			Diagn	ostic Tests		
*	Test Statistic	:s *	LM Ve	rsion *	F Version	*
***	*******	******	****	**********	************	******
* A	:Serial Correlat	ion*CHSQ(12)	= 1	5.7002[.205]*F(12 *	(,71) = 1.2673	8[.257]* *
* B	:Functional Form	n *CHSQ(1)	= .	034676[.852]*F(1, *	82) = .031961	.[.859]* *
* C	:Normality	*CHSQ(2)	=	.42160[.810]*	Not applicable	*
* D	:Heteroscedastic	city*CHSQ(1)	=	.45572[.500]*F(1,	87) = .44777	[.505]*
:	B:Ramsey's RESET C:Based on a te	test using	the so	idual serial corr quare of the fitt kurtosis of resi	ed values	ies

الملحق رقم (32): مقدرات معلمات الأجل الطويل

DependentVariable: L_DIV

Method: ARDL

Date: 08/21/15 Time: 12:17

Sample (adjusted): 2007M11 2014M12 Includedobservations: 86 afteradjustments Maximum dependentlags: 8 (Automaticselection) Model selection method: Akaike info criterion (AIC) Dynamicregressors (8 lags, automatic): L_EM L_USA

Fixedregressors: C

Number of modelsevalulated: 648 SelectedModel: ARDL(2, 4, 0)

Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
L_DIV(-1)	0.677386	0.109144	6.206350	0.0000
L_DIV(-2)	0.228459	0.107304	2.129085	0.0364
L_EM	1.002612	0.009794	102.3738	0.0000
L_EM(-1)	-0.676238	0.110313	-6.130196	0.0000
L_EM(-2)	-0.233983	0.107854	-2.169440	0.0331
L_EM(-3)	-0.002744	0.013260	-0.206915	0.8366
L_EM(-4)	0.014405	0.009073	1.587623	0.1165
L_USA	-0.000233	0.003917	-0.059456	0.9527
C	-0.061337	0.023927	-2.563473	0.0123
R-squared	0.99931	2 Meandep	endent var	7.285616
Adjusted R-squared	0.99924	 S.D. depe 	endent var	0.183591
S.E. of regression	0.00506	1 Akaike in	fo criterion	-7.635791
Sumsquaredresid	0.00197	2 Schwarz	criterion	-7.378940
Log likelihood	337.339	0 Hannan-0	Quinn criter.	-7.532420
F-statistic	13972.6	2 Durbin-W	atson stat	1.975054
Prob(F-statistic)	0.00000	0		

^{*}Note: p-values and any subsequent tests do not account for model

الملحق رقم (33): الاختبارات التشخيصية

Diagnostic Tests

******	******	******	********	******
* Test Statistics	* LI	M Version	* F	Version *
*******	*******	******	*******	*******
*	*	•	k	*
* A:Serial Correlatio	n*CHSQ(12) :	= 20.0525[.066]	*F(12,71)	= 1.7461[.075]*
*	*	•	k	*
* B:Functional Form	*CHSQ(1) :	= .011356[.915]	*F(1,82)	= .010583[.918]*
*	*	•	ŧ	*
* C:Normality	*CHSQ(2) :	= .59413[.743]	Not a	applicable *
*	*	•	ŧ	*
* D:Heteroscedasticit	y*CHSQ(1) :	= .20047[.654]	*F(1,86)	= .19636[.659]*
*******	******	******	*******	*******

A:Lagrange multiplier test of residual serial correlation B:Ramsey's RESET test using the square of the fitted values

C:Based on a test of skewness and kurtosis of residuals

D:Based on the regression of squared residuals on squared fitted values

الملحق رقم (34): نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج الا ARDL للأسواق الناشئة

ARDL Cointegrating And Long Run Form

DependentVariable: L_EM SelectedModel: ARDL(2, 4, 1) Date: 08/21/15 Time: 12:04 Sample: 2007M07 2014M12 Includedobservations: 86

Cointear	atina Fr	nm
Connecti	alliul C	,,,,,

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(L_EM(-1)) D(L_DIV) D(L_DIV(-1)) D(L_DIV(-2)) D(L_DIV(-3)) D(L_USA) CointEq(-1)	-0.216723 0.946132 0.208723 -0.001891 0.013650 0.069531 -0.113330	0.103468 0.019445 0.103505 0.012667 0.008700 0.026646 0.042999	-2.094585 48.656965 2.016562 -0.149252 1.568986 2.609404 -2.635643	0.0395 0.0000 0.0473 0.8818 0.1208 0.0109 0.0102
1 7				

Cointeq = $L_EM - (0.9077*L_DIV -0.0056*L_USA + 0.6210)$

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
L_DIV	0.907691	0.040874	22.206985	0.0000
L_USA	-0.005608	0.034637	-0.161900	0.8718
C	0.621000	0.284848	2.180113	0.0323

الملاحق

الملحق رقم (35): نتائج تقديرات نموذج تصحيح الخطأ لنموذج ال ARDL للأسواق المتطورة

ARDL Cointegrating And Long Run Form

DependentVariable: L_DIV SelectedModel: ARDL(2, 4, 0) Date: 08/21/15 Time: 12:22 Sample: 2007M07 2014M12 Includedobservations: 86

CointegratingForm						
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.		
D(L_DIV(-1)) D(L_EM) D(L_EM(-1)) D(L_EM(-2)) D(L_EM(-3)) D(L_USA) CointEq(-1)	-0.228459 1.002612 0.233983 0.002744 -0.014405 -0.000233 -0.094155	0.107304 0.009794 0.107854 0.013260 0.009073 0.003917 0.042342	-2.129085 102.373827 2.169440 0.206915 -1.587623 -0.059456 -2.223684	0.0364 0.0000 0.0331 0.8366 0.1165 0.9527 0.0291		

Cointeq = L_DIV - (1.1051*L_EM -0.0025*L_USA -0.6514)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
L_EM	1.105125	0.056510	19.556271	0.0000
L_USA	-0.002474	0.041161	-0.060097	0.9522
C	-0.651447	0.370275	-1.759363	0.0825

الملاحق